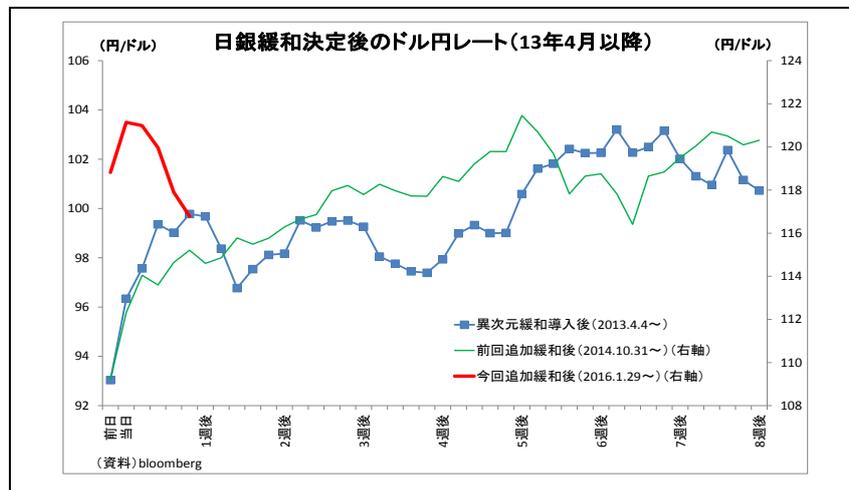


# Weekly エコノミスト・ レター

## 「マイナス金利導入」の為替への影響 ～金融市場の動き(2月号)

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (為替) 日銀がマイナス金利導入を決定したが、その後のドル円は一旦円安に振れた後に円高に振れている。過去の緩和決定後とは完全に様相が異なっている。マイナス金利がドル円に与える影響を考えると、内外金利差を拡大させる点で明らかに円安材料だと思う。ではなぜ円安が進まなかったのか？まずはマイナス金利には弱みがあるためだ。マイナス金利は「金融機関の収益を犠牲にして緩和効果を得る」ものであるため、金融機関絡みの様々な副作用が懸念されている。副作用が大きくなると、マイナス金利の拡大による追加緩和は難しくなる。また、海外発の逆風があまりに強いことも円安を阻んだ。中国不安や原油安への警戒が熾り、リスク回避の円買いが起りやすくなっているうえ、最近の米経済指標は冴えず、追加利上げ観測の後退が強烈なドル安圧力となった。それでは、一体どのような条件が揃えば円安ドル高になるのか？それは、「日米金融政策の方向性の違いが意識されて日米金利差が拡大すること」、さらに「市場がリスク回避地合いにならないこと」だ。いずれ円安ドル高の流れが復活すると見ているが、その時期はしばらく先となり、120円台の回復は少なくとも3月FOMC以降になると予想している。それまでは円高リスクに注意が必要な状況が続く。理由は、中国不安や原油安への警戒がまだ続くと思われるためだ。また、こうしたリスク要因が警戒されている状況では、米利上げ観測が市場のリスク回避地合いに繋がりがやすい。米利上げによって市場参加者のリスク許容度が低下してしまうためだ。
2. (市場の動きと予想) 1月は日銀追加緩和の影響で円が下落、長期金利は急低下した。ユーロドルはほぼ横ばいであった。当面ドル円の上値は重く、長期金利も極めて低位での推移が予想される。ユーロドルは3月上旬が近づくにつれ、ユーロが弱含むと見る。



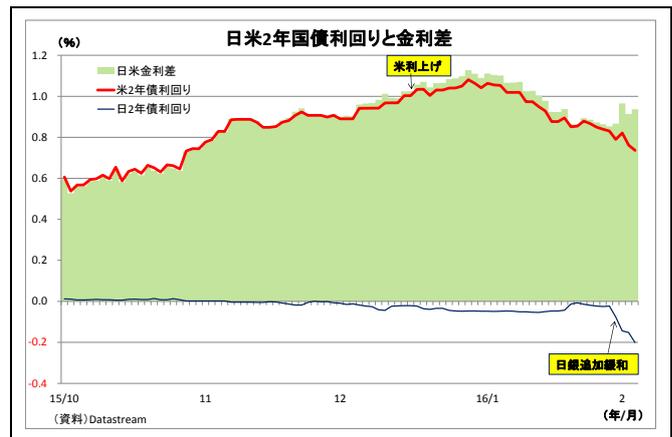
# 1. 為替：「マイナス金利導入」の為替への影響

1月29日に日銀がマイナス金利導入を決定した。しかし、その後のドル円相場は一旦円安ドル高に振れたものの、2日しか持たず、その後の円高進行によって、マイナス金利導入後の円安は完全にリセットされてしまった。過去の緩和（2013年の異次元緩和導入、14年の量的緩和拡大を指す、以下同じ）決定の後には、長期にわたって円安ドル高基調となったが（表紙図表参照）、今回は完全に様相が異なっている。マイナス金利導入の為替への影響と今後の相場展開を考えてみたい（マイナス金利政策自体の評価は5-6ページに記載）。

## （マイナス金利は明らかに円安材料）

まず、マイナス金利がドル円に与える影響を考えると、明らかに円安材料だと筆者は思う。それは、マイナス金利導入によって、本邦市場金利に低下余地が生まれたためだ。金利は通貨の価値に影響する。本邦金利はマイナス金利決定後にマイナス幅を有意に広げており、円を保有することの魅力減退に繋がっている。

ドル円相場で考えた場合でも、本邦金利の低下は日米金利差拡大に繋がるため、円安ドル高要因となる。実際、金融政策を反映しやすい2年国債利回りで見ると、マイナス金利決定以降、日米金利差がやや拡大している。

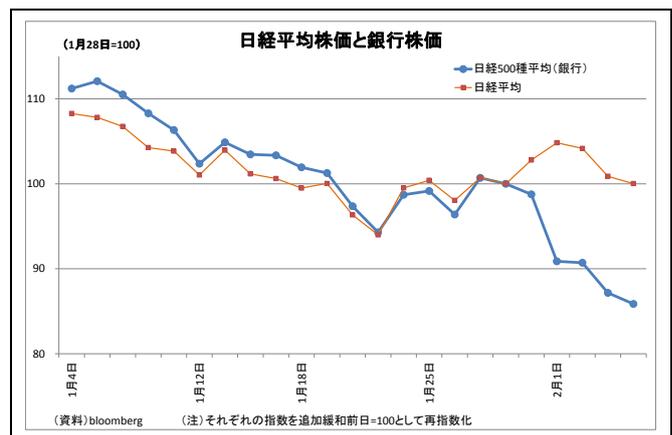


## （円安が進まなかった理由①：マイナス金利の弱み）

それではなぜ円安が進まなかったのだろうか？まずはマイナス金利導入には弱みがあるためだ。一つは影響が読みにくい点だ。過去の緩和は量的緩和の急激な拡大という従来路線の延長であり、わかりやすかったうえに副作用への懸念も高まりにくかった。今回のマイナス金利導入は日銀としては新たな試みであるうえ、海外での事例も限られており、効果が不透明なうえに副作用への懸念も高まりやすい。

マイナス金利政策は簡単に言うと「金融機関（特に銀行）の収益を犠牲にして緩和効果を得る」ものであるため、懸念されている副作用も金融機関絡みのものが多い。具体的には、銀行による各種手数料引き上げ、貸出金利へのコスト分の上乗せ、金融機関のリスク許容度の低下による投融資の萎縮などだ。これらは現在起きているわけではなく、今回の枠組みは金融機関に過度の影響を与えない工夫もみられるが、完全には否定できないシナリオだ。もし、副作用が大きくなると、实体经济に悪影響が出るうえ世論や政治の反発が高まり、さらなるマイナス金利の拡大は難しくなる（打ち止め感が出てしまう）。

また、マイナス金利が銀行の株価押し下げに働くことも、円安の勢いを削ぐ要因になっている。リスク回避通貨である円は、株価が上がればリスク選好によって売られやすくなる傾向があるのだが、今回の決定後は、銀行株が大きく下落し、日



本株上昇の重石となった。

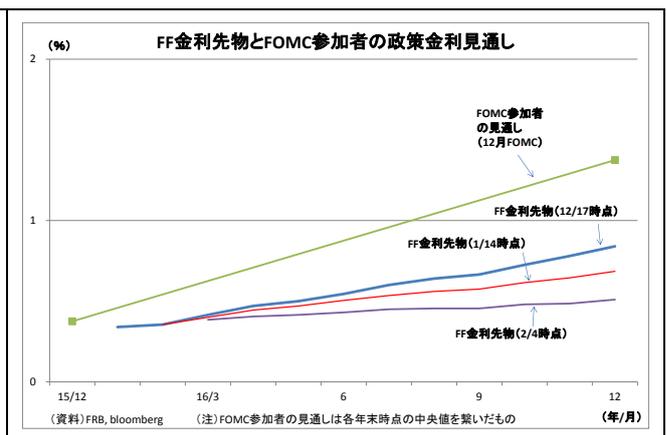
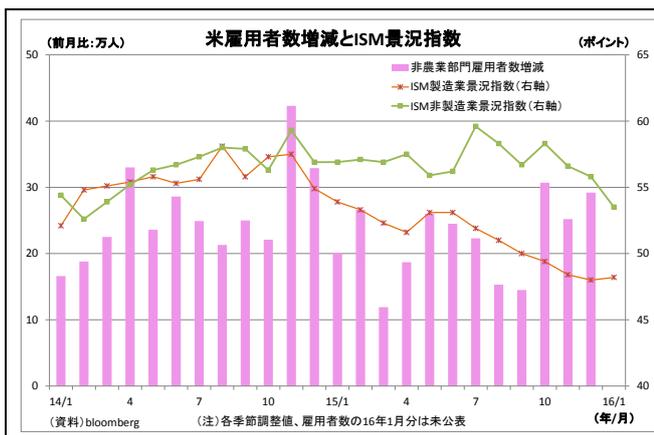
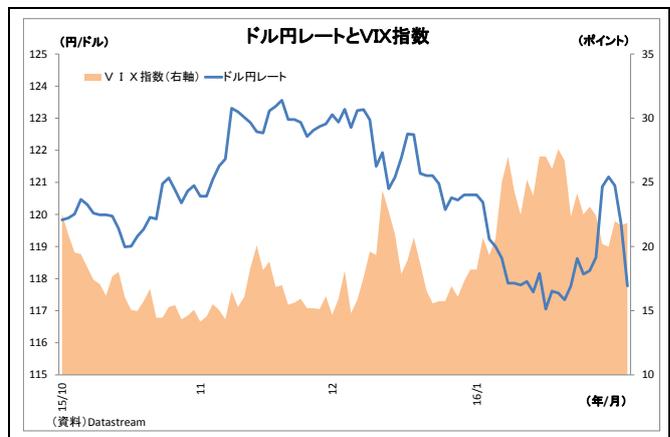
さらに、マイナス金利が異次元緩和の円滑な運営自体に悪影響を与える可能性もある。これまでは銀行が日銀の国債買入に応じた後、日銀当座預金に積んでおけば 0.1%の金利収入を得ることが出来たが、これからは少なくとも 0.0%、下手をすれば▲0.1%のマイナス金利が適用されてしまう<sup>1</sup>。収益悪化を危惧した銀行が日銀の買入に応じなくなり、マネタリーベースの積み上げが順調に進まなくなるリスクがある。この場合は日銀の金融政策に対する信認が低下するだろう。

これらマイナス金利がもたらす副作用への懸念が高まっていることが、マイナス金利が円安材料として従来の緩和策ほど評価されない要因になっていると考えられる。

### (円安が進まなかった理由②)：吹き荒れる海外発の逆風

マイナス金利が円安に繋がっていない理由はまだある。それは海外発の逆風があまりに強いことだ。

一つは世界的なリスク回避地合いだ。年初から中国不安や原油価格下落への警戒が強まり、市場が一気にリスク回避に傾いた。最近では中国不安、原油価格ともにやや落ち着きを見せているが、根本的な解決に至ったわけではないため、警戒感は続いている。米国株式市場の警戒感を示す VIX 指数 (別名、恐怖指数) は、平時であれば 15 以下なのだが、年明け以降はこれを大きく上回っており、現在も 20 を超えている。リスク回避局面では高金利通貨の金利が低下することで円の相対的な魅力が高まるため、円が買われやすくなる。また、リスク回避局面では、円キャリー取引 (低金利の円を売り、高金利通貨を買うことで利鞘を稼ぐもの) の解消に伴う円買いが入ることも円高圧力になる。



そして、もう一つの海外発逆風はドル安圧力の急速な高まりだ。最近の米経済指標は雇用こそ強いが、その他は冴えないものが目立っている。今月発表された ISM 景況指数も、製造業が 4 ヶ月連続の 50 割れ、これまで堅調であった非製造業も直近で大きく低下している。NY 連銀のダドリー総裁など FRB 高官から利上げに消極的とも取れる発言が増えていることも相まって、市場の追加利上げ観測は後退の一

<sup>1</sup> 日銀がマクロ加算額を設定することによって 0.0%と▲0.1%の金額が決まる

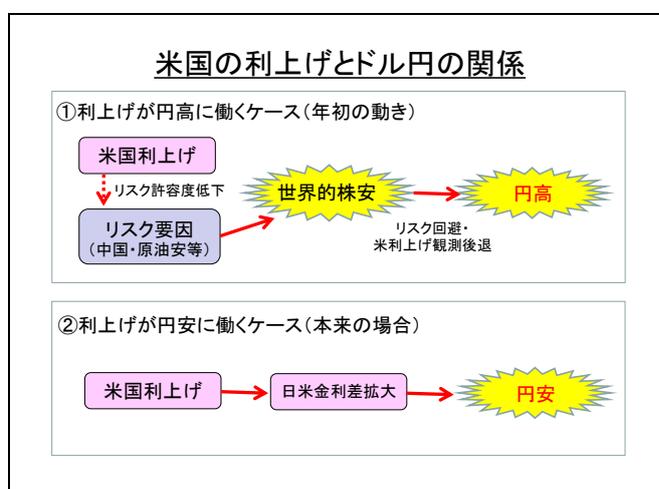
途を辿っている。12月のFRBメンバーの見通しでは、今年4回の利上げが示唆されているが、現在、先物市場が織り込む利上げは年1回にも達していない。目先3月の利上げ予想確率もわずか10%だ。この追加利上げ観測の後退がドル安圧力となって、円高ドル安が加速した。

つまり、マイナス金利導入後、円安が進まずむしろ円高ぎみになっているのは、①マイナス金利の円安効果が従来ほどではないうえ、②海外発の円高（リスク回避）・ドル安（追加利上げ期待後退）圧力が高まったためとみられる。

### （円安の条件と今後の展開）

今後のドル円為替相場を考えるうえで重要になるのは、「一体どういう条件が揃ったら円安ドル高になるのか？」という点だ。筆者が考える条件は、「日米金融政策の方向性の違いが意識されて日米金利差が拡大すること」、さらに「市場がリスク回避地合いにならないこと」だ。両者が揃ってはじめて円安ドル高基調に乗る。

現在のところ、中国経済の減速や原油安が世界的な危機に発展する可能性は低いと見られ、いずれリスク回避地合いは後退すると見ている。金融政策に関しても、米国はそれなりに堅調な景気のもとで時期を計って段階的な利上げを実施していく一方で、日銀は年内に再び追加緩和に踏み切らざるを得ないと思われるため、日米金融政策の違いも次第に鮮明化するはずだ。そうなることで条件が揃い、円安ドル高の流れが復活すると見ている。



ただし、その時期はしばらく先となり、120円台の回復は少なくとも3月FOMC（利上げ見送りと予想）が開催される3月中旬以降になると予想している。それまでは円高リスクに注意が必要な状況が続く。理由は、中国不安や原油安への警戒がまだ続くと思われるためだ。また、こうした状況においては、米利上げが市場のリスク回避地合いに繋がりがやすい。米利上げによって市場参加者のリスク許容度が低下するためだ。年初からのリスク回避局面も、12月の米利上げに伴ってリスク許容度が低下していたところに、中国不安や原油安というリスク要因への警戒が高まり共鳴したとみられる。従って、今後もリスク要因に改善がみられないうちに米利上げ観測が高まると、円安ではなくリスク回避の円高が発生しやすい点には注意が必要だ。

## 2. 日銀金融政策(1月)： マイナス金利導入を決定

### (日銀) 追加緩和(マイナス金利の導入を決定)

日銀は1月28～29日に開催した金融政策決定会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。金融機関が保有する日銀当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する<sup>2</sup>。マネタリーベースの増加ペース(年間約80兆円)や資産買入れペースは変更なし。マイナス金利導入に関しては、賛成5名に対し、反対4名と票が真っ二つに割れた。

声明文では、従来同様、景気は「緩やかな回復を続けている」、物価の基調は「着実に高まっている」としつつも、原油安や金融市場の世界的な不安定な動きによって、「企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している」ため、リスクの顕在化を防ぐためにマイナス金利を導入に至ったと、今回の経緯を説明している。

同時に公表された展望レポートでは、16年度の消費者物価上昇率(生鮮食品除く)を大きく下方修正(前回10月時点1.4%→0.8%へ)。これに伴って2%程度の物価上昇の達成時期を従来の「16年度後半頃」から「17年度前半頃」へと後ろ倒しした。物価目標の後ろ倒しは原油価格下落によるものとのことだが、直近1年で既に3回目となる。また、17年度前半頃に達成とのことだが、17年4月の消費税率再引き上げを前提としている。消費税率引き上げ直後で景気の逆風が強まる中で2%達成というのは非現実的だ。実際、政策委員の物価に関するリスク評価を見ても、17年度にかけて「下振れリスクが大きい」とする見方が多い。

展望レポート(16年1月) 政策委員の大勢見通し(中央値)				展望レポート(16年1月) 政策委員のリスク評価(コアCPI) (名)				
		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)			上振れ リスク大	概ね バランス	下振れ リスク大
15年度	今回	1.1% ↓	0.1%	15年度	今回	0	7	2
	前回	1.2% ↓	0.1% ↓		前回	0	6	3
16年度	今回	1.5% ↑	0.8% ↓	16年度	今回	1	6	2
	前回	1.4% ↓	1.4% ↓		前回	1	4	4
17年度	今回	0.3%	1.8%	17年度	今回	0	5	4
	前回	0.3% ↑	1.8%		前回	0	4	5

(注) 前は15年10月時点、矢印は前回からの変更部  
コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く  
(資料) 日本銀行

(注) 前は15年10月時点  
コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く  
(資料) 日本銀行

会合後の総裁会見では、黒田総裁がマイナス金利導入に至った経緯(上記)を改めて説明。さらに、量的拡大ではなくマイナス金利という選択肢を取った理由については、「量的拡大が限界に達したということでは全くない」、「従来の量的・質的金融緩和に金利面での緩和オプションを追加して、「量」・「質」・「金利」といった3つの次元で緩和手段を駆使することによって金融緩和を進める」と、その意味合いを説明。具体的な効果として、①イールドカーブの押し下げに伴う実質金利押し下げによる消費や投資へのプラス効果と、②ポートフォリオ・リバランス効果を挙げた。一方、金融機関の収益悪化とそれに伴う金融仲介機能を損なうリスクについては、(マイナス金利を一部に留める)階層構造にしたことで、「大きな影響が出るとは思っていない」ものの、「短期的には金融機関の収益に影響を与えることは避けられない」と述べた。なお、18日の国会答弁までマイナス

<sup>2</sup> 具体的には、当座預金を3つの階層構造に分割し、それぞれ、プラス金利・ゼロ金利・マイナス金利を適用

金利に否定的な発言をしていたにもかかわらず、直後に導入した理由については、「先週（18日の週）末ダボス会議に向かう前に事務方に追加緩和のオプション検討を指示し、本日の決定会合において討議を行って決定した」と答えた。

今後については、「量」・「質」・「金利」と3つの次元のオプションがあるので、引き続き必要になれば躊躇なくそういったものを活用する」と再三にわたって言及し、追加緩和の可能性を示唆。市場の期待を繋ぐことに注力した。

今回のマイナス金利導入という判断自体に対しては、概ね妥当と評価している。原油安で物価が低迷シインフレ期待が後退する中、さらに市場が事前にある程度追加緩和を織り込む中でゼロ回答となれば、現状よりも大幅な円高・株安反応が出ていただろう。緩和手段についても、量的緩和の規模拡大は継続可能期間の短期化に直結することで、かえって緩和の限界が意識される恐れが大きかっただけに、さらなる引き下げが可能な付利のマイナス化に進んだという点は理解できる。

ただし、歴史の浅いマイナス金利は効果とリスクに未知数な部分が多いため、影響を注視する必要がある。それ以前の問題として、異次元緩和の目標自体が高すぎ、日銀がリスクの高い方へと追い詰められていっている印象を受ける。また、総裁は「マイナス金利は検討していない」と発言していた件についても、君子豹変なのかもしれないが、市場との対話にはまたも大きな問題を残したと言えるだろう。市場参加者にとって、黒田総裁の発言を真に受けることのリスクが高いことを今回の事例は再確認させた。金融政策を巡る市場の観測は、今後不安定化しやすくなったと考えられる。日銀にとっても期待への働きかけが難しくなったと言えるだろう。

### 3. 金融市場(1月)の動きと当面の予想

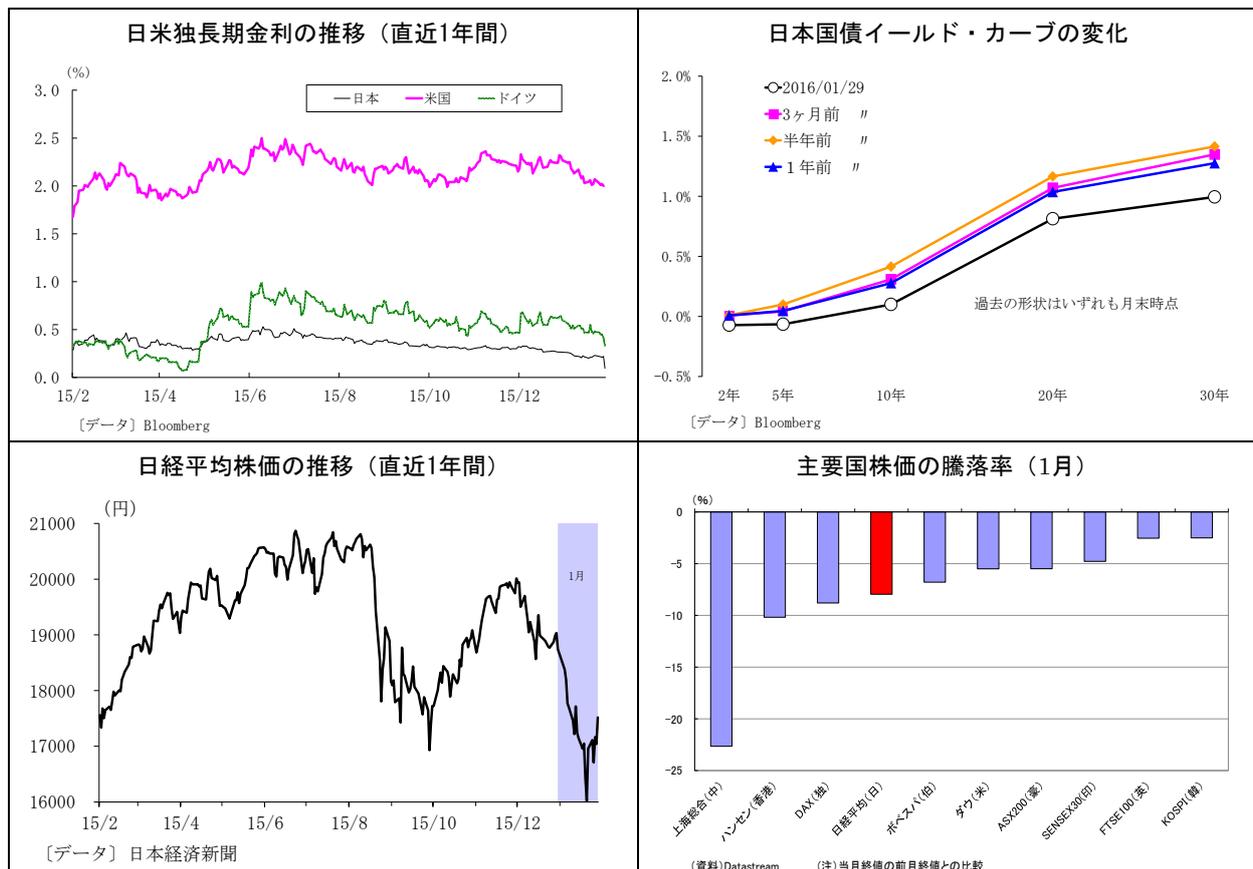
#### (10年国債利回り)

**1月の動き** 月初0.2%台後半からスタートし、月末は0.1%に。

月初から中国不安・原油安の再発を受けた安全資産需要で金利が低下、7日には0.2%台前半に。その後もリスク回避が収まらず、18日には0.2%を付ける。その後は高値警戒感からやや戻したものの、0.2%台前半での低迷が継続。月末には、日銀のマイナス金利導入決定を受けて金利が急低下し、過去最低を大きく更新、0.1%で終了した。

#### 当面の予想

マイナス金利決定を受けて今月に入ってさらに金利低下が進み、足元は0.0%台前半で推移している。実際にマイナス金利が適用されるのは今月16日からであり、その影響を巡って、しばらく適正水準を探る不安定な動きが続くそう。市場のリスク回避姿勢は続きそうなこと、追加利上げ期待に伴う米金利上昇はしばらく見込めなさそうなこと、今後も日銀のマイナス金利拡大の可能性が意識されやすいことから、金利の上昇トレンドは見込めない。高値警戒感からの反動による多少の水準調整は起こり得るとしても、極めて低位での推移が続くだろう。



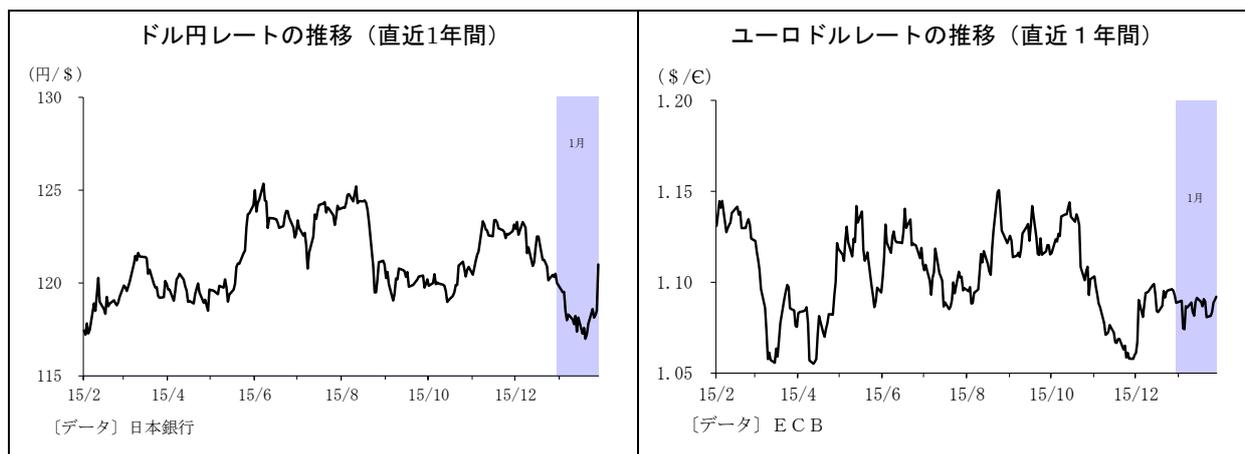
## （ドル円レート）

**1月の動き** 月初119円台半ばからスタートし、月末は121円に。

月初から投資家のリスク回避姿勢が強まり、リスク回避の円買いが発生、6日には118円台半ば、7日には118円へ。さらに12日には117円台後半を付ける。その後、中国不安や原油安の一服に伴ってドル円も一旦下げ止まったが、すぐに中国不安等が再発し、20日には117円に円高が進行。その後、ECBが3月の追加緩和を示唆したことでリスク回避が後退し、25日には118円台を回復。さらに月末には日銀がマイナス金利導入を決定したことで円が売られ、121円で着地した。

## 当面の予想

今月に入り、原油安に伴うリスク回避の円買いと、米経済指標悪化等に伴うドル売りから円高が進み、足元は116円台後半にある。日銀追加緩和に伴う円安が完全にリセットされた形に。リスク回避地合いはしばらく燻ると予想されるほか、米国の経済指標にも不振なものが目立ち、当面、ドル円の上値が重い展開が続きそうだ。目先の焦点は今夜の米雇用統計となる。堅調な結果となればドルがやや持ち直すと予想されるが、弱い結果が示されると116円台に突入も。また、強すぎる結果が出た場合も利上げ観測の高まりがかえってリスク回避姿勢を強め、円高反応が出る可能性がある点には要注意。その後は来週10日のイエレンFRB議長会見へと市場の注目が移る。



## (ユーロドルレート)

**1月の動き** 月初1.09ドルからスタートし、月末は1.09ドル前半に。

月初、ユーロ圏の物価指標が弱い結果となったことで5日にユーロが急落、1.07ドル台半ばへ。その後、リスク回避で低金利通貨であるユーロに買い戻しが入り、7日には1.08ドル台後半を回復。以降、1.08ドル台後半から1.09ドル台前半を中心とする一進一退の展開が継続。ECB理事会で3月の追加緩和が示唆されたことで、23日には1.08ドル台前半に下落したが、FOMCを前にユーロ売りを手仕舞う動きから、27日には1.08ドル台後半に戻る。以後はFOMCでの景気認識の下方修正を受けてややドルが売られ、月末は1.09ドル台前半で終了した。

### 当面の予想

今月に入り、リスク回避のユーロ買いと米経済指標悪化に伴うドル売りでユーロドルは上昇し、足元は1.11ドル台後半に上昇している。目先はドル円同様、本日の雇用統計が焦点となるが、基本的に今後ともリスク回避地合いが熾り、またドル高の勢いが限られるため、ユーロドルは当面高止まりが予想される。ただし、ECBは3月の追加緩和を示唆しているだけに、3月上旬が近づくにつれて市場でECBの緩和が今よりも意識されるようになり、ユーロが弱含む可能性が高い。

金利・為替予測表(2016年2月5日現在)

		2015年	2016年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2
アメリカ	FFレート (期末)	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25
	10年金利 (平均)	2.2	2.0	2.3	2.7	2.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
ドル円	(平均)	121	119	122	124	126
ユーロドル	(平均)	1.10	1.09	1.07	1.05	1.05
ユーロ円	(平均)	133	130	131	130	132

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。