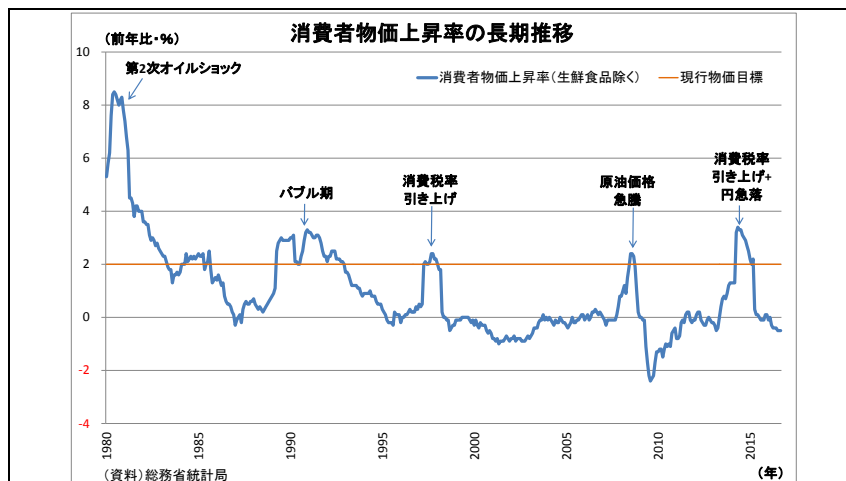


Weekly エコノミスト・ レター

日銀の苦境はまだまだ続く ～金融市場の動き（11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. **（トピック）** 日銀は9月の枠組み変更で長期戦に対応できる体制を整えた。やみくもに金融緩和を強化していくのではなく、適切なイールドカーブを実現することによって、物価目標達成を待つという道筋を描いている。逆に言えば、これまでのように日銀が主体的に動いて、物価目標達成を目指すことがもはや困難になったため、金融緩和を続けながら追い風を待つしかなくなったと言える。今月の決定会合でも、追加緩和はあっさりで見送り、先行きの追加緩和を強く示唆することも無かった。そうした中で、今後の注目点としては、「長期金利の制御をうまく続けられるか?」、「国債買入れの減額はいつからか?その際に市場の過剰反応を抑えられるか?」、「追加緩和はあるか?」という点が挙げられる。そもそも、2%という物価目標はわが国にとって非常に高いハードルだ。1980年以降で2%を超えていたのは限られた期間であり、しかも原油価格の急騰やバブルなど特殊要因が働いていた時期ばかりだ。2%の達成には少なくとも数年はかかる可能性が高い。物価目標を達成できない状況が今後延々と続くことが見込まれる中、日銀は長期金利をうまく制御し続けなければならないほか、国債買入れも市場の混乱を招くことなく減額していかなければならない。また、必要と判断されるタイミングでは、限りある追加緩和を適切に実施することも求められる。物価目標達成時期の後ろ倒しは今後相次ぐと見込まれるが、いかに失望や批判を回避し、市場や人々の期待を繋ぎ続けるかという点も課題となる。日銀の苦境はまだまだ続きそうだ。
2. **（金融市場）** 10月は円安ドル高が進行、長期金利は横ばいであった。今後は、米大統領選の結果や米国の12月利上げ観測から円安ドル高が進行すると予想。一方、長期金利は引き続き横ばい圏での推移が続くだろう。



1. トピック：日銀の苦境はまだまだ続く

日銀は10月31日～11月1日に開催された金融政策決定会合において物価目標の達成時期を「2018年度頃」へと大幅に後ろ倒しした。また、黒田総裁は会見において「デフレマインドの払拭は簡単ではない」とその困難さを認め、物価目標達成については自身の任期中（2018年4月まで）にこだわらない姿勢を示した（決定会合についての詳細はP4ご参照）。

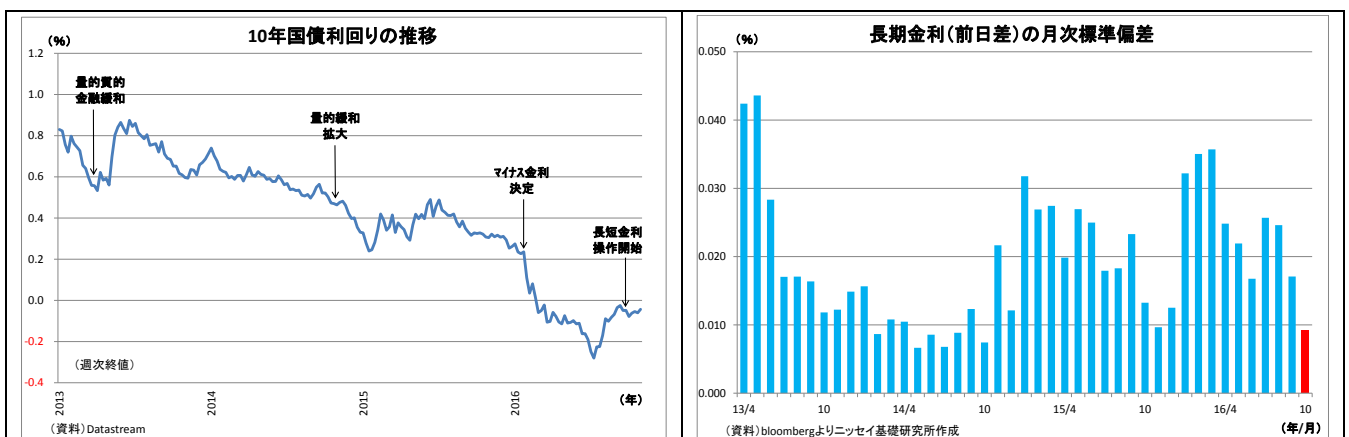
日銀は9月の決定会合において、「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）」を導入したが、これによって、限界の見え始めている（国債買入れ）「量」を重視する政策から、技術上は継続期間に限界のない「金利」を重視する政策へと実質的に転換し、長期戦に対応できる体制を整えた。やみくもに金融緩和を強化していくのではなく、適切なイールドカーブ（利回り曲線）を実現することによって、物価目標達成を待つという道筋を描いている。逆に言えば、マイナス金利導入以降、金利低下の副作用が目立ったことから、これまでのように日銀が主体的に動いて市場や期待に働きかけ、物価目標達成を目指すことがもはや困難になったため、金融緩和を続けながら追い風を待つしかなくなったと言える。今回の会合でも、「予想物価上昇率が弱含んでいる」ことや、「物価目標に向けたモメンタム（勢い）が幾分弱まっている」ことを自ら指摘しつつも、追加緩和はあっさりで見送り、先行きの追加緩和を強く示唆することも無かった。

日銀は今後も容易には動かず、限りある追加緩和手段を出来るだけ温存する可能性が高い。従来と比べて政策変更が期待しづらくなった分、市場の注目度や市場への影響度は低下したと考えられるが、そうした中でも今後注目すべき点はいくつか存在している。

（今後の注目点）

①長期金利の制御をうまく続けられるか？

まず、一つ目の注目点は「長期金利の制御をうまく続けられるか？」という点だ。9月下旬に導入された長短金利操作で、長期金利の誘導目標を「ゼロ%程度」と設定してから1カ月余りが経過したが、この間の長期金利は▲0.0%台半ば～後半で極めて安定した推移を辿っている。長期金利の日々の変動について標準偏差（データのばらつきを示す値）を計算すると、10月は極めて変動が少なかったことがわかる。9月末には、設定された「ゼロ%程度」の下限を探るような動きが出たが、▲0.1%に接近した局面において日銀が長期ゾーンの国債買入れオペ減額を通知したことで、下限は▲0.1%付近とのコンセンサスが市場で形成された。一方で、長期金利がゼロ%に近づくと割安感から買いが入るため、上限を探る動きはまだ出ていない。黒田総裁は、長短金利操作について、「マーケットに非常に円滑に受け入れられている」と述べ、イールドカーブの水準についても「特に違和感はない」と評価しているこ



とから、これまでのところは、日銀としてもうまく長期金利を制御できていると認識しているようだ。

ただし、長短金利操作が始まって以降の市場環境が比較的落ち着いていたことも考慮に入れなければならぬ。この間は、世界的な金融市場の混乱はみられず、米長期金利こそやや上昇したが大幅な変動が生じたわけでもない。言わば「平時の状況」であった。

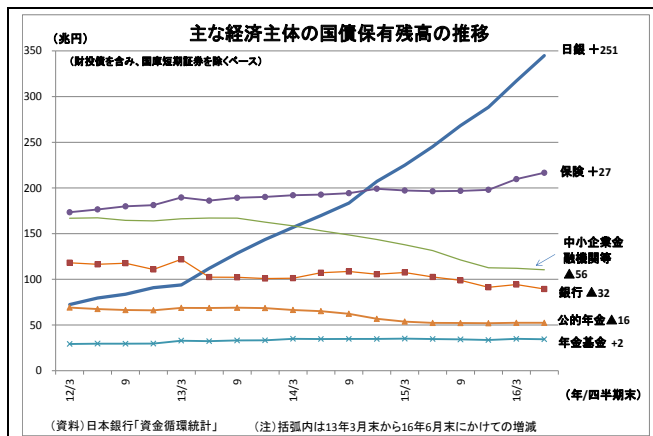
今後、海外発もしくは日銀に対する思惑などから金利に大きな変動圧力がかかった際に、日銀が口先介入や国債買入れ額の調整、指値オペを駆使することで長期金利の安定を保てるのかが注目される。

②国債買入れの減額はいつからか？その際に市場の過剰反応を抑えられるか？

そして、二つ目の注目点は「国債買入れの減額はいつから始まるか？」という点だ。現在は「年間約 80 兆円増」のペースで買入れているが、あと 1～2 年（すなわち 2017～18 年）には現行ペースでは買えなくなるとの見方が多い。資産運用上、日銀の国債買入れに消極的な業態があるほか、これまで積極的に応じてきた銀行などでも一定量は金融取引の担保として国債が必要であるためだ。

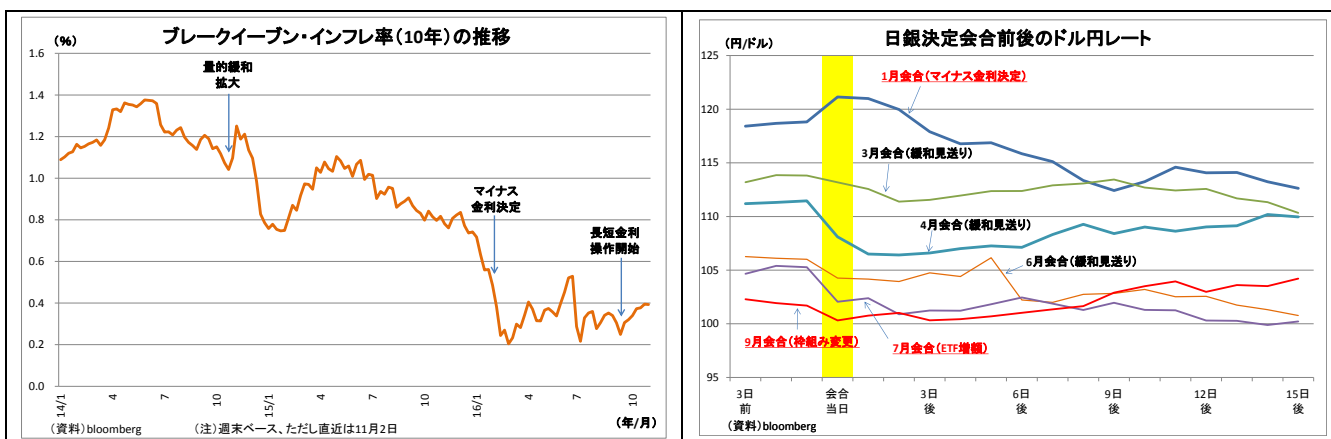
従って、遠からず日銀は国債買入れペースの減額に動かざるを得ないとみられるが、「いつから？」どの程度の規模で？」減額を実施するのが焦点となる。

また、従来、日銀自身が買入れ規模を金融緩和の強弱の指針として利用してきたこともあり、減額した場合は、市場がテーパリングや金融緩和の後退とみなす恐れがある。そうなれば、円高・株安・金利上昇を招きかねないだけに、日銀には細心の注意が求められる。



③追加緩和はあるか？

三つ目の注目点はやはり「追加緩和はあるか？」という点になる。基本的には前述したとおり、既に追加緩和の手段が限られていることもあり、日銀は今後も容易には追加緩和に動かないとみられる。日銀は、今後の追加緩和手段として、「マイナス金利の拡大」、「長期金利操作目標の引き下げ」、「資産買入れの拡大」、「マネタリーベース拡大ペースの加速」の4つを挙げているが、長期金利を引き下げることは、過度の副作用を回避すべく長短金利操作を導入した主旨に反する面がある。また、資産買入れの拡大とマネタリーベース拡大ペースの加速はほぼ同義だが、国債買入れの限界が見え始めている中で、大規模に購入できる別の資産は見当たらず、難しいだろう。

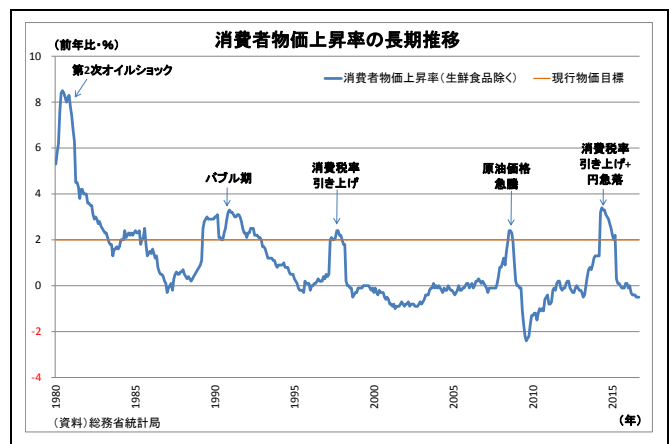


従って、現実的な選択肢はマイナス金利の拡大となるが、拡大には限度があるうえ、金融機能などへの副作用への警戒もあり、緩和効果（インフレ期待への働きかけ、円安誘導、投資促進など）は期待できない。マイナス金利導入後に、期待インフレ率が低下し、円安も進まなかったという苦い経験もある。

このため、日銀としては出来る限り現状維持を続けるとみられるが、他に緩和の選択肢がない以上、マイナス金利拡大に踏み切る可能性もある。具体的には、潜在成長率低下等により中立金利が低下した場合や、急激な円高が進むなど金融市場が混乱した場合が挙げられる。この際は何らかの対処を迫られ、マイナス金利を拡大する可能性がある（ただし、効果は期待できない）。また、上記の国債買入れ減額のタイミングで、国債買入れ減額に伴う金融緩和の後退色を打ち消すために、マイナス金利の拡大を同時に実施する可能性もある。

（日銀の苦境はまだまだ続く）

そもそも、2%という物価目標はわが国にとって非常に高いハードルだ。1980年以降の物価上昇率の長期推移を見ても、2%を超えていたのは限られた期間であり、しかも原油価格の急騰やバブル経済など特殊要因が働いていた時期ばかりだ。2018年度頃の2%達成は困難であり、少なくとも数年（弊社中期経済見通し<Weeklyエコノミスト・レター 2016-10-14>では2023年度と想定）はかかる可能性が高いうえ、2%を安定的に維持することに至っては現実性に乏しい。



物価目標を達成できない状況が今後延々と続くことが見込まれる中、日銀は長期金利をうまく制御し続けなければならないほか、国債買入れも市場の混乱を招くことなく減額していかなければならない。また、必要と判断されるタイミングでは、限りある追加緩和を適切に実施することも求められる。物価目標達成時期の後ろ倒しは今後も相次ぐと見込まれるが、いかに失望や批判を回避し、市場や人々の期待を繋ぎ続けるかという点も課題となる。金融緩和を長く続けるほど、出口戦略の難易度が上がっていくという問題もある。日銀の苦境はまだまだ続きそうだ。

2. 日銀金融政策(11月)：物価目標達成時期をまたも後ろ倒し

（日銀）現状維持

日銀は10月31日～11月1日に開催された金融政策決定会合において、金融政策を維持した。具体的には、①長短金利操作（マイナス金利▲0.1%、10年国債利回りゼロ%程度）、②資産買入れ方針（長期国債買入れ年間80兆円増、ETF買入れ年間6兆円増など）を従来同様とした。①、②ともに佐藤委員・木内委員が反対したが、賛成多数で議決した（賛成7反対2）。

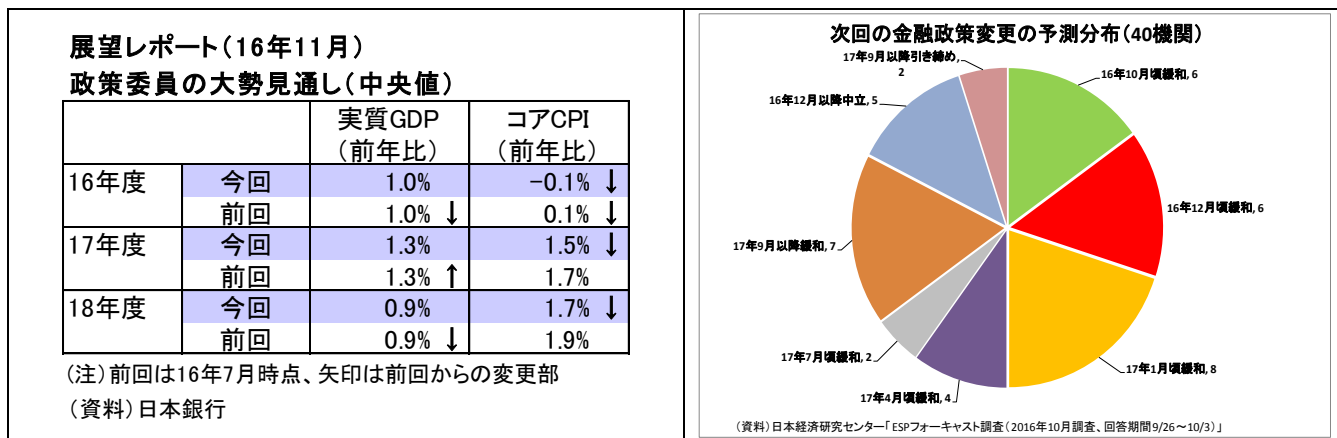
声明文と同時に公表された展望レポート（2016年度～18年度）では、実質GDP成長率を前回7月から据え置いた一方、物価上昇率については各年度ともに下方修正し、物価目標の達成期限を従来の「2017年度中」から「2018年度頃」へと後ろ倒しした。後ろ倒しは、黒田総裁就任以来5度目となる。物価目標に向けたモメンタム（勢い）が前回から「幾分弱まっており、今後、注意深く点検する必要がある」と指摘している。

総裁会見では、今回、物価目標を後ろ倒ししたことで、黒田総裁の任期中（2018年4月まで）の達成が困難となった点についての受け止めに問う質問が相次いだ。黒田総裁は、「物価上昇率が先行きどうなるかということと私自身の任期の間には特別な関係はない」、「日銀としては、2%目標を出来るだけ早期に実現するさせるために適切な政策を決定し、実行していくことに尽きる」としつつも、「2年で（2%を）実現できなかったことは残念だ」と、その心中を明らかにした。2%未達の理由については、前回の総括的な検証の内容を踏襲する形で、日銀の金融緩和は効果を発揮したものの、原油安や新興国減速が人々の適格的期待に作用し、物価を抑制したとの見方を示し、「欧米の中央銀行も物価見通しを後ずれさせている」と言及した。

また、日本のデフレマインドは「そう簡単に払拭できない」と認めたとうえで、「物価安定の責務は基本的に中央銀行にあることに変わりはない」としつつも、「物価が単に上がるだけでなく、経済が持続的に適切な成長をするためには、財政政策や構造改革が必要」と、従来よりも一歩政府の役割の重要性に踏み込んだ。

なお、9月に移行した新しい金融政策の枠組みに関しては、「マーケットに非常に円滑に受け入れられており、比較的順調にきている」と評価し、現在のイールドカーブについても、「特に違和感はない」と、日銀の誘導範囲内に収まっていることを示唆した。

今後は、追加緩和を温存しつつ、様子見を続けると予想。少なくとも今年度内は現状の金融政策を維持すると見ている。



3. 金融市場(10月)の動きと当面の予想

(10年国債利回り)

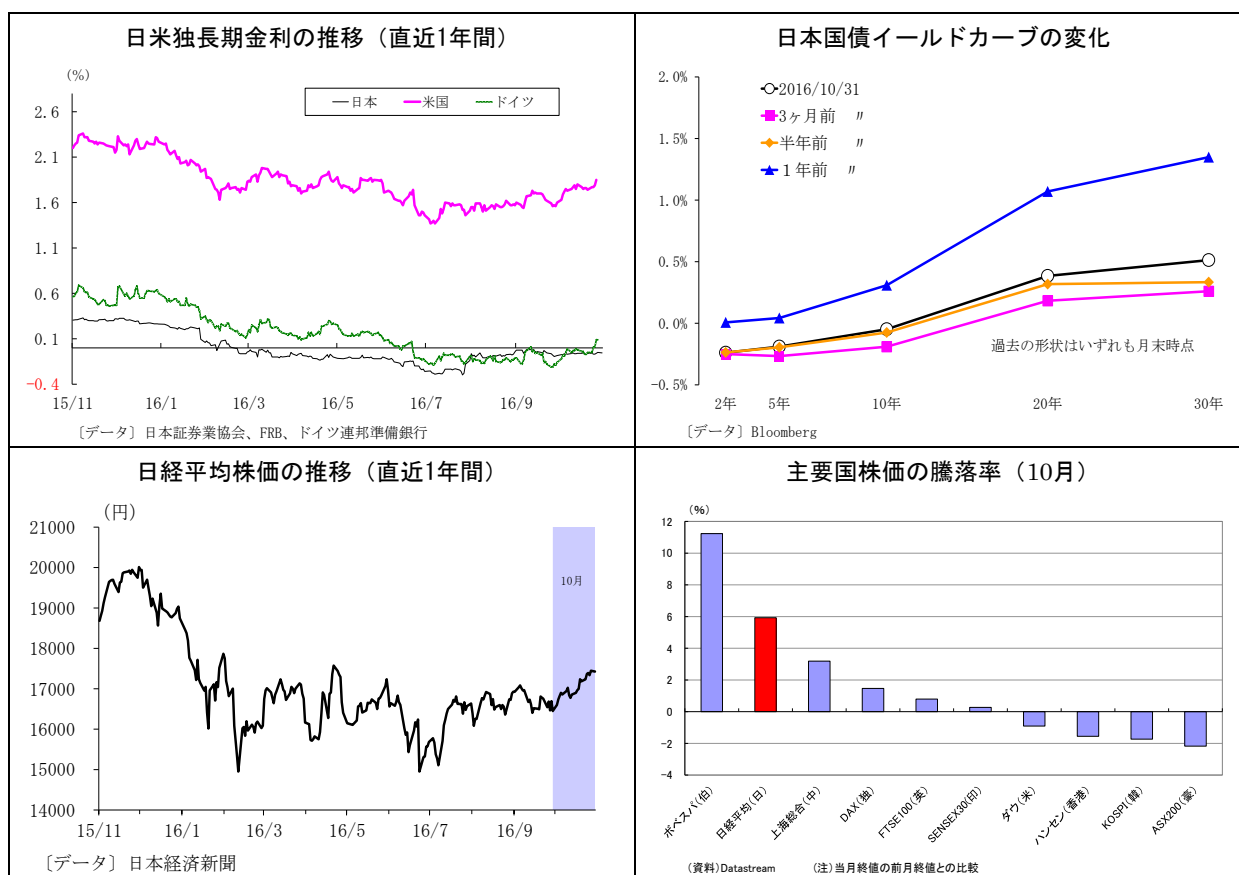
10月の動き 月初▲0.0%台後半からスタートし、月末も▲0.0%台後半に。

日銀が長期国債の買入れ減額に動いたこととECBテーパリング観測などから海外金利が上昇したことを受けてやや上昇したが小動きに留まり、長期にわたって▲0.0%台後半での膠着した推移が継続。28日に黒田日銀総裁の超長期金利上昇を促すかのような発言を受けて一旦▲0.0%台半ばとなったが、月末も▲0.0%台後半で終了。

当面の予想

日銀の枠組み変更以降、債券市場は値動きが極めて乏しい展開が続いている。長期金利が▲0.1%に接

近する局面で日銀が長期国債買入れの減額を行ったことで、下限は▲0.1%付近とのコンセンサスが市場で形成されている。一方で、0%に接近すると、最近の水準と比べた割安感から投資家の買いが強まる。今後も、▲0.0%台半ば～後半での膠着した推移が続くと予想される。



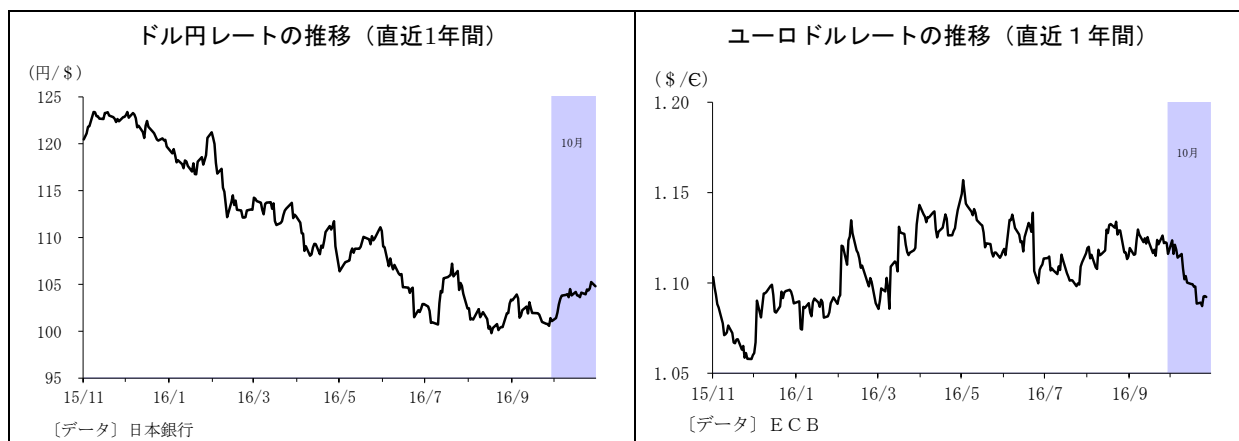
（ドル円レート）

10月の動き 月初 101 円台前半からスタートし、月末は 104 円台後半に。

月初、欧州金融システム不安の後退、好調な米経済指標を背景とする 12 月利上げ観測の台頭からドル高基調となり、6 日には 103 円を突破。原油価格上昇によるリスク選好の円売りも相まって、11 日には 104 円に。その後は利益確定に伴うドル売りが発生し、上値が重くなったが、概ね堅調な米経済指標を背景とする利上げ観測を下支えに、104 円を挟んだ展開が継続。28 日には米 GDP 改善への期待から 105 円台に乗せたが、月末には、クリントン大統領候補のメール問題再発に伴うドル売りが入り、104 円台後半で終了した。

当面の予想

今月に入って、トランプ大統領候補の支持率追い上げの報道を受けてドルが売られ、足元では 102 円台後半で推移している。ただし、今後は円安ドル高に向かうことが予想される。8 日の米大統領選でクリントン氏が勝利することで先行き不透明感が払拭され、リスク選好の円売りが入るほか、堅調な米経済指標のもとで 12 月利上げがいよいよ確実視されてくるためだ。12 月上旬にかけて最大で 107 円まで円安が進む余地があると見ている。一方、本日の米雇用統計が極めて低調な結果となった場合や、米大統領選でトランプ氏が勝利した場合はさらなる円高へ。特に後者の場合は 100 円を一気に割り込むだろう。



(ユーロドルレート)

10月の動き 月初1.12ドル台前半からスタートし、月末は1.09ドル台後半に。

月初、好調な米経済指標に伴うドル高と、一部報道に端を発する ECB テーパリング観測に伴うユーロ高圧力が交錯し、1.11ドル台後半ば～1.12ドル台半ばでの方向感の無い動きに。その後、米利上げ観測が高まったことで、ドル高基調となり、17日には1.09ドル台後半に下落。さらに、ECB理事会後の21日には、量的緩和の延長観測が強まったことで1.08ドル台後半に下落した。一方、終盤は持ち高調整的なユーロの買戻しやクリントン大統領候補のメール問題再発に伴うドル売りが入り、月末は1.09ドル台後半で着地。

当面の予想

今月に入って、トランプ大統領候補の支持率追い上げの報道を受けてドルが売られたほか、ハード・ブレグジット懸念後退を受けて、足元では1.11ドル付近に上昇している。ただし、今後はドル円同様、12月の米利上げがほぼ確実視されてくることから、ユーロ安ドル高に向かうだろう。なお、ECBは12月の理事会において量的緩和の期限延長を決定すると予想されるが、金融緩和の拡大ではなく、また市場では大方織り込み済みであるため、影響は限定的と考えている。

金利・為替予測表 (2016年11月4日現在)

		2016年		2017年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
アメリカ	FFレート (期末)	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
	10年金利 (平均)	1.6	1.9	2.1	2.3	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2
ドル円	(平均)	102	104	104	106	106
ユーロドル	(平均)	1.12	1.10	1.09	1.08	1.07
ユーロ円	(平均)	114	114	113	114	113

(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。