

みずほマーケット・トピック(2015年1月28日)

改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置

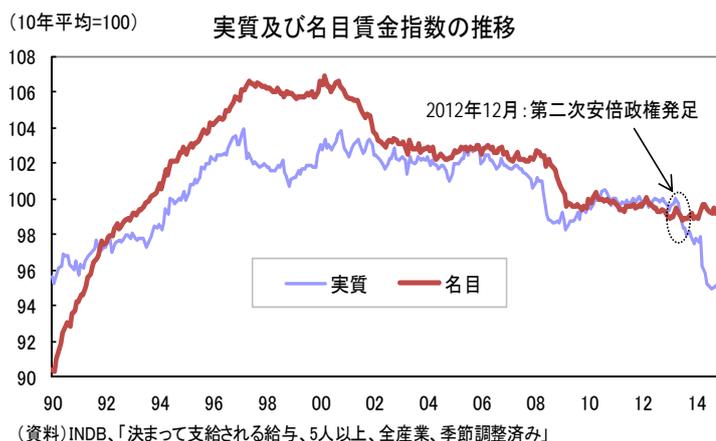
昨日は、甘利・経済再生相の「具体的にいつまでに2%達成化、厳格な期限を政府も日銀もコミットしているわけではない」といった発言が材料視され、追加緩和観測が後退、ドル/円相場が下落するという動きがあった。「2年で2%」の厳格な徹底やその過程で生じる円安に関し、政府高官が必ずしも諸手を挙げて賛意を示していないことは、昨年以降見られてきた兆候である。こうした最中、黒田日銀総裁は従前のスタンスを明示的には崩しておらず、依然ハロウィン緩和時のロジックを堅持しているように見受けられる。円相場の見通しを検討する上で、ハロウィン・ロジックが生きているのか否かは極めて重要。この点、同会議で黒田総裁が「輸出の現状を考慮すると、必ずしもこれ以上の円安が必要ということの意味していない」などと述べたことは重要な兆候か。

～改めて確認する通貨政策スタンス～

昨日は閣議後会見における甘利・経済再生相の以下のような発言が報じられた:

- 具体的にいつまでに2%達成化、厳格な期限を政府も日銀もコミットしているわけではない。
- 日銀は2年を超えることも含めて中心線を2年程度で表現していると思う。
- 限らない円安、円高は双方とも適切ではない。

欧州時間入り後、こうした甘利発言を受けて追加緩和観測が後退し、ドル/円が下落したとの解説が見受けられた。「2年で2%」の厳格な徹底やその過程で生じる追加緩和そして円安に関し、政府高官が必ずしも諸手を挙げて賛意を示していないことは、昨年下半年以降見られてきた兆候である。具体的には昨年9月、安倍首相がニューヨークにおいて記者団に対し「(円安は)プラスもマイナスもある。燃料代が高騰している。これが地方経済に与える影響をしっかりと注視したい」と述べたことを皮切りに同種の発言が散見されるようになったように思われる。昨年7～9月期実質GDPの悪化が恐らくは消費増税の反動だけではなく円安経由の輸入物価上昇を通じた実質所得悪化に起因していたことを踏まえれば、政府・与党において円安コストに係る問題意識が抱かれるのは自然である。既に、実質所得環境の悪化が明白になっている以上(図)、政府の通貨政策とし



て円安を追求し、その結果、家計部門が痛むことを放置するのはやはり政治的に勇気の要る選択肢と推測される。こうした状況に対する政府のスタンスが最も如実に現れるのが「円安対策」という財政的対応である。「対策」する以上、その事象は必ずしも良いこととは考えられていない。

しかし、10月31日の日銀によるサプライズ緩和(通称ハロウィン緩和)は正にこのような通貨政策の傍らで実施されており、果たして、このような通貨政策と金融政策の立ち位置の「捻じれ」が持続可能なのだろうか、というのが本欄の抱く問題意識であることは昨年来幾度も述べてきた。現状、黒田日銀総裁は従前のスタンスを明示的には崩しておらず、先週のダボス会議でも「中央銀行が購入できる資産はたくさんある」、「技術的に金融政策に限界はない」、「インフレ期待が影響を受ければ政策を調整する」などと述べており、依然としてハロウィン緩和時のロジックを堅持しているように見受けられる。円相場の見通しを検討する上で、ハロウィン・ロジックが生きているのか、それとももう死んでしまったものとして扱うべきなのかは極めて重要な論点だが、今のところ「生きている」という前提で考えざるを得ない(総裁がそう述べるのだから)。

～今後の見通しにとって気掛かりな黒田発言～

しかし、通貨政策と金融政策は必ず同じ方向を向いていなければ維持できない。マサチューセッツアベニューモデル(表)で示唆される通りである。現状の「捻じれ」を放置する限り、政府は円安対策により金融政策の副作用を押さえ込むことが必要になる。幸いにも今は原油安によって副作

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では・・
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレス パイラル回避	アベノミクス当初の日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	2014年以降の日本？
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	ユーロ圏
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景 気過熱防止	米国(※)
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	

(資料)筆者作成による。×は実現不可能なポリシーミックス。

(※)緊縮的な財政運営の縛りが緩くなりつつあるという意味で、米国は⑥に位置付けた。

用の怖さが糊塗されているが、仮に原油が底打ちした場合、金融政策は通貨政策への収斂を一気に余儀なくされるだろう。その際のショックを和らげるためにはやはり「2年で2%」の柔軟化が望まれるところであり、2年の縛りを撤回するのか、それとも2%を諦めるのか、それらを念頭に毎月の買い入れを縮小(要するに tapering) するのかなどの選択肢が考えられる。こうした文脈に照らすと、ダボス会議における黒田総裁の「輸出の現状を考慮すると、必ずしもこれ以上の円安が必要ということ
を意味していない」といった発言はどうしても重要な兆候に思えてくる。一刻も早く「2%」到達を狙いたい現行の政策フレームワークにおいて円安が不可欠なツールであることを踏まえれば、こうした発言にはやや違和感を覚え、今後の為替相場見通しに対する潜在的なリスクとして警戒したい。金融政策が円安を追求しない姿勢となれば、2012年以来のゲームのルールが変わることになる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
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～
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～本場の勝負はこれから～
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(10/7)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～)