

みずほマーケット・トピック(2014年5月22日)

日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～

日銀金融政策決定会合は全員一致で現状維持を決定。声明文公表までに要した時間は黒田日銀下では最速であり、政策委員会が現状維持の決定に何の迷いもないことの裏返しと読める。声明文末尾のデフレ文言が削除されたことに関しては、会見を見る限り、他意はなく、引き続き淡々と緩和が続きそう。市場は追加緩和抜きで次の増税に耐え得る経済環境を作り出せるかという点に注目しているが、そもそも金融緩和が理由で実質賃金が急落している現状を踏まえると、果たして追加緩和が正当化されるのかという一抹の不安もある。とはいえ、仮に現状維持を貫き続けた場合、今度は株価がそれに耐え得るのかという不安も確かにあり、金融政策を巡っては「やるも地獄、やらぬも地獄」という状況が待っているように思える。現状打破には潜在成長率ひいては賃金上昇に繋がる成長戦略を期待するしかなく、金融市場の抱く時間軸とは到底折り合わない。

～声明文変更到他意なし～

昨日の日銀金融政策決定会合は市場予想通り、現状維持が全員一致で決定された。記者会見の最中に円相場が急騰し、ドル/円は一時100.81円の安値をつけたものの、黒田総裁の発言に特筆すべきものがあつたわけではなく、ストップロスに絡んだ仕掛け的なドル売り・円買いとの見方が大勢である。なお、今回声明文が発表されたタイミング(午前11時41分)は黒田日銀下では最速であり、政策委員会が現状維持の決定に何の迷いもないことの裏返しと読める。

敢えて言えば、前回まで声明文末尾にあつた「このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている」との文章が削除され、6.の文章が以下のように変更されたことをもって「日銀によるデフレ脱却宣言」と見なす向きが当初あつた:

- **【今回】**「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。
- **【前回】**日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

『「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており』との表現が加えられている。声明文末尾の文章が削除されたことと合わせ、現状に対して自信を深めたようにも見え、これをもってとうとう追加緩和を諦めた海外勢がドル/円の投げ売りを行ったとの解説も昨日は散見された。しかし、黒田総

裁は会見の中でこれらの変更はあくまで量的・質的緩和(QQE)導入から1年が経過し、先般の展望レポートでその効果も詳細に説明しているのだから削除したに過ぎない(デフレ脱却宣言ではない)との旨を説明している。一時的に市場を賑わした上述の声明文変更に関しては、とりあえず他意はないと考えておきたい。ちなみに、「量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮」との表現は4月の展望レポートにも記載されており、黒田総裁の言う通り、何か新味を見出す必要もないだろう。

～ぶれるリフレ政策の立ち位置～

また、今の黒田日銀が需給ギャップ均衡との判断に立っている以上、追加緩和という判断はむしろ「確信犯的なバブル誘発」という批判を免れない面もある。潜在成長率と物価の関係を巡っては、記者会見で以下のようなやりとりが見られている(以下、本日付日本経済新聞朝刊より)：

- **【記者】**仮に潜在成長率が今のようなゼロに近いような状況で、物価2%が実現した場合、国民の生活にどのような影響を及ぼすのか
- **【総裁】**日銀法にも書かれているとおり、日銀は物価の安定を通じて、国民経済の健全な発展に資することを使命としている。2%の物価目標を達成すれば後はどうでもいいということではない<中略>そういった面では、政府や民間企業の努力も必要だと申し上げている

円安経由のコストプッシュ型インフレそして増税を背景として、最近の実質賃金の下落は著しいものがあり(図)、「このままいけばスタグフレーションではないか」との懸念は徐々に散見されるようになってきている。「2%の物価目標を達成すれば後はどうでもいいということではない」という発言は、黒田総裁もその機運を確かに感じ取っているからこそ出たものだろう。黒田日銀の基本スタンスは、「ミッションはあくまで2%の物価上昇実現であり、経済の地力(潜在成長率)を引き上げるという点に関してはあくまで政府、具体的には成長戦略次第」というものと理解される。



それにしても3月以降、黒田日銀からは潜在成長率や完全雇用といったワードが頻繁に飛び出すようになったが、こうした問題意識を政策運営に持ち込むのは明らかにリフレ政策の本分から外れているように感じる。むしろリフレ政策を主張する向きが忌み嫌う白川総裁時代の色合いが濃いと言えるだろう。リフレ政策は「貨幣数量(M) × 貨幣流通速度(V) = 物価(P) × 実質 GDP(Y)」の貨幣数量説を大前提とし、「貨幣数量を増やせば物価も上がり、景気も良くなる」という実にシンプルな主張であったはずである。それにも拘わらず、「物価が上昇しても、その先の好循環が始まるかどうかは成長戦略次第」というのは(主張自体は完全に同意だが)極めてリフレ派らしくない主張であり、「ぶれ」を感じざるを得ない。やはり円安経由のコストプッシュ型インフレを煽る政策だけでは対

外的な説明が苦しくなっているということの表れではないだろうか。

～「やるも地獄、やらぬも地獄」の追加緩和～

今年1月の展望レポート中間評価時に、消費者物価指数(CPI)は今夏までは1%台前半で推移することが宣言されており、目先のCPIがピークアウトしても、日銀の基本シナリオ変更理由には足り得ず、現状維持が支持される状況は続くだろう。問題は2015年10月に予定される10%への消費増税を決断するに当たって、7～9月期GDPの仕上がりが決定的に重要になるという点で、果たして追加緩和抜きで増税判断に耐え得る経済状況を作り出せるのかという不安が市場にはある。

だが、筆者は追加緩和自体が正当化できない状態も心配している。11月に発表される7～9月期GDPは消費増税の悪影響は元より、上述したような実質ベースでの所得環境の悪化も影響する可能性がある。既に述べたように、そうした所得環境の悪化は円安に伴う輸入物価上昇を背景とし、元をただせばQQEに起因している。この理解に立てば、「経済状況が芳しくないから追加緩和する」というロジックもこれまでほど正当性を持ち得なくなり、追加緩和は却って状況を悪化させる恐れもある。とはいえ、仮に現状維持を貫き続けた場合、今度は株価がそれに耐え得るのかという不安も確かにあり、金融政策を巡っては「やるも地獄、やらぬも地獄」という状況が想定される。この状況を打開するためには潜在成長率上昇に寄与したうえで、将来的な賃上げに繋がってくるだろう各種成長戦略を期待するしかないのが実情であり、株や為替を筆頭とする金融市場の時間軸とは到底折り合わないという悩ましさがある。

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

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/esson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらす～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
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
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～CPビークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～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～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経感などについて～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～)