

みずほマーケット・トピック(2014年1月23日)

日銀金融政策決定会合を終えて～CPI ピークアウトへの布石～

昨日開催された日銀金融政策決定会合は政策方針の現状維持を全員一致で決定した。概ね無風の会合となったが、声明文の物価見通し表現からは来るべき CPI ピークアウトへの布石も見られている。アベノミクス一点買いで円を売って、日本株を買ってきた海外勢が多いであろうことを前提とすれば、CPI ピークアウトを「如何に事件にさせないか」は重要な課題であり、市場期待の軟着陸に着手し始めたと考えられる。日銀は秋以降の CPI 加速を想定するが、これを実現するにはどうしても円相場の続落が必要。黒田総裁は「為替の特定の水準や円安を狙っているものではない」と述べているが、幅広い財で輸入浸透度が上昇している現状を踏まえれば、物価の「特定の水準」のために円安は必要。しかし、賃金上昇にフォローされない物価上昇をいつまで世論が許すのかは定かではない。やはり鍵は最低でも CPI に匹敵する賃金の伸び。

～CPI ピークアウトを「如何に事件にさせないか」～

昨日開催された日銀金融政策決定会合は政策方針の現状維持を全員一致で決定した。また、併せて昨年10月末に公表された『経済・物価情勢の展望(展望レポート)』の中間評価も行われたが、生鮮食品を除く消費者物価(コアCPI)の前年比に関し、政策委員見通し(中央値)は2015年度まで据え置きとなった。概ね無風の決定となったと言えるが、従前まで見られていた「消費者物価の前年は、当面、プラス幅を拡大するとみら

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2013年度	2.5～2.9 <2.7>	0.7～0.9 <0.7>	
10月時点の見通し	2.6～3.0 2.7	0.6～1.0 0.7	
2014年度	0.9～1.5 <1.4>	2.9～3.6 <3.3>	0.9～1.6 <1.3>
10月時点の見通し	0.9～1.5 <1.5>	2.8～3.6 <3.3>	0.8～1.6 <1.3>
2015年度	1.2～1.8 <1.5>	1.7～2.9 <2.6>	1.0～2.2 <1.9>
10月時点の見通し	1.3～1.8 <1.5>	1.6～2.9 <2.6>	0.9～2.2 <1.9>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

れる」との表現が「消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」に変更されており、これは来るべき CPI ピークアウトへの布石と考えて良いだろう。黒田総裁は会見の席で「暫くの間」について半年程度と述べ、「14年度終わりから15年度にかけ物価目標達成の物価目標達成の可能性高い」とも述べていることから、夏までに CPI がピークアウトし、その後再加速するというのが日銀の青写真ということになりそうである。この修正に関し、日銀が弱気化したという声も見られるが、リスク要因の部分において「日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい」との文章が削除されていることなどを踏まえると、むしろ QQE はオントラックで極めて順調に進んでいるとの思惑がありそうである(声明文にも「概ね見通しに沿って推移すると見込まれる」とある)。

元より、2014年度のCPI見通しは前年比1.3%上昇(以下、単に伸び率だけを表記)であり、2015年に向かって一直線で物価が上がることは想定されていない。前年比で円安効果の「裏」が出る4～6月期・7～9月期に物価が小康を得ることは日銀の想定範囲内と考えられ、この部分は市場のコンセンサスとも一致するだろう。問題は夏以降に物価が加速することについて民間予測と隔たりのあることであり、この溝がどのように消化されていくかが、引き続きポイントとなりそうである。

本欄でも常々述べてきたように、円安&株高を正当化する物価情勢はインフレ以外に有り得ない。アベノミクス一点買いで円を売って、日本株を買ってきた海外勢が多いであろうことを前提とすれば、CPI ピークアウトを「如何に事件にさせないか」は重要な課題であり、その作業が始まったものと考えられる。

～早ければ7月、遅くとも10月には追加緩和？～

今後、市場では「どこまでCPIが落ちると日銀は緩和を考え始めるのか」が注目点になる。だが、日銀の胸中としてはCPIがピークアウトしても金融緩和をするつもりはない(したくない)だろう。「逐次緩和は異次元らしくない」という期待コントロールの問題もあるが、少なくとも2014年平均で1.3%前後という見通しが崩れない限り、一時的に0.5%前後になったとしても直ぐに緩和に至る道理はない。だが、1.5%を超えている今ですら慢性的に追加緩和を要請する声が燻ぶっており、CPIが現実にながって来たことに併せて株安が進めば、動かざるを得ないだろう。「追加緩和は無い」というのは日銀の道理だが、それを許さないというのが市場の雰囲気である。経験則に照らせば、株が続落するような市況で日銀が動かないとは思えない。筆者は早ければ7月、遅くとも10月には追加緩和があるのではないかと考えている。

～普通に考えればCPI続伸には円続落が必要～

普通に考えれば、今後のCPI続伸にも円続落が必要である。本欄2014年1月16日号『燃料だけではない「円安→輸入インフレ」の実態』でも述べたように、もはや円安による輸入インフレの影響は鉱物性燃料に限った話ではなく、耐久消費財全般にも影響が及んでいる。例えば、昨年11月CPIは1.5%となったが、これに対する寄与度を見ると食料の+0.5ポイントを筆頭に、電気代などが影響する光熱・水道が+0.4ポイント、ガソリン代などが影響する交通・通信が+0.3ポイントとなっているほか、その他も+0.3ポイントと無視できないくらい大きい。これは、国産で供給されていた通信機械や民生用電子機械において輸入品が増えており、円安の影響が滲み出ているためである。

要するに、商品市況に左右されそうな項目以外(電化製品など)でも物価が上がっているのは、決して賃金上昇を伴うムード好転に応じて、企業の価格設定が強気化しているわけではなく、それもまた円安要因なのである。4月以降は消費増税を控えた駆け込み需要の反動減も想定されることから、よほどの円安加速がない限り、CPIの続伸は難しいと思われる。日銀はそれが分かっている物価見通し表現を緩めたはずであり、市場期待の軟着陸という観点からは賢明な判断である。

では、秋以降に関して、日銀が想定しているCPI加速の背景は何なのかという話になる。上述の議論を踏まえれば、さらなる円安に自信を深めている可能性はあるし、潜在成長率以上の成長率が続くことで需給ギャップが縮小することを見込んでいるのかもしれない。恐らく、中央銀行として真っ当な発想は後者であり、この点が「需給ギャップなど簡単に埋まらない」と考えている民間予測と

の最大の相違点だろう。筆者もどちらかと言えばその考えに立っており、需給ギャップ縮小に応じたディマンドプル型インフレはあまり期待していない。但し、年後半に向けて緩やかに円安が続くと想定し(現時点の弊行見通しでは 110 円程度まで)、2014 年度の CPI が 1%付近に着地する可能性はあると考える。しかし、それはあくまで円安を通じたコストプッシュ型インフレであり、賃金が伸び悩む中で、世論がこれをいつまでも支持するとは思えない。CPI の継続的上昇は、案外、安倍政権の支持率を押し下げる要因にすり替わってくる可能性がある。

～強まる「物価における為替色」～

だが、前出の本欄でも述べたことだが、身の回りの幅広い財に円安の影響が及んでいるとすれば、結局、日銀の「物価安定目標」は「為替安定目標」である。以前よりも高くなったパススルー率(為替変動が輸出入価格を通して国内価格に与える変化率)を踏まえれば、金融政策は物価をコントロールするために、為替のコントロールが必要になる。それは金融政策が通貨政策に接近しているとも言える。その善し悪しは別として、「物価における為替色」が強くなっている現状は間違いないだろう。黒田総裁は「為替の特定の水準や円安を狙っているものではない」と述べているが、現実問題として物価の「特定の水準」のために円安は必要である。

これは日銀の金融政策を読む上で重要な論点である。輸入浸透度の上昇を背景に、幅広い財に通貨安による輸入インフレ効果が生じ易くなっているのだとすれば、2%を実現するためには意地でも円安にする必要がある。だが、しつこいようだが、そうした政策運営にいつまで民意が付いてくるかは分からない。やはり鍵は最低でも CPI に匹敵する賃金の伸びである。

以 上

国際為替部
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。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートを見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見直し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン連運総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見直し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見直しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に動きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内債性リスク資産、減少した外債性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそう新米国通貨は…～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECB/バランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半期国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～