

みずほマーケット・トピック(2020 年 3 月 10 日)

日銀の「次の一手」を考える～GPIF との共同戦線は？～

日銀の「次の一手」に関する照会が増えている。基本的には企業への資金繰り支援を筆頭に政府対応に期待を寄せるのが筋だが、FRB の緊急利下げによって日銀も動かざるを得ない状況にある。結論から言えば、どのような手を出そうと、日銀主導でドル安の流れを覆すことは不可能に近い。これは 2009～11 年の超円高局面を経験した市場参加者(含む日銀)ならばよく分かっているはず。為替市場で重要なことは「米国(=FRB=ドル)がどちらを向いているか」であって、非基軸通貨の中銀主導で流れが変わることは殆どない。元々ドルは高過ぎたのだから尚更である。その上で敢えて「次の一手」を考察するのであれば、ETF(上場投資信託)の購入枠拡大は最右翼。「見せ金」を増やすだけでも効果はあろう。現状、マイナス金利深掘りは味方を背中から刺すようなものであり、論外。復興対策オペの枠組みを修正活用することもあり得る。GPIF との共同戦線を演出する動きも気にかけていたい。偶然にも 14 年 10 月と諸条件が似通っている。

～リーマンよりましたが、不安視される「悪いインフレ」～

市場は引き続き荒れている。昨日の欧米株式市場も惨憺たるものであり、各所で「リーマンショック以来」という形容を目にするようになってきている。もっともドル調達が困難になったり、そもそも売買取引が成立しなかったりといった流動性の枯渇が生じているわけではない。また、金融システム自体が(収益性と引き換えに)頑健になっているということもあり、当時のようなシステム不安があるわけでもない。さらに、NY ダウ平均株価ひとつ取ってみても、1 年前の水準に戻っただけとも言える。中期的な視点に立てば、2016 年から 3 年間で+90%近く上昇した株価が▲20%戻しているだけだ。疫病に起因する資産価格の調整であり、実体経済や金融システムに瑕疵があるわけではないというのはポイントかと思いたい。近未来の出来事として想定はできないものの「ワクチン開発の報で全戻し」というアップサイドリスクも否めない相場である。とはいえ、このままでは財・サービスの供給制約に端を発する「悪いインフレ」が発生する可能性もあり、この状態は長く続けられない。新時代の構造変化をもたらしかねない論点ゆえ、これは別途機会を設けて論じたいと思う。

～日銀、「次の一手」は？～

ところで昨日の米 10 年金利は一時 0.5%を割り込んでいる。もはや日本の 10 年金利(▲0.16%)との金利差は 0.6%ポイント前後と消滅しかかっている。かかる状況下、ドル/円相場はよく持ち堪えているといった印象である。経験則に照らせば、とくに 100 円を割り込んでいても不思議ではない。しかしながら、短期間でこれほど円高・株安となっている以上、金融市場では政府・日銀による対応を催促する声が当然、強まりやすく、とりわけ日銀の「次の一手」に関する照会が多い。

本日には政府から緊急対応策(第二弾)が公表される見込みであり、企業への資金繰り支援を筆頭にこちらへ期待を寄せるのが筋と考えられる。しかし、FRB が先週 3 日に▲50bps の緊急利下

げに踏み切り、これに伴ってドル全面安が進んでしまったせいで、これに応戦する格好での緩和措置が日銀(や ECB)に求められる状況が出来上がっている。結論から言えば、どのような手を出そうと、日銀主導でドル安の流れを覆すことは不可能に近い。これは2009～11年の超円高局面を経験した市場参加者ならばよく分かっているはずだ。当の日銀自身も認識しているだろう。昨夏以降の度重なる緩和催促をフォワードガイダンスの修正という先送り戦術で乗り切ったことがその証左である。「時間稼ぎ」で済むならば、極力目立ちたくないというのが日銀の本音であり、それがイールドカーブコントロール(YCC)の狙いでもあり、過去3年半、その目論見は実際に成功してきた。

とはいえ、成功してきたのはあくまで米経済が堅調だったからだ。米経済が堅調だったからこそFRBはタカ派色を維持し、ドル相場も下がらずに済んだのである。2009～11年の円高局面について白川・元日銀総裁の無策ぶりに原因を求めようとする向きは未だにある。だが、変動為替相場制度で基軸通貨ドルの方向感は一時的な影響力を持つ。2013年4月の黒田体制発足後、大幅な円安・ドル高が実現したのはFRBの正常化プロセス着手と欧州債務危機の収束という2つの追い風がたまたま重なったからだ。ドル高という方向感を基軸通貨が決めてくれたからこそ円安が叶ったのである。裏を返せば、FRBが緩和に尽くし、欧州債務危機に見舞われていたからこそ、累次の追加緩和にも拘わらず白川前体制は円高に苦しんだのである。もちろん、両体制に関し「市場との対話」の巧拙に係る差異があったのは確かだ。しかし、それは二次的な要因に過ぎまい。重要なことは「米国(=FRB=ドル)がどちらを向いているか」である。海外(欧米)の経済・金融環境に目を向けず、日銀の金融政策運営と円相場の動きだけを抜き出して語るのは本質的ではない。

本欄では繰り返し強調しているが、「元々ドル相場は高過ぎるし、長過ぎる」という事実があった。にもかかわらず、米金利が急落しているという「ねじれ」が昨年来、放置されていたのである。コロナショックがこの歪みを修正する契機になったのだと筆者は考えている。

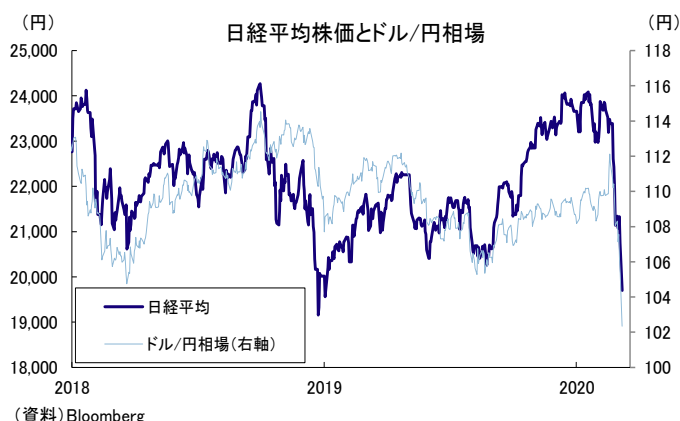
～「次の一手」は失望という名の難癖を買うだけ～

以上のような為替市場の実情について、恐らく多くの市場参加者は認識している。しかし、それでも日銀が現状維持を決め込めば、ほぼ間違いなく円高は進むであろう。ドル安の潮流を逆転させるのは無理でも、現状を悪化させないための一手を市場は要求する。FRBがその地均しをしてしまったことは既に述べた。筆者は高確率で日銀の「次の一手」は市場から難癖に近い失望を買い、下手をすれば円高を招きかねないと考えている。2009～11年はその繰り返しだった。だが、現状維持はあり得ないであろうから、考えるメニューについて論点整理の上、身構えておく必要がある。

第一に、最も照会を受けるのはマイナス金利の深掘り可否である。「利下げには利下げを」という発想は自然だが、もはやこれが相当難しい選択肢であることは周知の通りである。既に地方銀行を中心として金融機関の経営環境は未曾有の苦境にある。そうした中、当面の政府・日銀は民間銀行部門と一体となって、コロナショックで傷んでいる企業部門の資金繰りを支えていかねばならない。一致協力しようとしている仲間を背中から刺すような真似をするとはとても思えない(思いたくない)。何より「利下げには利下げを」という戦術が万が一奏功するとしても、それは相手と同じくらい利下げカードを持っている場合の話だ。本稿執筆時点でFRBはまだ5回分の利下げカード(1回を25bpsとする)を持っている。同程度の利下げは日銀も、そしてECBも絶対に不可能である。対抗策を講じるのであれば、最初から利下げ以外の手段を選択しておくべきだろう。

～ETF 購入枠拡大～

第二に、ETF(上場投資信託)の購入枠拡大を予想する声も多い。現実的にはこれが「次の一手」の最右翼と考えられる。購入枠に関しては、2016 年 7 月に従前の約 3 兆円から約 6 兆円に拡大された経緯に鑑み、来週会合で約 9 兆円に拡大されるのではないかと期待は根強い。厳密には 2018 年 7 月会合で副作用の抑制を念頭に年間約 6 兆円の購入枠が「市場の状況に応じて上下に変動しうる」と柔軟化



されているので、この範囲内である程度の上振れを許容することができる。現在、年初からの約 2 か月半で約 1.3 兆円の購入をしており、現時点で残枠を心配するような状況ではない。しかし、柔軟化文言が入っているのだから、使わない「見せ金」であっても購入枠を拡げて安心感を醸成するというのは悪い手ではない。現状、株安と円高が安定した関係を持って進行していることを踏まえれば(図)、まずは株式市場にアプローチすることが円高抑止にはなる。為替市場へのアプローチ(介入)が事実上封じられていることを思えば、やはり魅力的な一手に思える。利下げのような効果の波及経路が怪しい政策と異なり、株を直接購入するのだから一定程度の成果は必ず期待できる。

なお、現在公開されている財務諸表などから試算すると日銀保有株式の損益分岐点は日経平均株価指数において 19000～19500 円という指摘が目立つ。まさに現状は損益分岐点を割っているため、「中銀のバランスシート健全性」と「通貨の信認」を結び付けて ETF 購入策への不安を口にする向きもしばしば目にする。だが、これは正しくない。両者にそれほど強い因果関係はない。かつて自国通貨高を押さえ込もうとしたスイス国立銀行(SNB)が無制限ユーロ買い・スイスフラン売り介入に失敗し、債務超過に陥ったことがあった。自国通貨高ゆえに債務超過に陥ったのである。「中銀のバランスシート健全性」と「通貨の信認」に因果関係がないことの好例であろう。

もっとも、現在直面している資産価格の下落が疫病に起因していることを思えば、「どこまで付き合うのか」という問題意識は持った方が良さだろう。金融緩和でウィルスを殺せない以上、付き合うだけ無駄という考え方も一理ある。とりわけ日銀は手札が少ないのだから対応は慎重になるべきである。昨年 11 月に発表された 2019 年 4～9 月期の決算では東証一部の時価総額の 5.3%が日銀保有分と判明した。今更感があることを承知で言えば、価格調整機能の低下や流動性低下に伴う価格変動リスクの上昇、株主構成の歪みを通じた資本市場の毀損などは引き続き懸念される論点である。なにより国債のように自然減が期待できないだけに、「出口がない」ことへの不安は増すばかりという話になってしまう。付き合うだけ無駄な問題にどこまでリスクを取るべきかという問題意識に照らせば、ETF 購入枠拡大への反論はあるかもしれない。

～疫病対策オペ～

第三に、東日本大震災や熊本地震を受けて「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション(復興オペ)」が実施された経験を踏まえれば、今回の疫病に対しても類似の枠組みが

検討される余地はある。既に政府の経済対策の中でも想定されているように、企業部門に対する資金繰り支援こそが現在最も求められる政策であるのは間違いない。既に、飲食・宿泊業を中心として壊滅的な損害が報じられ、早くも破綻やリストラに追い込まれた企業も現れている。まずは資金繰り支援である。ゆえに、繰返しになるが、この状況でマイナス金利の深掘りに踏み込むのは政策間の整合性が取れない誤ったポリシーミックスである。

～GPIF との共同戦線を演出:14 年 10 月と似た環境～

最後に、やや毛色の違う視点も気にしたい。今月中にも公的年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)がポートフォリオの見直しを明らかにすることになっている。2014 年 10 月 31 日、黒田体制下での初めての追加緩和(通称ハロウィン緩和)は GPIF のポートフォリオ見直しと同日に発表された。これが「偶然の産物」だったのかどうかはここでは問わない。しかし、事実として日銀が国債購入額の引き上げを決断した同日に GPIF が国債購入割合の大幅削減(と国内外株式や外債割合の拡大)を発表したことは市場参加者の記憶に鮮烈に残っている出来事だろう。

思い返せば、あの時も、原油価格の急落が話題であり、消費増税の副作用が物価情勢に与える影響も追加緩和の理由として持ち出されていた。奇しくも同様の条件が今回も用意されており、しかも今は疫病の蔓延という世界的な問題も重なっている。少なくとも同日に発表するなどして日銀と GPIF が歩調を合わせた上で共同戦線を演出し、円高のけん制を試みる可能性はある。

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
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に張り付いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりすぎない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～