

みずほマーケット・トピック(2015 年 1 月 22 日)

日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～

日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。コア CPI 見通しの大幅下方修正が行われたが、現実のコア CPI も下がり、インフレ期待は上がっていないという状況は昨年 10 月に直面した状況そのままであり、ハロウィン緩和との整合性を取るのであれば、何故今回は追加緩和しないのかというのが率直な疑問として抱かれる。声明文からは「あくまで(物価の)基調を見よ」というメッセージを感じるが、だとすれば今後の政策運営がコア CPI の数字に拘泥しない方針に変わったと考えることもできる。これは円相場見通しにも影響してくる話になる。『中期為替相場見通し』では日銀がハロウィン・ロジックで動くことを前提としており、だからこそドル/円相場の年内 130 円到達は有り得るものと考えている。今回は乗り切ったが、問題は 4 月以降にどのような選択肢をとるかである。

～既に原油価格は前提割れ～

1 月 20～21 日に開催された金融政策決定会合はベースマネーに関し、年間 80 兆円のペースで拡大するとの従来方針を据え置いた。しかし、「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」の中間評価に関しては、消費者物価指数(除く生鮮、コアCPI)の前年比見通しが 2015 年に関し前年比 +1.7%から+1.0%へと大幅に引き下げられている。声明文において「基調的な動きに変化はないが、原油価格の大幅下落の影響から、2015 年度にかけて下振れる」と述べられているように、原油価格の下落に対応して見通しを下方修正させたものの、あくまで「基調的な動き」としての堅調さは否定されていない(後述するように、この「基調」というのが厄介である)。後述するように原油は下がり、実際のコア CPI も下がり、インフレ期待は上がっていないという状況は昨年 10 月に直面した状況そのままであり、ハロウィン緩和との整合性を取るのであれば何故今回は追加緩和しなかったのかというのが率直な疑問として抱かれるところである。

また、今回は中間評価の前提として「原油価格(ドバイ)は、1 バレル 55 ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて 70 ドル程度に緩やかに上昇していくと想定」という条件が付されている。既に 55 ドルを下回る水準になっていることを踏まえれば、このままいけば 4 月の展望レポートにおいて再びコア CPI の見通しは下方修正される。後述するように、これが眼前迫った日銀の試練である。また、70 ドルという着地水準まで示してしまったことで、この水準と現実の乖離が大きくなれば、政策運営上のノイズが増すことになる(特に原油下落方向の動きは都合が悪いはずだ)。

なお、一部で観測のあった超過準備への付利(+0.10%)撤廃は議論すらされていないことが総裁会見で明らかにされている。「量」で勝負することによって期待を変えるという黒田日銀の信条を踏まえれば、今さら「金利」ルート进行调整することはやはり論理的ではなく今後も考え難い(もちろん黒田日銀は何でもあり、という声にも一理あるが・・・)。今回見られた政策変更は、緩和効果の浸透を企図する意味で貸出支援制度の受付期限が延長され(今年 3 月→来年 3 月)、また、成長基盤

強化支援についても、金融機関の低利融資枠を 7 兆円から 10 兆円に拡大されたことである。共に利用可能な対象金融機関が信用組合などの系統中央機関に拡大されており、政府の志向する地方創生との平仄を取った格好になっている。

～強気の成長率見通しで緩和を回避～

展望レポート中間評価の詳細は右表の通りであり、物価見通しが大幅に引き下げられる一方で成長率が引き上げられている。具体的にはコア CPI の見通しに関し、2015 年度が+1.7%から+1.0%へ大幅に引き下げられ、2016 年度は+2.1 から+2.2%へと僅かに引き上げられている。片や、実質 GDP 成長率に関しては、2015 年度が+1.5%から+2.1%へ、2016 年度が+1.2%から+1.6%へと大幅に引き上げられている。成長率上振れの

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~-0.4 <-0.5>	2.9~3.2 <2.9>	0.9~1.2 <0.9>
10月時点の見通し	0.2~0.7 <0.5>	3.1~3.4 <3.2>	1.1~1.4 <1.2>
2015年度	1.8~2.3 <2.1>	0.4~1.3 <1.0>	
10月時点の見通し	1.2~1.7 <1.5>	1.8~2.6 <2.4>	1.1~1.9 <1.7>
2016年度	1.5~1.7 <1.6>	1.5~2.3 <2.2>	
10月時点の見通し	1.0~1.4 <1.2>	1.9~3.0 <2.8>	1.2~2.3 <2.1>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

背景としては、2014 年度の見通しが大きく下振れているため 2015 年度は「プラスのゲタ」を履いて始まるという事実があるが、それ以外でも原油安、円安そして増税延期や財政出動といった政府の施策が成長率を押し上げている格好となっている。今回、コア CPI が大幅に下がったにも拘わらず追加緩和を判断しなかった理由はこうした強気の成長率見通しにあると思われ、ラフに言えば「景気の強さを反映して物価も基調的に強い」のだから政策を変える必要性はなし」ということになる。

～ハロウィン・ロジックは捨てたのか？～

しかし、昨年 10 月 31 日に「原油価格下落→インフレ期待下振れ→物価下振れ」を懸念し、critical moment とまで述べて追加緩和に踏み切ったことを踏まえると、あれからさらに原油が下がり、コア CPI も押し下げられているのに緩和に動かなかったことはハロウィン・ロジックと整合的ではないという印象はある。声明文を額面通り受け止めれば、「基調的には」堅調なのだからあたふたする必要はないということだろうが、市場からするとその「基調」をどうやって判断するのかが定かではない。原油価格の乱高下に惑わされるべきではないというのは一理あるが、そうであれば最初からコア CPI ではなく食料(酒類を除く)及びエネルギーを除くコア CPI を目標として設定すれば良かったという話になる。最初からそういった建付けで政策が進んでいない以上、市場参加者としてコア CPI とコア CPI のどちらを見て「読み」を作れば良いのかは判断が難しいというのが率直な思いである。今回、ロジカルに最も分かりやすいのはやはり追加緩和だったように思う。

もちろん、各種貸出支援スキームの強化で手を打ったとの見方もできる。しかし、基本的には金利が限界的に低下し、購入可能資産が枯渇する中で「出来るものから手をつけた」側面が強いように見受けられ、穿った見方をすればやや追い込まれているような印象も受ける。本欄や『中期為替

相場見通し』では日銀がハロウィン・ロジックで動くことを前提としており、だからこそドル/円相場の年内 130 円到達は有り得るものと考えている。市場参加者としては日銀の発信する情報発信を元に見通しを作成するのだから、それが最も自然である。しかし、今回の発表のように「あくまで基調を見よ」ということであれば、今後の政策運営がコア CPI の数字に拘泥しない方針に変わったと考えることもできる。そうだとすれば、円相場見通しにも影響してくる話になる。そうすべきかどうかは今しばらく時間を置いて判断したい。

～4 月以降に待ち受ける 3 つの選択肢～

なお、今回は現状維持で乗り切ったが問題はこれからである。厳密に考えれば 2015 年 4 月と考えられていた「2 年で 2%」の期限は現状、済し崩し的に「見通し期間の中盤頃、すなわち 2015 年度を中心とする期間」へ柔軟化されており、最長で 2016 年 3 月末までと解釈されている。あと 1 年 3 か月の間に紆余曲折はあるだろうが、少なくとも今年 4 月に展望レポートを公表する際、コア CPI は 0.5% 前後まで落ち込んでいるという見方が多い。その際に原油価格が反騰し始めていけば、その上向きを捉えて（賃金上昇も絡めつつ）「1 年後には 2% 到達」と主張するだろう。

しかし、原油価格の反騰がない場合、1 年後の物価見通しをどう設定するのだろうか。考えられるアクションは①追加緩和する、②粘って様子を見る、③「2 年」を諦めるが考えられる。本欄や「中期為替相場見通し」ではハロウィン緩和のロジックと整合性を取るためには追加緩和の実施を前提と考えており、それゆえ①がメインシナリオである。少なくとも従前の発言との整合性を取るのであれば、この道を歩まざるを得ない。②は、上述したように、少なくとも原油価格が上昇し始めるなどの動きが見られない中では難しい主張だが、昨年 10 月、今年 1 月そして 4 月と四半期毎に何らか対応を迫られるのは「戦力の逐次投入」以外何物でもなく、「意地で現状維持」も想定される。

現実的には③が最も合理的だろう。目下、円安のデメリットを指摘する声が強くなっている上、限界的に金利が下がり、公社債投資を生業とする向きからは強い批判の声も挙がって久しい。コア CPI に即応する格好で緩和を余儀なくされ、しかも副作用の大きい円安を加速させないためには、やはり「2 年」という無理な期限を曖昧化するのが最も合理的な対応と考えられる。本欄や『中期為替相場見通し』では日銀による円安追求が政府の思惑と若干ずれ始めている（政府は円安→実質所得悪化を気にかけている）ことに着目し、金融政策（日銀）が通貨政策（政府）のスタンスに鞘寄せされる展開を 2015 年のリスクシナリオ（メインシナリオは追加緩和で現状路線追認）と見てきた。だが、早ければ 4 月にそのような動きは見られるかもしれない。実際、総裁会見では 2% 達成が 2016 年度に食い込むことが示唆されており、やはり「2 年」への執着を放棄する可能性はある。

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/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
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(CBPP3)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接収益などについて
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～