

みずほマーケット・トピック(2020 年 4 月 2 日)

## 今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀

今後想定される欧米中銀(FRB・ECB)の資産購入を踏まえると、「欧米中銀の『量』」に劣後する日銀」という構図で緩和不足を煽る向きも出てくる可能性がある。しかし、そもそも経済規模が異なるのだから、中銀のバランスシート規模は違って当然である。むしろ経済規模、端的には名目 GDP 対比で最新のバランスシート規模との比率を取った場合、FRB の 25%、ECB の 40%に対し、日銀は 100%を優に超えており、その特異性は健在である。改めてバランスシートの規模や取り揃えられている緩和策の種類などを見ると、「危機対応のフロントランナー」としての日銀は健在なのだと認識させられる。FRB や ECB を筆頭として海外中銀は今後、様々な運営を試行すると思われるが、日本人にとっては「いつか来た道」に感じるものが殆どになるだろう。株式 ETF の購入やイールドカーブコントロールの導入などは近い将来、議論の俎上に上がってきても驚きではない。既に FRB はイールドカーブコントロールと類似した運営に陥っているとの見方も。

### ～欧米中銀、6 兆ドル時代～

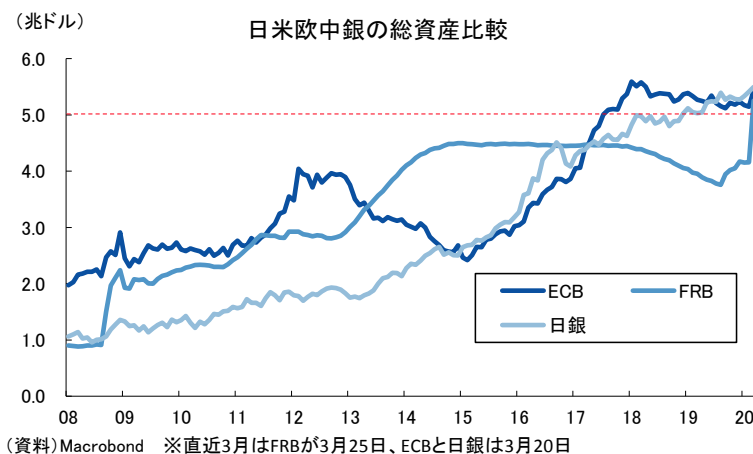
昨日の本欄では ECB の資産購入プログラムが過去最大ペースで始まったことを確認した。ちなみに総額で約 1 兆ユーロと見込まれる ECB の既存プログラムが全て使い果たされた場合、バランスシートは大変な規模に達する。3 月 20 日時点の ECB のバランスシート状況によれば「金融政策目的での有価証券保有」が約 2.7 兆ユーロ保有され、バランスシート総額が約 4.9 兆ユーロとなっている。既存の購入枠を使い切ると、これに約 1 兆ユーロがオンされ「金融政策目的での有価証券保有」が約 3.7 兆ユーロ、総額では約 5.9 兆ユーロまで膨らむことになる(もちろんほかにも変動要因はたくさんあるのであくまで概算である)。約 5.9 兆ユーロは「1 ユーロ=1.10 ドル」換算で約 6.5 兆ドルである。日銀も FRB も到達したことの無い未知の領域である。

もっとも、FRB もその領域にある。FRB は 3 月 15 日に資産購入プログラム(俗に QE4)をスタートし、開始 5 日間で 2700 億ドル以上の米国債購入を行った。これは当初設定枠(5000 億ドル)の半分以上であり、それゆえに 23 日には直ぐに無制限に切り替えることになった。住宅ローン担保証券(MBS)も同期間で 676 億ドル購入されたことが明らかになっており、これも当初枠(2000 億ドル)の 30%以上である。米国債と MBS が 5 日間で約 3400 億ドルも購入されたことになる。結果、既に FRB のバランスシートは 3 月 25 日時点で約 5.3 兆ドルと初の 5 兆ドル台に到達している。このペースでいけばあっという間にやはり「6.0～7.0 兆ドル」という世界が見えてくるだろう。もちろん、3 月の購入ペースは極限の緊張感の中であったことを割引く必要があり、常態化する可能性は高くない(と思いたい)が、少なくとも欧米中銀のバランスシート規模は 6 兆ドル時代に入った印象はある。

### ～それでも経済規模対比では日銀が圧倒～

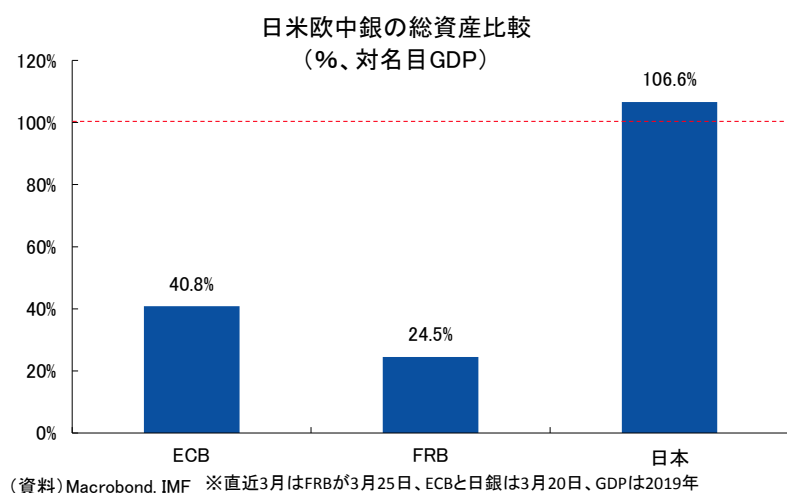
一方、日銀のバランスシート規模は ECB と同じ 3 月 20 日時点で約 594.1 兆円、「1 ドル=108 円」

換算で約 5.5 兆ドルである。右図に示されるように、本稿執筆時点の最新データを踏まえると日米欧中銀のバランスシート規模はほぼ同一になった。ECB や FRB の凄まじい資産購入ペースを踏まえると、この差は今後拡大が見込まれる。この点、今後、「欧米中銀の『量』に劣後する日銀」という構図で緩和不足を煽る向きも出てくる可能性はあるが、そもそもユーロ圏、米国そして日本では経済規模、端的には名目 GDP の規模がかなり違う。名目 GDP 規模が違えばこれを賄う金融システムの大きさも、これの庇護者である中央銀行の規模も当然変わる。日本の名目 GDP (約 5.2 兆ドル) は米国のそれ (約 21.4 兆ドル) の 4 分の 1 程度なのに、日銀のバランスシート規模 (約 5.3 兆ドル) が FRB のそれ (約 4.2 兆ドル) の 1.3 倍あったことが特異だったのである (※数字は名目 GDP の金額は 2019 年を、バランスシートは同年 12 月末時点を参照)。



### ～「量」の日銀化: 名目 GDP 超え～

とはいえ、日銀の特異さはまだ十分視認できる。2019 年の名目 GDP 対比で最新のバランスシート規模との比率を取った場合、FRB の 25%、ECB の 40% に対し、日銀は 100 % を優に超えている (図)。この際、その善し悪しや効果の有無といった議論を呼びやすい点は一旦脇に置くが、この「100%」超えという数字が、日本が長期低迷とその結果としてのデフレに苦しんできたことの象徴の 1



つであることは間違いない。厳密には長期低迷に対抗して講じられてきた拡張財政路線とその結果としての国債増発が先にあり、これと同時に並行して日銀による大規模な資産購入政策が打たれてきたことが自国経済規模よりも大きいバランスシートという結果に集約されている。現在、米国は元より、緊縮を是とする欧州でも拡張財政路線が肯定される機運が高まっている。意図しようがしまいが、中銀がそうした政府の路線と同時に並行的に緩和路線を強化することで「名目 GDP 比で見たバランスシート規模」という次元で見ても、ECB や FRB が日銀化する状況が整いつつある。

政策金利の水準感については FRB および ECB の日銀化ははっきりと進んでおり、これはこの 2 中銀以外の中銀でも周知の通りだ。しかし、「量」の水準感に関し、日銀化は単に「量的緩和政策

を実施している」という事実を除けば、さほど注目されてはこなかった。現在見られているような凄まじい資産購入ペースが続けば、FRB や ECB も経済規模を超えるようなバランスシート規模を抱えることになるかもしれない。そうした事実と共に真の意味で日銀化が完了したという見方もあるだろう。

とはいえ、FRB や ECB が名目 GDP と同等のバランスシート規模に至るには、FRB ではあと 16.2 兆ドル、ECB ではあと 7.9 兆ドルの資産購入が必要である。これは足許から年間 1 兆ドルずつ積み上げても FRB で 16 年程度、ECB で 8 年程度はかかるイメージになる。「量」の面で完全に日銀化が進むにはまだ相当距離がある。

### ～日銀は「危機対応のフロントランナー」～

また、現状、日米欧三極の中央銀行で株式の上場投資信託(ETF)購入を行っているのは日銀だけであるが、こうした政策について FRB や ECB が果たして関心を示すことが全くないのか。そこまでは踏み込まなくともイールドカーブコントロール(YCC)ならばどうだろうか。FRB は無制限の国債購入を謳っているが、その実は金利水準を見ながら運営が切り盛りされている印象も抱かれ、既に FRB 版 YCC が始まっているという見方もある。海外中銀の形振り構わない政策運営によって、最近日銀の挙動は非常に大人しく、また(期待されていないがゆえに)失望すらされないという状況に見受けられるが、改めてバランスシートの規模や取り揃えられている緩和策の種類などを見るにつけ「危機対応のフロントランナー」としての日銀は健在なのだということを確認させられる。FRB や ECB を筆頭として海外中銀は今後、様々な政策運営を試行すると思われるが、我々日本人にとっては「いつか来た道」に感じるものが殆どになるのではないかと思われる。

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](mailto: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](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4月1日   | 過去最大のスタートダッシュを切ったECB                              |
| 2020年3月30日  | ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～                         |
| 2020年3月27日  | 週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)                   |
| 2020年3月26日  | EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～                            |
| 2020年3月25日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)                       |
|             | リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～                       |
| 2020年3月24日  | 「ドル化する世界」と新興国通貨の選別                                |
| 2020年3月23日  | 「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」                            |
| 2020年3月19日  | 週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～) |
| 2020年3月18日  | FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～                         |
| 2020年3月17日  | ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～                            |
| 2020年3月13日  | 週末版                                               |
| 2020年3月11日  | ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～                          |
| 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?～                       |
| 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   | 最強通貨に返り咲いた円～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?                                 |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)                       |
| 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(上がりそうにない原油価格～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   | ボンド相場の現状と展望～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～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～                       |
| 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」という連～                            |
| 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ボンド相場～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～                     |