

みずほマーケット・トピック(2018年3月5日)

黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～

先週2日のドル/円相場は105.24円と年初来安値を更新。同日行われた黒田・日銀総裁の所信表明演説での発言が材料視された結果である。2019年度ごろを指した「出口というものをそのころ検討するようにするのは間違いない」との発言が注目されたが、ヘッドラインが針小棒大に扱われたと見るのが基本ではあろう。とはいえ、殆どの市場参加者が思うであろうことは、「何故このタイミングでそれを言うのか」だろう。年初来のドル/円相場のチャートを見れば一目瞭然だが、足許の円高の出発点は1月9日であり、輪番減額がサプライズとなり円買いを招いた日であった。にもかかわらず、2月28日にはまたも輪番減額に踏み切り、その2日後に今回の発言である。海外勢を中心に日銀の出口戦略への期待(誤解?)を高めているところへ「火に油」となった感は否めない。円高(とそれに付随する株安)というデメリットを甘受しても、リバーサルレート(逆バズーカ)の修正に重きを置く政策運営に軸足を移しつつあるのだろうか。

～「逆バズーカ」で年初来安値更新～

先週2日の為替相場ではドル/円相場が急落し、105.24円と年初来安値を更新する動きが見られた。同日行われた黒田東彦・日銀総裁の衆院議院運営委員会における所信表明演説での発言が材料視された結果である(その後の欧米間における通商摩擦も影響した模様だが、発火点は明らかに所信表明演説にあった)。無風と思われた演説だが、議員との質疑応答において、黒田総裁は、2019年度ごろを指して「出口というものをそのころ検討するようにするのは間違いない」と述べた。後述するように、2019年度に2%に到達するのが日銀のシナリオなのだから、その時点で出口戦略を検討していることは論理的には正しい話である。

とはいえ、過去5年間、「出口」というフレーズから頑なに距離を置いてきた黒田総裁が「間違いない」とまで述べたことに関し、深読みする向きはどうしても出てくる。実際、「黒田総裁の逆バズーカ」とまで言われる始末である。こうした中、ドル/円相場だけではなく、同日の本邦10年金利も一時0.080%まで大きな動きを示している。その後、米国時間には前日に市場を賑わせた米国の鉄鋼・アルミ関税についてロス米商務長官が米CNBCテレビのインタビューで全ての国が対象になることを示唆したことで株が続落しており、ドル/円相場をとりまく環境はいよいよ厳しくなっている。

～針小棒大な解釈というのが基本～

黒田総裁のそうした発言の意図がどこにあったのかは定かではない。質疑の前後の全文を見る限り、ヘッドラインが針小棒大に扱われたと見るのが基本だろう。全文をチェックしておくと、無所属の会の福田昭夫衆院議員による「2期目の役割は出口でないか、いつ検討するのか」との質問に対し、黒田総裁は以下のように回答している：

- 2019 年度ごろには、2%程度に達すると物価の動向をみているので、当然ながら、出口というものをそのころ、検討、議論していることは間違いなしと思う。ただ、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価は小幅のプラスにとどまっており、今の時点で出口戦略を云々すると、市場を混乱させるおそれもあり、あくまで出口に差し掛かったところで出口戦略についての議論を進め、市場とのコミュニケーションを図っていくことになると思う

材料視された「間違いなし発言」の後には「あくまで出口に差し掛かったところで」というヘッジを入れて締めており、結局のところ、黒田総裁の真意は「出口は時期尚早」といういつも通りのものだったという可能性は高い。総裁自身もそう述べている通り、現時点の「展望レポート」では2019年度の前年比2%到達を予想しているのだから、そのタイミングで出口を検討しているという事実自体は論理的である。だが、実態としては見通せる将来において2%到達など殆ど不可能なのだから、上述のような発言を真に受ける必要はないというのが最も無難な解釈になるのだろう。

～今だから出来るチャレンジ～

なお、技術的な話をすれば現行のオーバーシュート型コミットメントは「消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の『物価安定の目標』を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」ことであるため、極端な話、1円でもマネタリーベースが前年比で増えていればコミットメントは遵守される。一方、金利水準に関しては何の約束もしていないので調整は常時可能である。そうした前提の下、同日の質疑で多く見られた地方銀行の収益性劣化に配慮するような言動を踏まえれば、やはり「リバーサルレートの修正」を念頭に、日銀が「次の一手」において金利の誘導水準を引き上げてくる可能性が想起されてしまう。この点、昨今の銀行経営を取り巻く状況とこれに付随して高まるシステム不安を考慮すれば、それ自体は合理的な政策運営と言える。「リバーサルレートの修正」はあくまで副作用の抑制であり、緩和度合いに影響するものではない(つまり引き締めではない)ので、「出口」とは別に利上げは建付け上、いつでもあり得るという点は押さえておきたい。

とはいえ、である。殆どの市場参加者が思うであろうことは、「何故このタイミングでそれを言うのか」だろう。年初来のドル/円相場のチャートを見れば一目瞭然だが、紆余曲折があったとはいえ、足許の円高の出発点は1月9日であり、輪番減額がサプライズとなり円買いを招いた日であった。その後、1月31日には中期ゾーンを中心として輪番増額を図り、やはり円高を懸念している胸中が透けて見えたわけだが、2月28日にはまたも輪番減額に踏み切り、その2日後の今回の発言である。海外勢を中心に日銀の出口戦略への期待(誤解?)を高めているところへ「火に油」となった感は否めない。上述したように、金利水準の調整自体は本来取られるべき措置だと筆者も考えるが、円高を惹起したくないのであればそのような発想は「正気の沙汰とは思えない」という事実もまた認めねばならない。如何に合理的な理由があっても為替市場には聞き入れる土壌はない。

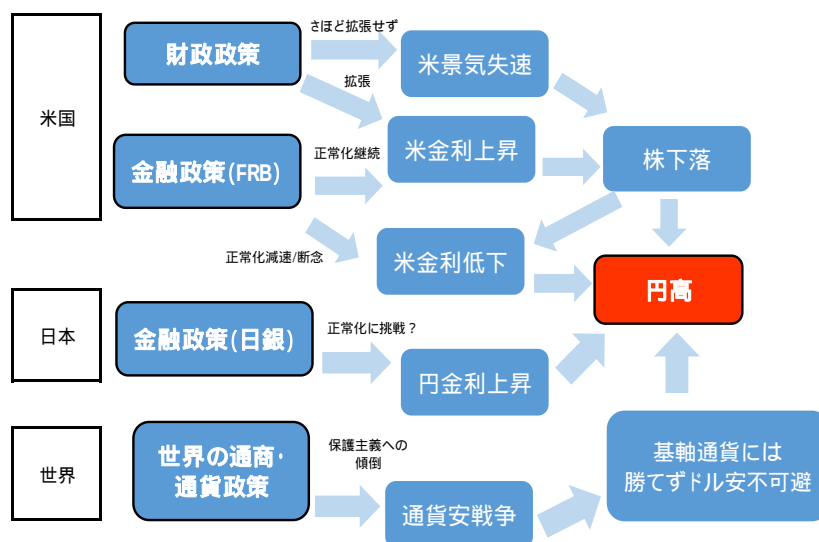
今年に入ってからの一連の日銀の挙動を勘案すれば、円高(とそれに付随する株安)というデメリットを甘受しても、「リバーサルレートの修正」にメリットを見出す政策運営に軸足を移しつつあるように思えてくる。確かにそれは日経平均株価が2万円以上、ドル/円相場が105円以上、何よりFRBやECBが強気を維持している今だからこそできるチャレンジである。

～アンフレンドリーな日米中銀～

先週のパウエル FRB 議長の議会証言においても市場期待と相反するような情報発信が株の急落を招くという動きがあった。「市場との対話」のデビュー戦とも位置づけられる議会証言においてパウエル議長は「年 3 回の利上げシナリオを提示した昨年 12 月に比べ、景気見通しは強まっている」、「株式市場で誰かが損するのを止めたり、誰かが得するようにしたりするのは、我々の仕事ではない」と強気一辺倒とも取れる情報発信を口にしている。当然、株は急落した。

ドル/円相場にとっては米株安・米金利低下・ドル安という地合いに加えて、日本側からは円金利が押し上げられる展開となっており、「金融市場のどこを切っても円高材料しかない」というような雰囲気である。
日米中銀がこれほどはっきりと市場に対してアンフレンドリー（非友好的）な態度をとっていることも珍しく、リスクオフ時に騰勢を強めやすい円の特性が最も発揮されやすい地合いにも見受けられる。この上、世界の通商政策が保護主義に傾倒して

円高・ドル安へ至る経路イメージ



いるという事実が徐々にテーマ視されつつあり、先週の本欄でも述べたように、現状は円安を展望する向きにとっては四面楚歌とも言える状況である(図)。円高見通しは下値方向への予想修正を検討しなければならないくらいであり、方向感に対する確度は日増しに高まっていると考えたい。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか?～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルスターパリングの「お目こぼし」はここまでか?
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野?～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理