

## みずほマーケット・トピック(2014年5月1日)

## 日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて

昨日の日銀金融政策決定会合は市場予想通り、現状維持を決定。注目された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」は1月時点の内容をほぼ踏襲するもので、今回から新たに加えられた2016年度見通しもあくまで現状路線の追認から導かれる水準に落ち着いた。なお、展望レポートは「いずれ輸出は戻るはず」というロジックを元に、底堅い成長を想定しており、この点が見方の分かれるところになりそう。概ね想定通りのシナリオを歩んでいる量的・質的緩和(QQE)後の日銀において、唯一見通しが外れたのが輸出であり、今後の攪乱項としては注目。レポートを見る限り、当面のCPIピークアウトは想定範囲内という整理であり、7月追加緩和の可能性はかなり小さいように感じられる。やはり勝負は今秋以降にCPIが伸び幅を拓けるかどうか。

## ～大量の材料も動かないドル/円～

昨日は日銀金融政策決定会合と展望レポート、FOMC、ユーロ圏4月消費者物価指数(HICP)、米1～3月期GDP(速報値)、米4月ADP雇用統計と大型の材料が相次いだ。ドル/円のボラティリティは引き続き低い。特に、米1～3月期GDPは市場予想の前期比年率1.2%増に対し同0.1%増と大きく下振れたが、大雪の影響という整理であり悲観視されていない。成長率への寄与度をみると在庫調整などが効いているが、2013年暦年の成長率において在庫投資の寄与度が大きかったことから、ある程度は想定された反動である。また、イースター要因の押し上げが期待された4月HICPが大して伸びなかったことを見るにつけ、ユーロ圏におけるデフインフレ懸念はやはり単なるユーロ高要因だけでは割り切れないものがあるように思われる。

## ～展望レポート:「2.1%」も現状追認に過ぎず～

昨日の日銀金融政策決定会合は市場予想通り、現状維持を決定した。また、注目された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」は1月時点の内容をほぼ踏襲するもので、今回から新たに加えられた2016年度見通しもあくまで現状路線の追認から導かれる水準に落ち着いた(敢えて大きな変更があったとすればレポートの体裁に概要が加わったことくらい)。

注目される物価見通し(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)は1月時点と比較して、

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	2.2～2.3 <2.2>	<0.8>	
1月時点の見通し	2.5～2.9 2.7	0.7～0.9 0.7	
2014年度	0.8～1.3 1.1	3.0～3.5 <3.3>	1.0～1.5 <1.3>
1月時点の見通し	0.9～1.5 1.4	2.9～3.6 3.3	0.9～1.6 <1.3>
2015年度	1.2～1.5 <1.5>	1.9～2.8 <2.6>	1.2～2.1 <1.9>
1月時点の見通し	1.2～1.8 <1.5>	1.7～2.9 <2.6>	1.0～2.2 <1.9>
2016年度	1.0～1.5 <1.3>	2.0～3.0 <2.8>	1.3～2.3 <2.1>

(注) &lt;&gt;内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

2013年度は0.7%から0.8%へ上方修正されたが、2014年度は1.3%、2015年度は1.9%とそれぞれ据え置かれた。今回新たに加えられた2016年度が2.1%となったことに関し「強気」との評価も見受けられるが、「潜在成長率を上回る成長が3年間も続く割には2.1%程度までしか進まない」という印象を受けないこともない。

物価の先行きに関しては「暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い」とされ、当面のCPIピークアウトにヘッジを入れつつ、2015年度における2%到達が言及されている。やはりポイントは「本年度後半から再び上昇傾向をたどり」の部分であり、夏場にかけてのCPIピークアウトの後、今秋以降に再び上昇率が拡大してくるか否かに注目が集まる。後述するように、追加緩和があるとすれば、やはりその頃の状況を見極めてから、ということになるだろう。それは裏を返せば、夏場の追加緩和の可能性をかなり減じるものと考えて差し支えない。

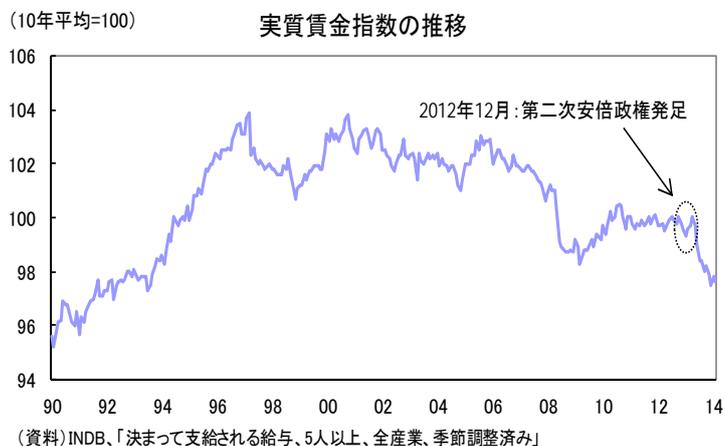
### ～「いずれ輸出は戻るはず」は本当か～

一方、成長率見通しは2013年度が2.7%から2.2%へ引き下げられている。これはひとえに「輸出の回復の後ずれ」が強調されている。より具体的には、駆け込み需要への対応から国内向け出荷が優先されたこと、米国の寒波や新興国経済のもたつきを受けて外需が奮わなかったことなどが指摘されている。だが、今夏以降にこのような一時的要因も剥落するため、輸出が増え、底堅い成長を維持する、というのが展望レポートの基本シナリオとなる。2013年度の下方向修正に応じて、2014年度も1.4%から1.1%へ引き下げられたが、2015年度は1.5%で据え置きとなっている。今回新たに加えられた2016年度については1.3%と減速が見込まれているが、それでも「潜在成長率以上の成長継続」という事実は変わらないため、物価の騰勢は続くという建付けである。

この展望レポートにおける「いずれ輸出は戻るはず」というロジックは議論が分かれるところだろう。輸出の回復力を考察するにあたって、日本企業が海外生産体制を整えていること、そもそも日本企業の財の競争力が劣化していることなどの論点は避けられない。概ね想定通りのシナリオを歩んでいる量的・質的緩和(QQE)後の日銀において、唯一見通しが外れたのが輸出であり、今後の攪乱項としては注目である。これまでのところは駆け込み需要も相俟って「内需主導の成長という今までにない形」という主張で乗り切れるものの、これからはやはり外需動向が問われることになるだろう。

### ～需給ギャップ縮小ロジックの危うさ～

なお、3月以降、需給ギャップの縮小や完全雇用などがキーワードとして登場するようになっているが、測定の難しい潜在成長率に依存した政策運営の危うさは留意すべきである。日銀のロジックに従えば、過去1年間の物価上昇は需給ギャップ縮小に依存する部分が大きいそうである。それは経済におけるスラック(弛み)がなくなることで、ダイヤモンドプル・インフ



レの色彩を帯びていることも意味する。確かに短観の各種 DI における不足感などを前提にすれば、スラックの消滅はかなり進んでいるように見えるが、過去1年の物価上昇に関しては多くの人々が円安主導のコストプッシュインフレと感じているはずだ。この需給ギャップ縮小のロジックに沿って、円安と物価上昇を押し進めても実質賃金は低下するばかりであり(前頁図)、实体经济の肌感覚とはどんどん距離が広がるだけだろう。また、レポート中の注釈 3 において「相当幅をもってみる必要がある」とヘッジローズが打たれているものの、日銀の読みでは見通し期間終盤にかけて潜在成長率が上昇することになっている。仮にそうだとすれば、需給ギャップのプラス幅は今後小さくなる可能性もあるわけで、それは物価上昇圧力が後退することを意味する。

### ～遠く夏場の追加緩和: 正念場は秋以降に～

注目される追加緩和の必要性は「調整が必要になれば、ちゅうちょなく行う」と恒例の表現を繰り返すにとどまっており、根強い追加緩和期待を改めて退けた格好である。2016 年度「2.1%」という数字を見せた以上、5～6 月によほど想定外のショックがない限り、「7 月の展望レポート中間評価と共に追加緩和」というシナリオは実現しないだろう。元より、日銀は 1 月の展望レポート中間評価時に「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」と述べており、今夏にかけての CPI ピークアウトは想定範囲内という整理を行っている。

こうした事実を踏まえる限り、シナリオ変更と共に追加緩和に追い込まれるとしても、10 月の「展望レポート」における下方修正時と思われる。とすれば、当面は市場が「勝手に期待して、勝手に失望する」という相場つきが続いてしまいそうだが、逐次緩和を行いカードが尽きてしまうよりはマシなのかもしれない。ただ、これだけ期待を引っ張ったからには、今秋以降に CPI が上がってこなかった場合、求められる追加緩和には相応の派手さが必要になってくる。この点、現実的に採れる選択肢はあまり残されていないのだが、現状では「緩和の中身」まで市場の論点が及ぶ段階にはない。そうなってくるのはやはり秋以降で、その頃が QQE の正念場となってきたそうである。

以上

国際為替部  
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。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
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～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで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～外銀本支店動向は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年の円相場の見通し、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～プ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～存在感を増す為替関連の問答～)
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	バイマン独連銀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通し～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