

みずほマーケット・トピック(2020 年 4 月 28 日)

日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～

日銀は①CP・社債等買入れの増額、②新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、③国債のさらなる積極的な買入れの 3 点を軸とする緩和策の強化を決定。企業金融と国債購入量の 2 方面から緩和を展開したことは下馬評通り。①は特段必要もない中、欧米中銀と比較した同調圧力が強まっていることを受けての対応。実質的には②が重要と考えられる。ヘッドライン上は③が取り沙汰されている。③の意味は 2 つある。1 つは無制限を打ち出す FRB に劣後していないとのポーズ、もう 1 つは出口を見据えた露払いである。本質的な意味は後者と見られ、事務方の絶妙な戦術と評価したい。なお、今回、声明文上には「政府の緊急経済対策により国債発行が増加することの影響」を抑制する手段としての国債購入が示唆されており、「一線を越えたのではないか」という不安も。これほどの危機にも拘わらず日銀が政策対応にさして苦慮しなくて済んでいるのは、ひとえに「令和のドル/円相場」が日銀に優しくなっているからという事情も。

～「無制限」という名の露払い～

昨日の日銀金融政策決定会合は、①CP・社債等買入れの増額、②新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、③国債のさらなる積極的な買入れの 3 点を軸とする緩和策の強化を決定した。企業金融と国債購入量の 2 方面から緩和を展開したことは下馬評通りである。

既報の通り、ヘッドライン上は③が取り沙汰されてきた。ここでは「年間 80 兆円のめど」が撤廃され、これを無制限と強弁する態勢に変わった。この決定の意味は 2 つある。1 つは無制限を打ち出す FRB に劣後していないとのポーズ、もう 1 つは将来の出口を見据えた露払いである。当然、本質的な意味は後者にある。元々年間の国債購入は従前まで 10 兆円程度だった。すなわち何もしなくても 70 兆円へ「量」の急拡大が可能な状態だったにもかかわらず、わざわざ「80 兆円」の表記を削除して拡大をアピールしたことになる。上述のように、「FRB に伍するというポーズ」という意味において、このアピールには十分な意味がある。しかし、この決定の真意はリフレ志向の強い審議議員への配慮として残されていた形だけの表記をこの機に乗じてようやく葬り去ることができたという部分にある。もちろん、表記の存在だけで邪魔にならないのであればこの非常時に無理して触りに行く必要も無い訳だが、声明文で 1 円でも増額することになっていれば当然、マネタリーベース残高の前年比を減少に転じさせるわけにはいかない。つまり将来の出口戦略まで見据えるのであれば、いつかは「80 兆円」の撤去作業はしなければならなかった。今回、コロナショックに乗じてそれを可能にしたのは事務方の絶妙な戦術であったと評価できるだろう。

～「一線を越えた」との不安も～

そもそも 3 月臨時会合では「一層潤沢な資金供給の実施」と銘打って国債購入量の拡大方針を確認していたので③は追加緩和というよりも予告の実現と捉えるべきかもしれない。「政府の緊急経

済対策により国債発行が増加することの影響も踏まえ、債券市場の安定を維持し、イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、当面、長期国債、短期国債ともに、更に積極的な買入を行う」との一文が表す通り、政府・日銀が一体となって緊急事態に対処する姿勢を鮮明化している。当然のことながら、これを財政従属の一步と捉える批判は今後噴出が不可避だろうが、この非常時にそれを言っても詮無き事という風情が強いのが実情である。しかし、今回、この表現について「一線を越えたのではないか」という不安が出ていることは念頭に置いておきたい。

～日銀版 TLTRO3～

残る企業金融周りの①と②は重要だが、①の CP/社債購入の強化(購入対象年限の長期化、購入枠拡大、日銀保有割合上限の引き上げ)は大企業向けの措置であり、喫緊の課題である中小企業金融への対応としては②の新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充が要諦と考えられる。もちろん、①についてもクレジットスプレッドがさほど拡大しているわけでもない状況下、わざわざ日銀が最長 5 年という年限にまで踏み込んで信用コストを潰しにかかることが適切なのかという批判はある。しかし、あくまで今年 9 月末までの時限措置という整理もあり、時流も踏まえれば致し方なしといった雰囲気強い。予定通り、時限措置で終了できることを期待するしかない状況と言える。

一方、②に関しては対象担保が民間債務とされ従来の企業部門だけではなく家計部門の債務も含まれるようになったこと、対象金融機関に系統機関が追加されたこと、そして同オペ利用残高相当に関しては当座預金へ+0.1%を付利することの 3 点が修正されている。なお、貸出実績に応じて金融機関に「ご褒美」を与えるのは ECB のターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)と同じである。この意味で日銀版 TLTRO3 であり、世界の中央銀行が日銀化する中であって、珍しく日銀が ECB 化したと言える政策かもしれない。本来は金融仲介機能の棄損を案じマイナス金利の引き上げで対応したいところ、それでは市場が動揺しかねないために資金供給の仕様を工夫することで手心を加えるという動きが主流になっていると言える。

～いよいよ「終わった感」のある 2%目標、もはや願望も無し～

黒田体制における展望レポートはどのような逆境にあっても予測期間後半には消費者物価指数(CPI)が+2%に収斂してくることから「願望レポート」と揶揄されてきた。しかし、今回の展望レポートからはもはや願望の装いすら感じない。CPI について政策委員の大勢見通し¹を取ると、2020 年度が▲0.7%～▲0.3%、2021 年度が 0.0%～+0.7%、2022 年度が+0.4%～+1.0%と 2 年後によく 1.0%台に復帰する構図である。もともと、実質 GDP 成長率に目をやれば、2020 年が▲5.0%～▲3.0%と壊滅的な仕上がりになっている以上、これと整合的な物価見通しを作らざるを得なくなっているという事情はある。タイミングからして今回の見通しは政府の大規模経済対策の浮揚効果を織り込んでいると思われるが、それを勘案しても尚、「願望」を語るのが難しいというところに深刻さが見て取れる。しかも、物価見通しについて言えば、原油価格が未曾有の急落となったこともあり、ある意味でようやく本音で見通しを出せる大義も整ったという状況ではないかと察する。上述の「80

¹ なお、今回は先行きの不確実性が従来以上に大きいことから「中央値」ではなく「大勢見通し」とされている。今回の展望レポートでは、各政策委員が「最大 1.0%ポイントのレンジ の範囲内で見通し(上限値・下限値の 2 つの値)」を作成している。「大勢見通し」とは 9 名の政策委員の見通し値(上限値・下限値)のうち上から 2 個、下から 2 個、計 4 個の値を除いて幅で示したものとされている。

兆円」削除も同様だが、どさくさに紛れて正常化方向に舵が切られている雰囲気もある。

なお、こうした経済・物価に対する基本認識を踏まえ、昨年来、急場を凌ぐために使われてきた「政策金利については、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との表現が、「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」と短くなっている。黒田総裁も会見で述べたように、もはやモメンタムは損なわれてしまったということであり、だからこそ追加緩和に踏み切ったという解釈になるだろう。

～日銀に優しくなった「令和のドル/円相場」～

一連の政策は②新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充を除けば、欧米中銀に伍しているということをアピールするためのポーズであり、実質的な意味はさほど大きいものではなかったように感じられる。過去の本欄でも議論したように、日銀は問題対応のフロントランナーであり、これは経済規模対比の緩和状況を見れば一目瞭然である。それでも「海外がやっているから」という一種の同調圧力が無視できない中で、大して必要のないCP・社債の購入強化やいずれは出口政策時に必要となる80兆円表記削除に踏み切ったというのが今回の総括である。国債購入量の上限撤廃という派手なヘッドラインが踊り、一時的にでも市場に好感されたことは日銀としてもしてやったりという会合だったのではないかと考えられる。なお、政策対応に苦慮しなくて済んでいるのは、ひとえに為替市場において過度な円高が進まなくなっていることの結果でも、この点で「令和のドル/円相場」は平成と異なり、日銀に優しくなっているということかもしれない。

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4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政とドルの信認～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
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
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	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～「政熱経済」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～政治も金融も債券の足枷～
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～