

みずほマーケット・トピック(2014 年 7 月 17 日)

『展望レポート』中間評価などについて

4 月公表の「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」の中間評価には大きな変化が見られなかったが、ややスタグフレーション的な修正が施されているのが気掛かりではあった。また、物価を巡る時間軸表現も問題含みであり、「今から半年後となる来年 1 月頃まで 1%台前半」なのか、それとも「年度後半となる今秋頃から 1%台前半を脱し、再浮上するのか」という点に齟齬が見られている。この辺りの修正は今後必至と思われ、それに伴い市場の緩和観測がどのように変化してくるかに注目したい。また、黒田総裁の口から「可能性はない」と断言してしまったことにより、市場は間違いなくコア CPI の「1%」を防衛線と見なすだろう。今後、コア CPI が 1%を割り込むないし割り込みそうなことがあれば、追加緩和期待は否応なしに盛り上がり得るを得ない。

～またも上振れた米物価～

昨日の為替相場はドル相場堅調の展開。米 6 月生産者物価指数(PPI)が前月比 0.4%上昇と市場予想(同 0.2%上昇)を超える伸び幅となったことや、地区連銀経済報告(ベージュブック)でも経済の拡大ペースが報告されたことなどが利上げ観測の強まりそしてドル買いを招いた格好である。特に対ユーロでは 1.3521 と 1 か月ぶりの高値をつけており、こうした FRB のタカ派傾斜と共にユーロ売りが進むのが ECB にとってのベストシナリオである。とはいえ、イエレン FRB 議長は「全般的なインフレ圧力の形成を懸念する必要があるまでには、賃金、および実質賃金には一段の上昇余地がある」とも述べており、足許の物価上振れが利上げ観測の強まりに繋がることを牽制している。

～スタグフレーション的修正～

ところで、15 日(火)、日銀は金融政策決定会合で現状維持を決定した。同時に 4 月公表の「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」の中間評価も行ったが、これについても大きな変化はなかった。会合後の総裁記者会見もあくまでオントラック(予定通り)を強調するものであり、市場が材料視するには至っていない。政策は所期の効果を発揮しているものの、「安定的に 2%に至る」までは力不足であり、失速すれば追加緩和も有り得る、という従前の

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
2014 年度	0.6～1.3 <1.0>	3.2～3.5 <3.3>	1.2～1.5 <1.3>
4 月時点の見通し	0.8～1.3 <1.1>	3.0～3.5 <3.3>	1.0～1.5 <1.3>
2015 年度	1.2～1.6 1.5	1.9～2.8 2.6	1.2～2.1 1.9
4 月時点の見通し	1.2～1.5 <1.5>	1.9～2.8 <2.6>	1.2～2.1 <1.9>
2016 年度	1.0～1.5 <1.3>	2.0～3.0 <2.8>	1.3～2.3 <2.1>
4 月時点の見通し	1.0～1.5 <1.3>	2.0～3.0 <2.8>	1.3～2.3 <2.1>

(注)◇内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

姿勢からは未だブレがみられていない。示された政策委員の大勢見通し(中央値、表)も実質国内

総生産(GDP)成長率に関し、2014 年度が 1.0%増と 4 月の 1.1%増から小幅下方修正されたが、15 年度は 1.5%増、16 年度は 1.3%増と据え置かれている。また、生鮮食品を除く消費者物価（コア CPI）については、14 年度が 1.3%上昇、15 年度が 1.9%上昇そして 16 年度は 2.1%上昇（いずれも消費増税の影響を除く）との見通しが据え置かれている。ただ、2014 年度の見通しレンジの下限に着目すると、GDP 成長率が引き下げられている一方、物価見通しが引き上げられている。また、大勢見通しではなく委員全員の見通しでみると、2014 年度だけでなく 2015 年度及び 2016 年度も成長率が引き下げられ、物価が引き上げられている。非常に穿った見方ということを承知で言えば「成長率見通しが引き下げられる一方で物価見通しが高止まり」という修正になっており、方向感としてはスタグフレーション的である¹。

～賞味期限を迎える物価の「ヘッジ期間」～

なお、物価に関しては、今後、問題含みの部分もある。今年 1 月の中間評価時に注目された「消費者物価の前年比は、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」の「暫くの間」がこれで半年間据え置かれたことになる。当時、黒田総裁は「暫くの間」の定義に関し「これは、半年程度だと思って頂いてよい」と述べた経緯があるため、額面通り捉えれば、そろそろこの「ヘッジ期間」が賞味期限を迎えることになる。片や、今回中間評価の対象となった今年 4 月の「展望レポート」ではコア CPI に関し「本年度後半から再び上昇傾向をたどり」とされているわけで、基本的には今秋からの再浮上が基本シナリオである。つまり、「今から半年後となる来年 1 月頃まで 1%台前半」なのか、それとも「年度後半となる今秋頃から 1%台前半を脱し、再浮上するのか」という点について齟齬が感じられるのが現状であり、遠くない将来にこの部分の修正は不可避と思われる。そして、それが追加緩和期待と密接に結びついてくる展開を要注視すべきだろう。

～「1%」発言は波紋を呼ぶ可能性～

そのほかの注目点として会見の席で黒田総裁が「1%台を割るような可能性はない」と述べたことが挙げられる。総裁の口から「可能性はない(ゼロ)」と断言してしまったことにより、市場は間違いなくここを防衛線と見なすだろう。今後、コアCPI(消費税の影響を除くベース)が1%を割り込むないし割り込みそうなことがあれば、否応なしに追加緩和期待は盛り上がらざるを得ない。

今回の中間評価も、先週公表された「さくらレポート」も基本的には駆け込み需要の反動減は想定よりも小さいと評価しているが、生活実感として増税分(3ポイント)以上に物価が上昇しているという声は比較的良く耳にするものであり、実質賃金も急落してから底這っているのが現状である。実際、「さくらレポート」では実質所得低下を背景とする消費者マインドの悪化そしてそれがラグを伴って消費行動に顕在化してくる可能性を指摘する声が報告されていた。また、経済指標面でも今月 10 日(木)に公表された 5 月機械受注の落ち込み(前月比 ▲19.5%)はかなり驚きをもって受け止められるものであった。足許では、本当に消費増税の影響が軽微と言い切ってしまうと良いのかは不安が残るのではないだろうか。今後、需給面の緩みを反映してコアCPIが反落してくるようなことがあれば、今回の「1%」発言が後の催促相場にリンクしてくる可能性はあることに注意しておきたい(ただ、過去1年がそうであったように目先の物価見通しに関し、日銀の予測精度は高く、何らかの確証

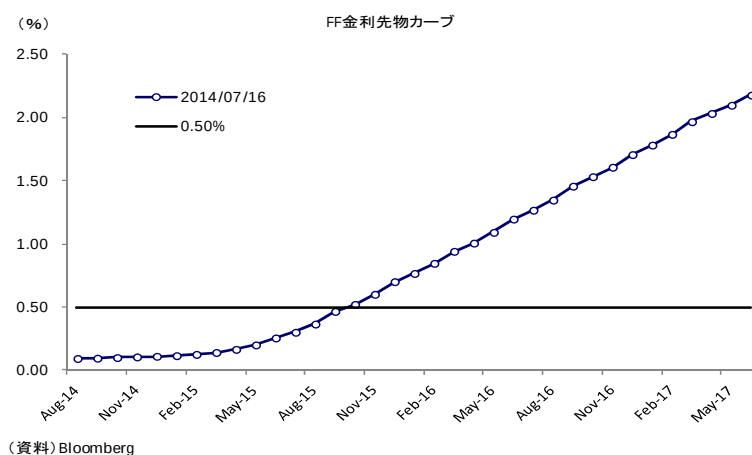
¹ 本欄 2014 年 7 月 15 日号『円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～』をご参照下さい。

があるからこそ、断言した可能性もある)。

～来たるべき金利差拡大を見込んで・・・～

今回の中間評価を受けて、ドル/円相場に対する「放っておけば円安」の基本認識を改める必要はない。冒頭述べた通り、奇しくも日銀会合と同日に行われた議会証言でイエレン議長は米国の物価情勢に依然ハト派的な評価を与えており、この点で物価の騰勢に自信を深める黒田総裁とは対照的である。この構図を「(相対的に)デフレの通貨は買い」との経験則に当て嵌めればドル安・円高であるし、そもそも「日銀に緩和なし」、「FRB に利上げなし」との思惑はドル/円の重石になる筋合いがある。それでもドル/円相場が底堅く推移している背景には、やはり来たるべき金利差拡大を見越した動きがあると考えるのが妥当だろう。黒田総裁も日米金融政策の格差を踏まえて「円がドルに対して強くなる必然性は全くない」と述べているが、その見立てには同意できる。

やはり「出口に背を向ける通貨」と「出口に向かって歩く通貨」の差は如何ともしがたいものがあり、金利差主導でドル/円が上昇するシナリオの確度が高い。問題はそれがいつなのか、という部分だけであり、現状の市場予想は 2015 年 9～10 月頃というイメージになる(図)。さらに、そこに至るまでに過剰流動性の吸収手法(超過準備付利、リバースレポ、定期預金ファシリティ等)を巡って様々な議論が盛り上がってくるであろうことを踏まえれば、やはり今年 10～12 月、来年 1～3 月期の FOMC を受けてドル買い相場が到来する蓋然性は高いのではないか。



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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
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～
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ず～
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議長議会証言について～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