

みずほマーケット・トピック(2014年11月4日)

日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)

先週31日(金)に開催された日銀金融政策決定会合は追加緩和を決定。賛成5、反対4と真っ二つに割れた末の決定。反対理由は議事要旨まで分からないものの、反対票が全て実業界出身の4名からという点で、実体経済にもたらす副作用が強く懸念された結果と推測される。なお、記者会見を含む事前の情報発信から今回の緩和を予想するのは困難であり、今後の情報発信に対する信憑性に疑義が生じかねない。「デフレは貨幣的現象」というテーゼをかなぐり捨て、原油価格下落や増税による需要減に理由を求めた点には主張のブレを感じざるを得ない。結局、「マネーを増やせば物価は上がる」という議論は原油や増税の前に屈した印象が否めない。なお、これで増税が確実視される状況となったが、同時に実質賃金を巡る状況は絶望的になったように思われる。ドル/円相場の上値目途については「企業物価購買力平価+20%」で118円が考えられる。

～もう「普通」ではない。今後への警戒～

先週31日(金)に開催された日銀金融政策決定会合は追加緩和を決定した。具体的には、金融調節方針に関しては「マネタリーベース(MB)が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」とされ、従来の「約60～70兆円」から引き上げられた(但し、現行70兆ペースゆえ純増は10兆というイメージ)。これに伴って、残高の年間増加ペースに関し、長期国債は約80兆円(従来:約50兆円)、指数連動型上場投資信託(ETF)は約3兆円(従来:約1兆円)、不動産投資信託(J-REIT)は約900億円(従来:約300億円)に拡大することが決定されている。MBの増加額と長期国債の増加額が一致していることにも現れるように、既に負荷が掛かっている短期国債は追加緩和の直接的な対象からは外れている。なお、長期国債の購入を拡大する結果として、買い入れの平均残存期間は従来の7年から「7～10年程度」と3年程度延長される。前回の緩和では「2」がキーナンバーであったのに対し、今回はリスク資産に関しては「3倍」、デュレーションについては「3年延長」と「3」という数字を意識した印象は強い。

賛成5、反対4と真っ二つに割れた末の決定であり、森本宜久、石田浩二、佐藤健裕、木内登英委員の4名が反対票を投じている。反対理由は議事要旨まで分からないものの、反対票が全て実業界出身の4名からという点で、追加緩和が実体経済にもたらす副作用が強く懸念された結果ではないかと推測される。これは産業界から相次ぐ円安牽制発言と平仄が合う動きである。

普通に考えればこれほどの意見対立を伴う緩和はもう難しいと考えるべきである。だが、今の債券市場や実質賃金が置かれた状況を前にここまで堂々とアクセルを踏むことはもう「普通」ではない。むしろ、これほどの意見分裂に目を瞑ってまで追加緩和に踏み切るという覚悟の現れであり、このようなことは今後も起きる可能性が否定できない。

～日銀の考える緩和理由～

黒田日銀総裁の言葉をそのまま借りれば、今回の緩和は「予防的緩和」とされる。記者会見において、黒田総裁は現状について「今がデフレ脱却の正念場、クリティカル・モーメント」と述べ、今が物価観の変わる臨界点と判断した胸中を明かしている。咀嚼して言えば、足許で顕著になっている原油価格の下落が人々の物価観全体を下押し始めており、「これ以上放置すればもう2度と戻れなくなる可能性がある」というのが緩和に至った動機と見受けられる。とはいえ、当初リフレ派に傾倒する向きが主張していた「デフレは貨幣的現象」というテーゼに従うのであれば、MBの増加があれば原油価格の下落があろうと、消費税による需要減があろうと、物価は上がったはずである。結局、「MBを増やせば物価は上がる」というマネタリーな議論は原油や増税の前に「負けた」ということではないだろうか。なお、このまま放置すれば、どの道CPIの1%割れは確実視されるような状況にあったわけで、原油価格下落は良い口実になった感が否めない。

緩和を打ち込んだ理由が予防的であれ、対症療法的であれ、今回の緩和が当初否定した「戦力の逐次投入」であることに変わりはない。量的・質的緩和(QQE)を「異次元」たらしめていたのはあくまで先手必勝・一撃必殺の如き規模・タイミングに伴う一種の「潔さ」だったはずであり、政策自体の善悪評価は脇に置いたとしても、それが白川日銀との最大の違いだった。だが、今後打たれる緩和は全て対症療法的(いわゆる白川日銀的)な位置付けになるはずで、その内容も漸進主義的にならざるを得ないだろう。サプライズは何回も繰り返せず、後述するように、今回の緩和が事前のコミュニケーションを殆ど踏襲しないものであったことを踏まえれば、今後の会見や講演は今までほど信認を帯びなくなる可能性もある。

～コミュニケーションに難があったことは否めず～

政策発表後の市場反応を見れば明らかだが、事前に「そうすべきだ」と言っていた向きを除けば(それは「予想」ではなく「願い」に近い)、今回の決定を予想できた市場参加者は非常に少ない。言い訳を承知で言えば、金融経済月報や黒田総裁の会見、講演、その他審議員の講演をウォッチしていても、追加緩和という解を導くのは難しかった。「1%割れはない」発言も含め、直前までの黒田総裁の自信満々のトーンを踏まえれば、予想する方が奇異である。もちろん、海外勢を含めた多くの市場参加者、特にエコノミストからすれば4～6月期実質GDP(1次速報値)を筆頭に、消費増税後の日本の経済指標はほぼ全滅に近く、真っ当に考えれば追加緩和が予想される状況にあった。恐らく白川日銀の下であれば、殆ど市場参加者が緩和を予想したはずである。「戦力の逐次投入はしない」というフレーズに代表される黒田総裁の率直な物言いを受け止めていたからこそ、別の言葉で言えば「期待への働きかけ」が奏功していたからこそ、現状維持と考えていた向きが多かったのである。こうなってくると、今後、消費者物価指数(CPI)が顕著に下がってくるようなタイミングでは緩和を予想せざるを得なくなる。それは今後、サプライズが生じ難くなるということでもある。

～もう1つの緩和理由～

後講釈を承知で言えば、「展望レポート」中間評価が来年1月、増税の決断が12月、その鍵となる判断材料が11月17日(月)の7～9月期GDP(1次速報値)だということを踏まえると、市場の機先を制するという意味では、このタイミングしかなかったという筋は通る。だが、それでも12月に増税の

決断をして、コア CPI が 1%を割れる可能性を見極めてから来年 1 月に動いても十分違和感はない。それほど緩和の副作用(短国金利のマイナス化や史上最低水準まで急落した実質賃金)は明らかであったわけで、やはり緩和の必要性については今一つ理解が難しい。

結局、真つ当な思考で今回の緩和を予想するのは不可能だったと言わざるを得ず、一部で指摘されているように、政治的な要素を絡めて理解すべきなのかもしれない。今回の緩和をもって、政府が消費増税の決断をしやすくなったという指摘はある程度首肯できるものである。周知の通り、2013 年 4 月 4 日に QQE を導入して以降、黒田総裁は消費増税を含む財政健全化路線についてははっきりと賛意を示してきた。消費増税に伴う景気下振れが意識される中で、日銀としてはそのセーフティネットを提供すべく先に動いた格好であり、ボールは完全に政府へ預けられた構図である(元より政府の決断次第ではあったが)。今回の一手を受けて日経平均株価は円安と共に年初来高値を更新、増税判断までこのムードが維持されるかどうかは脇に置いて、政府が増税しやすい環境を手に入れたことは間違いない。

また、一部で言われているように、このサプライズ緩和と GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の運用比率公表(これもサプライズ的ではあった)が重なったことに意味を見出そうという向きもある。国債運用比率が 60%から 40%へ 20 ポイント引き下げられるとのことだが、20 ポイントとは「運用資産 127.3 兆円×0.2=25 兆円」に相当し、今回長期国債の増額ペースとして上乘せされた「30 兆円」と概ね重なる。これが偶然なのか、そうではないのかは知る由もないが、少なくとも一部海外勢から囁し立てていた「GPIF が手放した分、日銀が拾えば良い」という冗談めいたシナリオは結果だけ見れば実現したことになる。

～「展望レポート」:取り下げられた「暫くの間」～

「展望レポート」については、実質 GDP 成長率に関し、2014 年度が 1.0%から 0.5%へ下方修正、2015 年度は 1.5%で据え置き、2016 年度は 1.3%から 1.2%へ下方修正されている。また、コア CPI(消費増税の影響除くベース)に関しては 2014 年度が 1.3%から 1.2%、2015 年度が 1.9%から 1.7%とそれぞれ下方修正され、2016 年度が 2.1%で据え置きとなっている。

下方修正の理由については、「従来の見通しと比べると、成長率の見通し

は、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから、2014 年度について幾分下振れている」とあるが、昨年来、消費増税の下押し込みで見通しが提示されてきたはずであることを思えば、やはりマネタリーな議論が増税の前に屈したとの印象は拭えない。何より、これらの数字は今回の緩和効果を織り込んだ仕上がりであり、「当初の緩和+追加緩和」というパッケージをもっても想定より弱いということになる。やはり QQE の効果に過信があったのではないかとの思いは拭えない。

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	0.2~0.7 <0.5>	3.1~3.4 <3.2>	1.1~1.4 <1.2>
7月時点の見通し	0.6~1.3 <1.0>	3.2~3.5 <3.3>	1.2~1.5 <1.3>
2015年度	1.2~1.7 <1.5>	1.8~2.6 <2.4>	1.1~1.9 <1.7>
7月時点の見通し	1.2~1.6 <1.5>	1.9~2.8 <2.6>	1.2~2.1 <1.9>
2016年度	1.0~1.4 <1.2>	1.9~3.0 <2.8>	1.2~2.3 <2.1>
7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>

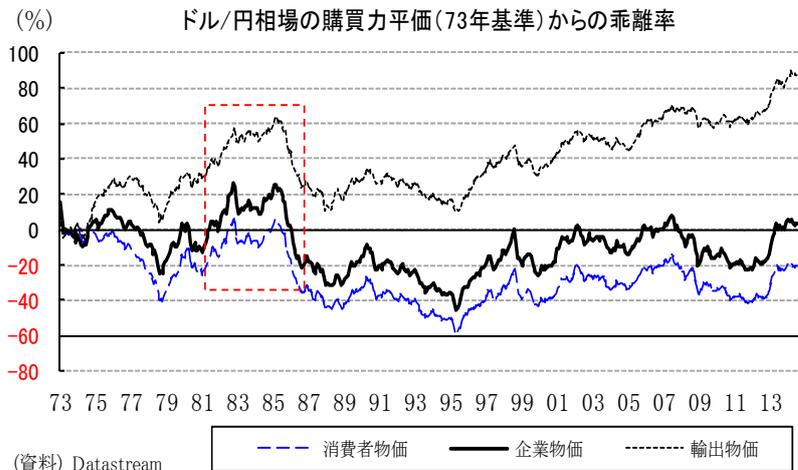
(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

なお、今年 1 月から登場し注目を集めていた「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 2%程度に達する可能性が高い」との文言は、「当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち 2015 年度を中心とする期間に 2%程度に達する可能性が高い」へと変更されている。「暫くの間」は半年程度であり、「当面」はこれより短い期間を指すことは黒田総裁会見から確認済みである。また、「現状程度のプラス幅」は 1%近傍(9 月コア CPI、消費増税影響除くベースは 1.0%ちょうど)であり、「1%台前半」という表現からは下方修正された考えるべきだろう。「1%割れはない」発言が決壊寸前となっている中でのヘッジ文言であり、今回追加緩和が決定されなかったとしても、この部分の表現修正は必至であっただろう。

～「企業物価購買力平価+20%」の 118 円で様子見～

米国が量的緩和(QE)を終了させた翌日に追加緩和を行うというこれ以上ないコントラストを受けて、ドル/円相場は急伸しており、昨日は一時 114.04 円をつけ、日経平均株価も 17000 円台へと突入している。但し、本欄で幾度も述べているように、日経平均株価は円安で割安になった分が買われているだけでありドル建て「150ドル」の節目が重要であることに変わりはない。114 円ならば、17000 円程度、一時的に 154 ドル程度まで跳ねることも有り得るといふ経験則を踏まえれば 17500 円といったイメージまでは持っておいた方が良いでしょう。

自己相関の度を強めやすい為替に関しては一段とオーバーシュートの可能性を留意しつつ、冷静にフェアバリューを探りたい。先週 10 月 31 日(金)昼に『中期為替相場見通し』を発行した直後に今回の緩和は実行され、年内及び年度内上値目途(112 円/113 円)はブレイクされてしまった。だが、今後 1 年に関する上値目途については、同欄本文中で議論した「企業物価購買力平価+20%」の 118



円に変える必要はないと考えている(ハウスビューの上限レンジとしては 116 円に設定している)。カーター政権によるドル防衛の時代でも、「企業物価購買力平価+20%」でドル高は止まった(プラザ合意という政策措置はあったにせよ)。経験則から目途を作るという意味では、まずはここをヒットするかどうかが議論の対象になるべきだろう。一足飛びに 120 円台の話をする向きも否定はしないが、現状、筆者はその根拠を持ち合わせていない。

繰り返しになるが、基本的には今回の追加緩和は「戦力の逐次投入」を伴う「QQEの挫折」であり、今後のインパクトが減じられる一方と考えられる。「企業物価購買力平価+20%」のような、経験則以上の上振れをもたらすとすれば、それはもう日本売りの時だろう。もちろん、一時的にオーバーシュートは有り得る。2012 年 11 月にアベノミクスが取り沙汰された際も、ポジションの傾きを理由に「もう

いい加減止まる」と誰もが思いながら、結局あつという間に上値まで連れてかれた。今も同じだろう。11月半ばまでがヘッジファンドを筆頭とする投資家にとって「年内最後の勝負どころ」だということを考えると、この材料で収益を取りに来ようとするインセンティブが働いても不思議ではない。

～実質賃金の見通しは絶望的に～

重要なことは、株や為替の一時的な価格ではない。上述したように、この緩和をもって消費増税が行われる見通しが強まったわけだが、ここに更に円安を重ねることで、実質賃金に係る見通しは絶望的になった。少なくとも、黒田総裁が認識している通り、今の日本が完全雇用に到達し、スラックがほぼ解消されているのだとすると、追加緩和や財政出動は供給制約にぶつかる。そうなると思ったほど成長率が高まらない割に、インフレ率が上昇することになってしまう。そのような状態は普通スタグフレーションと呼ばれる。8月以降、筆者は「これからの円安の話をしよう」と題し、セミナーや講演会を行っている。円安が国民所得面での成長を促さないという重要な論点から目を逸らす限り、「実感なき景気回復」が繰り返されるだけだろう。

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.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28~29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて~本当の勝負はこれから~
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について~インフレ率が上がらない構造的背景~)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(GBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について~ドル高容認か?~)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について~ドル/円は適正な水準まで調整へ~
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて~円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」~
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目~均衡水準は20%円安に?~)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16~17日開催分)を受けて
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~
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」~驚きずくめのジャクソンホール講演~
2014年8月25日	イェレン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~量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国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
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しみ出る過熱感
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襲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	ECBにまつわる3つの「分り難さ」
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~