

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 8 日)

日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～

日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。公表文では生産面の弱含みが挿入されるなど、下方修正が目立った。黒田日銀総裁は 2015 年度中の 2%到達に自信を見せるが、「政策自体は(2 年間などの)カレンダーベースではない」として、2 年という期限に注目する向きを牽制する場面も見られた。足許では円安経由の物価上昇に関し政府と日銀でやや認識相違が指摘される状況にあるが、QQE が政権の意を強く反映して生まれた経緯を思えば、その修正もやはり政治的な動きの中で想定するのが自然。少なくとも「期待に働きかける」ことを軸に始まった QQE が日銀自らの意思で取り下げられることはなく、その点で黒田総裁の弁は終始一貫してロジックが通っている。

～稀有な押し目買いの好機～

昨日の為替相場は円全面高の展開で対ドルでは 108 円割れ、対ユーロでは 136 円台半ばまで値を下げた。IMF の世界経済見通しや独 8 月鉱工業生産の悪い内容を受けて、安全資産としての円が買われたとの解説が多いが、あまり説得的ではない。正確には不透明な情勢を受けて FRB の正常化プロセスの確度が落ち、米金利が低下する中で、従前のポジションを清算して様子見しようというムードが強まったと考えるのが自然だろう。円が安全だと評価されたというよりも、足許のリスクを落としたという認識である。昨日はダドリーNY 連銀総裁がドル高によりインフレ率が伸び悩む可能性についても言及しており、正常化プロセスへの不安が持たれたとしても不思議ではない。だが、このような動きは、基本的にはドル/円にとっては稀有な押し目買いの好機と考えたい。

～迫る期限の弾力化～

なお、昨日は参議院予算委員会における答弁で安倍首相が円安に関して「プラス・マイナス両面ある」と述べたことが、円安牽制と受け止められるという場面もあった。「円安→物価上昇」のパスに関し、為替を主管とする政府と物価を主管とする日銀の間でやや認識相違が指摘される事態となっており、「円安にブレーキをかけ始めた政府、気にせず物価にアクセルを掛けたい日銀」という二項対立の論点が浮上しつつある。昨日の本欄で述べたように、こうした流れから推察される 1 つの展開は「2 年で 2%」のインフレターゲット弾力化であり、年度内の日銀会合の注目度は高い。

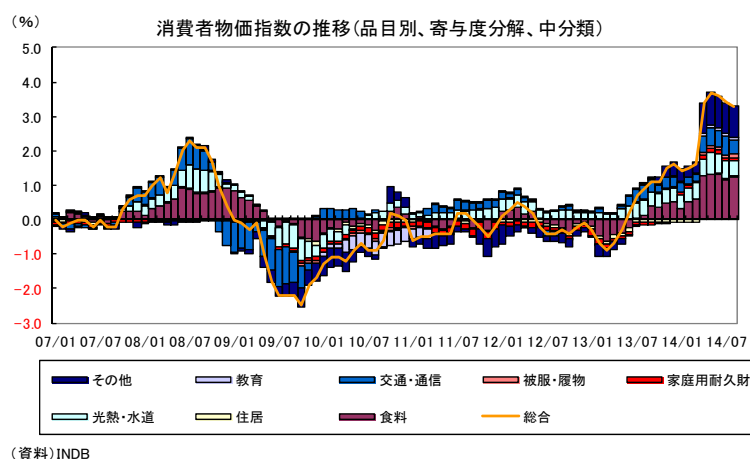
昨日行われた日銀金融政策決定会合は『展望レポート』の公表を含む今月 31 日(金)会合の前哨戦であり、予想通り現状維持となったが、既に黒田日銀総裁の弁からは弾力化を仄めかすようなムードも感じられた。まず、昨日の公表文は全体としてはほぼ据え置きながらも、景気認識に関し、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている」として、生産面の弱含みが新たに挿入された。また、個別需要項目では、個人消費に関し「駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつ

も全体として和らいできている」とし、反動減の影響からの回復についてはばらつきがあることを挿入している。方向感としては下方修正されたと言える。

昨日は内閣府が 8 月景気動向指数を公表し、景気の基調判断を「下方への局面変化」と修正しており、政府・日銀が足許の弱さを認めるに至っており、これが「展望レポート」の見通し(特に物価)にどう影響してくるかが注目される。真っ当に考えれば、成長率見通しに伴って物価見通しも足踏みする可能性が高く、「2 年で 2%」の道筋は厳しくならざるを得ない。だが、黒田総裁は「2014 年度から 16 年度の見通し期間の中盤頃に 2%に達する可能性が高い」と引き続き強気の姿勢を崩していない。「見通し期間の中盤頃」は「2015 年度中」と読み替えられるが、2013 年度に量的・質的金融緩和(QQE)がスタートしたことを思えばぎりぎりの拡大解釈であり、もうこれ以上、期限の足を伸ばすことは難しい印象もある。だが、昨日の記者会見で黒田総裁は「政策自体は(2 年間などの)カレンダーベースではなく、物価安定目標が実現し安定的に持続するまで続けるアウトカム(結果)ベース」としており、2 年という期限に注目する向きを牽制している。「2 年で 2%」の触れ込みで始まったインフレターゲットは、徐々に、しかし確実にその期限を弾力化させる方向にありそうである。

～QQE の修正は政治的な動きの中で想定～

なお、巷で耳目を集める円安コストに関し黒田総裁は、「ファンダメンタルズに即した方向での為替の変動はむしろプラス」と述べ、円安容認の構えである。現状の消費者物価上昇率の大半が増税と輸入コストの影響で賄われている以上(図)、QQE の自己否定となりかねない円安否定は元より困難である。だが、上述したように、この点が政府と日銀の認識相違となりつつあるのが現状



である。現実問題として物価上昇が、特に地方を中心として家計・企業部門の重荷となっていることを政府は危惧し始めており、これ以上の物価上昇は恐らく歓迎しないと思われる。来年 4 月に統一地方選を控えていることを踏まえれば、尚のこと、その思いは強いはずだ。政府の意を汲んで中央銀行が動くことは本来的な関係からすれば望ましくはないが、そもそも QQE が政権の意を強く反映して生まれたものであることを思えば、その修正もやはり政治的な動きの中で想定するのが自然である。少なくとも「期待に働きかける」ことを軸に始まった QQE が日銀自らの意思で取り下げられることはなく、その点で黒田総裁の弁は終始一貫してロジックが通っているものである。

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

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際と信統計における欧州とロシアの繋がりにについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
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	巨額和解金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？～ブ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～