

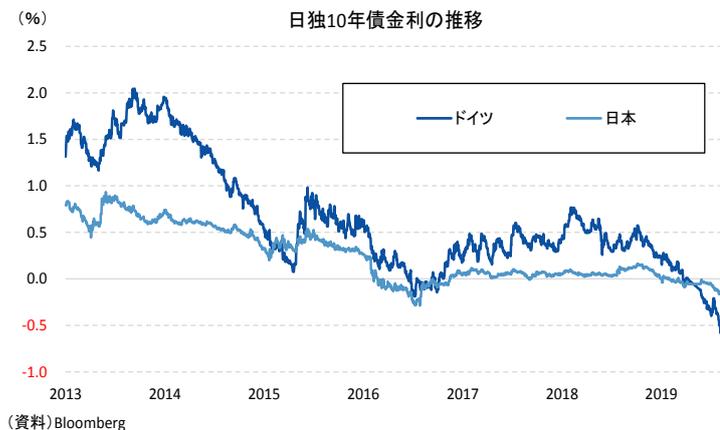
みずほマーケット・トピック(2019年8月19日)

YCC。捨てる日銀と拾う ECB

本邦 10 年金利が▲0.25%まで低下したことで可動域とされている±20bps のレンジが 9 月の金融政策決定会合で撤廃されるとの思惑が強まっている。現状、厳格に±20 bps のレンジを適用すれば、それは「金利を引き上げる」という判断と解釈され、円高を招来する懸念はある。日銀の政策反応関数において最重要の変数はあくまでドル/円相場であることを思えば、この判断はほぼあり得ないだろう。「金利低下は黙殺が吉」というのが日銀の本音か。片や、YCC という枠組みに関心を示す海外中央銀行もある。ブレイナード FRB 理事は 5 月の講演ではっきりと興味を示している。また、現状を踏まえれば、ECB は QE を再開した上で何らかの形で金利変動を抑制する枠組みが必要になる公算が大きい。拡大資産購入プログラム第二弾(APP2)とセットで ECB 版 YCC の可能性は低くない。各国 10 年債の可動域を限定させる手法はあり得る。

～「金利低下は黙殺が吉」、YCC は放棄か?～

本邦 10 年金利が▲0.25%まで低下したことで、可動域とされている±20bpsのレンジが 9 月の金融政策決定会合で撤廃されるのではないかとの思惑が強まっている。世界的に債券利回りが低下する中、日本の金利低下幅が相対的には押さえられており、例えばドイツ 10 年金利との比較ではその安定性が際立つ(図)。これは YCC の「成果」が出ているとも言えるのだが、



レンジを設定してしまっている以上、これを逸脱している状況に説明責任が生じるのも確かである。また、何を差し置いても円安を熱望する向きからすれば、「YCC はもはや円高誘導」であるという批判的目線もありうるかもしれない。もちろん、黒田日銀総裁は「金利変動の具体的な範囲を過度に厳格にとらえる必要はなく、上下にその倍程度と申し上げている通り、ある程度弾力的に対応していくことが適当だと考えています(6月20日の記者会見)」と述べ、「程度」や「弾力的」などのフレーズを織り交ぜることで YCC に対する柔軟な理解を求めている。現状、厳格に±20bpsのレンジを適用すれば、それは「金利を引き上げる」という判断と解釈され、円高を招来する懸念はやはりある。そうなれば円高を通じて日本株まで道連れにしかねない。日銀の政策反応関数において最重要の変数はあくまでドル/円相場であることを思えば、この判断はほぼあり得ないだろう。また、消費増税直前にそのような自滅を図る理由もあるまい。

要するに、現状の経済・金融動向を踏まえる限り、「金利低下は黙殺が吉」というのが日銀の本音

と察する。しかし、±20bpsのレンジを修正し、可動域を拓ける現状追認は結局のところ YCC の有名無実化であり、持続性のある対応ではない。ある程度の時間稼ぎをしたところで、現状が続く限り、日銀を待ち受ける次の課題は「ポスト YCC の枠組み作り」であることは否定しようがない。世界を見渡せば YCC が奏功しているからこそ円金利の低下が穏当なものに留まっており、それが銀行株を中心とした株価の大崩れを抑止しているという面もある。それは円金利のリバーサルレート化を YCC がある程度抑えているという意味で望ましいという考え方もあるが、円高を前に金融機関の収益性(の先にある健全性)といった論点は脇に置かれる公算の方が大きい。

～YCC に関心を示す FRB そして ECB～

片や、YCC という枠組みに関心を示す海外中央銀行もある。例えばブレイナード FRB 理事は今年 5 月 8 日、『“Fed Listens” in Richmond: How Does Monetary Policy Affect Your Community?』と題した講演において以下のように述べている:

- 私が関心を持つ構想としては、特定の証券の利回りをターゲットにすることがあります。伝統的に操作対象としてきた短期金利がゼロ%に達した場合、やや長期の国債を対象にするかもしれません。例えば最初は 1 年物金利を対象にし、もしさらなる刺激策が必要ならば、恐らく 2 年物金利を対象とするでしょう

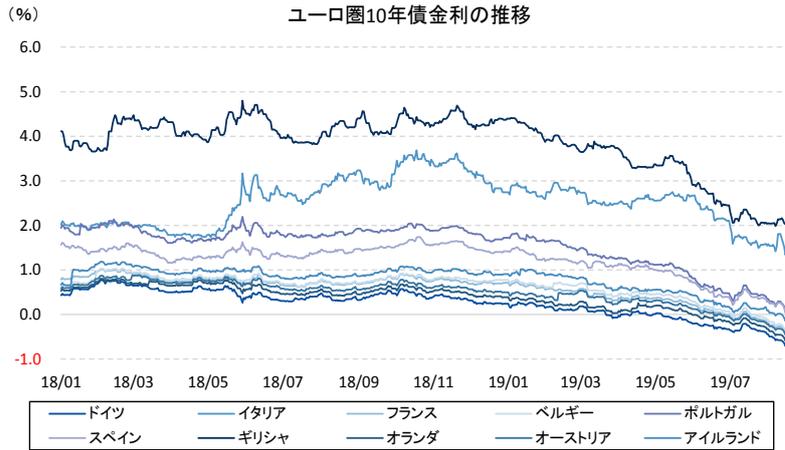
明らかに YCC (もしくはそれに類似する枠組み) を念頭に置いた発言と考えられる。最初から幅広い年限の金利が消滅していた日銀と異なり、最初は 1 年、次は 2 年・・・といきなり長期金利がターゲットになる雰囲気はないものの、発想は YCC そのものである。もっとも、現状を踏まえれば FRB にはあと 8 回の利下げ余地がある。将来的に YCC の運用を強いられるとしても、まだ幾分かの時稼ぎは可能というのが実情と見受けられる。米国の 1 年金利はまだ 1.7%もある。

次の枠組み検討が必要なのは FRB よりも ECB である。世界的な金利低下局面の中でもドイツ 10 年金利は▲0.70%と圧倒的な深みに沈んでいる。今春にはマイナス金利政策が金融システムを毀損している可能性について ECB が配慮を示し始めていたという経緯を踏まえれば、相当に心配な状況である。それは即ち ECB のマイナス金利がリバーサルレート化しつつあるという理解になるはずだが、日銀同様、自国通貨の低め誘導が優先課題となりがちな ECB も金融機関の健全性という議論は脇に置かれる可能性が高い。とはいえ、ECB は既に▲0.40%という日銀よりもさらに深いマイナス金利を当座預金(と預金ファシリティ)にチャージする状況にある。1～2 回の利下げは検討されても、それ以上の深掘りは困難だろう。近い将来において「金利」ではなく「量」の議論にシフトせざるを得ないことは目に見えている。要は、量的緩和(QE)の再開、厳密には拡大資産購入プログラム第二弾(APP2)の検討である。しかし、後述の通り、APP2 導入も単純ではない。

～ECB、QE 再開と共に YCC という現実味～

APP2 を導入するにあたって、加盟国国債の金利の水準が問題とならざるを得ない。現状、ドイツ・フランス・イタリア・スペインの 4 大国に加え、ベルギー、オランダ、オーストリアといったセミア国の国債までもがマイナス圏に水没しており、本稿執筆時点でプラス金利を辛うじて維持している

のは PIGS で総称される南欧 4 国 (ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペイン) ぐらいだ。スペインに至っては既にゼロ金利付近であり、水没は時間の問題という雰囲気も漂う。本稿執筆時点で米 10 年金利は 1.55% だが、同年限についてはイタリアは 1.40%、最も高いギリシャでも 1.97% である (図)。足許の成長率がゼロでセッションの瀬戸際にあるイタリアの



(資料) Bloomberg

国債金利の方が潜在成長率並みの成長が続き、労働市場が完全雇用に到達しつつある米国の国債金利よりも高い状況をどう理解すべきだろうか。また、ギリシャと米国の長期金利が 50bps も変わらないというのも直感的には強い違和感を感じるどころだろう。

こうした超低水準の国債金利を出発点として ECB が「量」の路線に舵を切ることにハードルはあると察する。出資比率に応じた購入への拘りを修正する可能性はありそうだが、どのような調整をしても最も買われる国債は先進国で最も深いマイナス金利に陥っているドイツ国債であり、歴史的な高値圏にある国債を積極的に買う羽目になる(右表に示す通り、出資比率に応じて購入を進めた場合、ドイツとフランスだけで半分弱は総量を賄うことになる)。

2016 年 1 月、「量」の限界を認識し「金利」の道へハンドルを切った日銀はマイナス金利導入に踏み切ったが、同年 9 月、金融システムへの影響などを念頭にその追求は難しいとの判断に至り、YCC の導入に至った。要するに、「量」も「金利」も限界が近づいた際、次に待ち受けるのが狙った金利を意図した水準に固定するという試みなのである。それは前後左右どちらにも動けなくなったので、「動かなくする」しか選択肢がなくなったとも読める。

ECBの資本金を巡る状況(2019年1月1日時点)

国名	出資比率 (%)	出資比率 (%) ※ユーロ圏限定
ベルギー	2.5	3.6
ドイツ	18.4	26.4
エストニア	0.2	0.3
アイルランド	1.2	1.7
ギリシャ	1.7	2.5
スペイン	8.3	12.0
フランス	14.2	20.4
イタリア	11.8	17.0
キプロス	0.2	0.2
ラトビア	0.3	0.4
ルクセンブルグ	0.2	0.3
マルタ	0.1	0.1
オランダ	4.1	5.8
オーストリア	2.0	2.9
ポルトガル	1.6	2.4
スロベニア	0.3	0.5
スロバキア	0.8	1.1
フィンランド	1.3	1.8
リトアニア	0.4	0.6
ユーロ圏NCB(19か国)	69.6	100.0
ブルガリア	0.9	-
チェコ	1.6	-
デンマーク	1.5	-
クロアチア	0.6	-
ハンガリー	1.3	-
ポーランド	5.2	-
ルーマニア	2.4	-
スウェーデン	2.5	-
英国	14.3	-
非ユーロ圏NCB(9か国)	30.4	-
EU28か国合計	100.0	-

(資料) ECB

昨年末に量的緩和を停止している分、ECB が「量」に訴えかける余地はまだ残されているようにも見えるが、上述の通り、マイナス利回りの国債を大量に抱えるという政策判断は中央銀行として難

渋するだろう。APP2 を決定するにしても、やはり「動かなくする」という仕様も同時に検討されるのではないか。しかし、ECB 版 YCC では「どの国の金利に？」という問題点が残ってしまう。GDP で加重平均した加盟国の 10 年金利だろうか。しかし、結局のところそれは経済規模の大きいコア・セミア国の金利操作に過ぎないので問題含みである。金利の「水準」が駄目ならば「方向感」という発想はあるかもしれない。既に日銀の YCC で目標値から±20bpsというレンジを設けているが、「加盟国の 10 年金利に対して現在(例えば APP2 を決定した政策理事会の日)から±20bpsに限定する」などという発想である。しかし、これは ECB の政策運営が各国中銀の市場調節に委ねられる、言い方を変えれば「裁量の再委譲」という面も孕み、ECB としてはそれなりに重い判断になるだろう。いずれにせよ ECB の「次の一手」として考えられる「APP2 & ECB 版 YCC」には技術的な創意工夫が必要になる。通例に沿った格好で内部の専門委員会への作業指示を経て決定という流れになるだろう。ラガルド新総裁就任後の論点である。

市場営業部
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
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
2019年7月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月18日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月17日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月9日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
2019年6月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか?
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ?～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも?～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ?～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか?～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
2019年4月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月19日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月18日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月17日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月16日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月15日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なブーク～
2019年4月12日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月10日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月9日	IMF世界経済見直し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(プレジデント交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	プレジデント、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
2019年3月8日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)