

みずほマーケット・トピック(2019年9月10日)

日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～

来週18～19日の日銀金融政策決定会合についてプレビューを行う。日銀の政策反応関数において最重要となる為替相場(≒ドル/円相場)が全くもって切迫した状況にはなく、数少ない手持ちのカードを出す必然性がないというのが実情だろう。しかし、イールドカーブコントロール(YCC)の現行枠組みが破綻しかかっている以上、この点は修正が施されるはず。長期金利の誘導水準について今会合では「ゼロ%±30bps」へとレンジ拡大が容認されるとの見方が多い。それは現状追認に過ぎず、カードの少ない日銀がお茶を濁して現状を乗り切る一手としては最適と思われる。各種サーベイを踏まえれば、「99.8～109.40円」ならば企業部門の収益よりも「マイナス金利深掘りによる金融機関へのダメージ」の方が重く見られるのではないかと。裏を返せば100円割れ定着によってマイナス金利深掘りはタブーではなくなる可能性が視野に入る。

～カードを切る必然性がない～

いよいよ今週から日米欧主要3中銀の金融政策決定会合が開催される。1番手として今週12日に開催されるECB政策理事会については既に先週の本欄¹でプレビューを行っているので参考にされたい。本日は来週18～19日の日銀金融政策決定会合についてプレビューを行う。結論から言えば、今会合での大きな政策変更は予想されない。現状維持の方針に絡めて、ほぼ確実に「緩和に動く欧米、日銀動けず」といったヘッドラインが跋扈することが予想されるが、日銀の政策反応関数において最重要となる為替相場(≒ドル/円相場)が全くもって切迫した状況にはなく、数少ない手持ちのカードを出す必然性がないというのが実情だろう。しかし、イールドカーブコントロール(YCC)の現行枠組みが破綻しかかっている以上、この点は修正が施されるはずである。

～「±30bpsへの拡大」が最適～

過去の本欄²で議論したように、長期金利の誘導水準について「ゼロ%±20bps」と総裁自らが示唆している以上、過去1か月間にわたってこれを明確に割り込んでいる状況については説明責任がある。そもそも現行の「±20bps」ですら昨年7月に拡大した結果のレンジである。そこからさらに10bpsもの下振れを許容するのは「弾力的に対応する(黒田総裁)」スタンスの限度を超えていると考えられる。10年金利が▲0.30%付近まで低下したことを受け日銀も8月末の長期国債買い入れを減額するなどけん制措置は打っているが、著しい効果は上がっていない。買い入れ減額をさらに進める可能性がないとは言えないが、減額が進み過ぎればボード内のリフレ派に配慮して導入した「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」ことを謳うオーバーシュート型コミットメントと矛盾することになる。「マイナ

¹ 本欄2019年9月6日号『ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはしたいところ～』をご参照下さい。

² 本欄2019年8月19日号『YCC。捨てる日銀と捨てるECB』をご参照下さい。

金利深掘りによる金融機関へのダメージ」と「オーバーシュート型コミットメントとの整合性」を秤にかけながら、「どこまで金利を切り下げられるか」が日銀内部で検討されているのだろう。現状では今回の会合で±30bps のレンジへ拡大されるとの声が多い。30bps に拡大して 10 年金利が▲0.30%付近で張りついても、それはほぼ現状追認に過ぎない。カードの少ない日銀がお茶を濁して現状を乗り切る一手としては最適かと思われる。ちなみに 10 年金利の変動幅拡大は 2018 年 7 月 31 日の総裁会見において口頭で示唆された事実であり、こうした決定を政策方針の変更ないし追加緩和と呼ぶことはないと考えられる。

～「99.8～109.40 円」はセーフティゾーンか？～

繰り返しになるが、日銀にとって最も重要な変数は為替であり、追加緩和の必要性や程度もこれに規定されると考えられる。今で言えば、「マイナス金利の深掘りに踏み切るかどうか」がドル/円相場の水準で規定されるという話である。恐らく今週には ECB がマイナス金利の深掘りに踏み切るだろうから、日銀が同様の決断を行うタイミングにも注目が集まってくるだろう。この点、ドル/円相場は前回会合のあった 7 月末時点の 108 円台後半から、本稿執筆時点では 2 円弱円高が進んでいるが、6 月短観で示された 109.40 円から大きく離れているわけではない。また、内閣府が今年 3 月に公表した「2018 年度企業行動に関するアンケート調査」で示された輸出企業の採算レートが 99.8 円であった。これらのサーベイを踏まえれば、為政者の目線から見て「99.8～109.40 円」ならば企業部門の収益を

過度に悲観視する必要はないという発想はあり得る。言い方を変えれば、「99.8～109.40 円」ならば「マイナス金利深掘りによる金融機関へのダメージ」の方を重く見るという状況と推察される。だとすると、100 円を割り込んだ時点でマイナス金利の深掘りはタブーではなくなってくる可能性はあるとも言える。いずれにせよ今回の会合で視野に入れるような話ではなく、米経済・金融情勢が一段と減速し、100 円割れが常態化する可能性がある 2020 年にかけてのトピックと考えるべきだろう。

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
54.9	購買力平価(輸出物価、73年基準、2019年7月)
70.8	購買力平価(輸出物価、80年基準、2019年7月)
71.4	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2019年9月)
74.7	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2018年9月)
88.7	購買力平価(企業物価、80年基準、2019年7月)
94.6	購買力平価(企業物価、73年基準、2019年7月)
96.7	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
99.2	購買力平価(消費者物価、80年基準、2019年7月)
99.6	購買力平価(世界銀行、2017年)
99.8	19年3月時点の採算レート(内閣府「2018年度企業行動に関するアンケート調査」)
100.0	購買力平価(OECD、2018年、GDPベース、※2.)
106.2	購買力平価(OECD、2017年、民間消費ベース、※2.)
107.0	2019年9月9日
107.0	日本経済研究センター試算の均衡レート(19年6月)
109.4	想定為替レート(日銀短観、2019年6月調査、通年)
111.2	19年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2018年度企業行動に関するアンケート調査」)
121.6	購買力平価(消費者物価、73年基準、2019年7月)
132.7	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
159.0	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
260.9	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2016年度調査)

(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。
※2. OECD購買力平価は17年7月公表時点(毎年6月・12月に適及改定あり)

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9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	プレジデントを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC. 捨てる日銀と拾うECB
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「1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18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當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5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	「1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」と割り切った良いのか?～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいままで続くか
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22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19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18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12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10日	IMF世界経済見通し～「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?