

みずほマーケット・トピック(2015年3月12日)

日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～

本欄では繰り返し述べてきたように、年内130円到達はFRBの正常化路線継続は元より、日銀がハロウィンロジックに基づいて追加緩和に踏み切ることが大前提。だが、円安を取り巻く国内外の情勢は日増しに芳しくないものになっており、もはや追加緩和の芽は潰(つい)えたかのようにも思える。例えば2月景気ウォッチャー調査で示された景気判断に関する理由を見ていくと、円安に対する評価はネガティブなものが圧倒多数であり、過去2年間の円安が市井の人々への痛みとなって現れ始めている印象。内外要人発言を見ても、日銀が「2年で2%」の目標に固執することについて、明らかにハードルが上がっている。今後の注目は7月の日銀会合。同会合では「襷(みそぎ)としての追加緩和」が必要になる可能性も視野に入る。

～市井に滲み出る円安の痛み～

2014年度も残すところあと3週間余りとなったが、このままでいけば120円台に定着したまま新年度を迎えることになりそうである。過去の本欄や2月27日発行の『中期為替相場見通し』でも述べたように、年内130円到達はFRBの正常化路線継続は元より、日銀がハロウィンロジックに基づいて追加緩和に踏み切ることが大前提となる。しかし、円安を取り巻く国内外の情勢は日増しに芳しくないものになっていそうであり、もはや追加緩和の芽は潰(つい)えたかのようにも思える。

例えば2月景気ウォッチャー調査で示された現状の景気判断に関する理由をつぶさに見ていくと、円安・株高について一部肯定的な意見も散見されつつも、どちらかと言えばネガティブな回答理由が多く見られている。具体的には、以下のような指摘が見られた：

- 「建設業以外の顧客からは、消費増税、円安による原価高騰が話題にでる」(北海道、通信会社・営業担当)
- 「求人数は増加している。しかし、円安などがデメリットとなっている業種からの、事業主都合による離職者が増加傾向にある。」(東北、職安)
- 「依然円安が続くなか、ガソリン単価は上昇傾向で、消費者の節約志向が強く、必要最低限の物しか購入しない」(北関東、乗用車販売店・管理担当)
- 「売上が伸びているにもかかわらず、原材料価格の上昇や円安による輸入原価の高騰により、利益が出ず伸びない状況が続いている」(南関東、一般レストラン・経営者)
- 「円安の影響が企業では抑えきれず、消費者への価格転嫁が進んでいる」(南関東、通信会社・総務担当)

1 「原油価格下落→インフレ期待低下→予防的緩和」というロジック。こうしたロジックを前提とすれば、今後、コア消費者物価指数(CPI)がマイナス転化するタイミングで追加緩和を予想するのが妥当かと思われる。

- 「世間では円安と株価の上昇等で景気が良いと言われているが、受注量、販売量共に増加せず、景気が回復しているという実感はない」(東海、パルプ・紙・紙加工品製造業・総務担当)

円安のコストがいち企業では押さえきれないものになりつつあることは想像通りではあるが、一部では雇用のリスク(事業者都合による離職者)まで指摘されていることは目を惹いた。このほかにも「円安の恩恵を受けるのは、輸出型企業等、大企業の一部に限定されている(東海、公認会計士)」や「円安や株高を背景に、改善している企業とそうでない企業との差が広がっている(四国、金融業・副支店長)」といったように、円安のメリットが局所集中型であることを指摘する意見も複数見られている。もちろん、「円安の影響で輸出車両の利益率は 10%アップしている(近畿、乗用車販売店・営業企画)」、「円安や春節の影響で、アジアを含めた観光客の需要が目に見えて増加している(近畿、その他飲食[コーヒーショップ]・店長)」といったように、円安についてポジティブな意見も出ているが、ネガティブな意見が圧倒的多数である(これは内閣府公表の「景気判断理由集(現状)」において「円安」でキーワード検索すれば直ぐに分かる)。過去 2 年間の円安が市井の人々への痛みとなって現れ始めているように見受けられる。

～追加緩和を難しくする内外環境～

こうした世相に鑑みれば、4 月に統一地方選挙を控える与党としては軽々に円安を追求するのが難しく、必然的に牽制発言が多くなっていくのも当然である。要するに、通貨政策として円安を望むことが難しくなる。こうした状況下でも、金融政策を司る日銀は、「2 年で 2%」の達成を目指すのだろうか(目指せるのだろうか)。昨年来、本欄では円安を追求する金融政策はそのブレーキを望む通貨政策によって調整を迫られるリスクがある、と繰り返し述べてきた。幾度も見られている政府・与党要人の発言を踏まえれば、そのリスクは実現しつつあるように見え、先月も安倍政権の経済政策のブレーンである浜田宏一・内閣官房参与が、ロイターに対するインタビューの中で「目標を 2%から 1%近くに下げてもいい」、「達成期限も現在の 2 年程度を 3 年程度にしたって構わない(2 月 23 日)」などと述べた。明らかに政府から日銀に対してタオルが投げ込まれているように見える。

なお、3 月 10 日には、カーニー・イングランド銀行(BOE)総裁が議会委員会において、原油安を背景とするインフレ率低下に対し、追加の金融緩和で対応する運営に対し「極めて愚か」との考えを示している。10 月 31 日に行われた日銀のハロウィン緩和を指弾するような格好になっているが、恐らく ECB に対する思いも込めたものだろう。また、本日の日本経済新聞朝刊 7 面ではアダム・ポーゼン米ピーターソン国際経済研究所長(元 BOE 政策委員)が「黒田総裁のインフレ目標の枠組みは適切だが、約束の中身が具体的すぎる」などと述べ、目標の曖昧化を提案している。

日銀が「2 年で 2%」の目標に固執することについて、内外環境は明らかに難しい方向に変わり始めており、「ちゅうちょなく調整する」という意思表示は行いつつも、追加緩和の実現可能性は黒田日銀発足以来、最も低いものになっていることは否めない。

～「禊(みそぎ)としての追加緩和」は払拭できず～

もちろん、過去の本欄でも述べたように、黒田日銀の本領はその予測不可能性にあり、ロジカルな予想が全く奏功しない。内外環境がどうであっても、ちゅうちょなく追加緩和に踏み切る可能性はあ

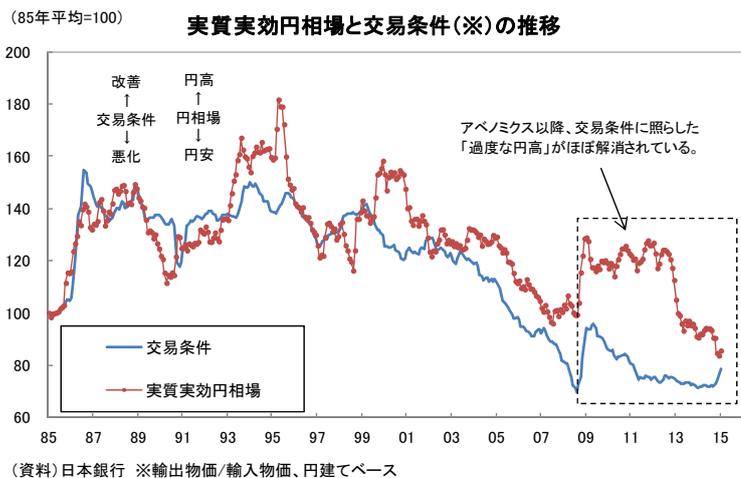
る。それがゆえに『中期為替相場見通し』で示すハウスピーアに関しては、依然「追加緩和ありきで年内 130 円」の予想を維持している。では、金融政策に係る見通しについて、「追加緩和はなし」と割り切るためには、いつまで待てば良いだろうか。

結論から言えば、筆者は黒田総裁が総裁で在り続ける限りにおいては、そのような局面は来ない（いつでも緩和は有り得る）と考えるが、敢えて言えば、コア CPI のマイナス転化が予想され、統一地方選挙も終わる 4 月以降の状況は見極める必要はある。仮に物価がマイナスに回帰し、選挙が終わったにも拘わらず政府からの円安牽制に変化が見られない場合、日銀の追加緩和の可能性は著しく低下したと考えざるを得ない。この際、見通しの下方修正は検討しても良いだろう。

但し、追加緩和の有無は脇に置いて、「2015 年度中」という期限が確実に迫る中で制度設計に何らかの修正が必要になることは間違いない。4 月の「展望レポート」はベア実現が盛り上がる最中、「雇用・賃金情勢の逼迫」を振りかざしつつ現状維持で突破できるかもしれない。だが、7 月はいかないだろう。目標期限まで半年を切ろうかというタイミングでコア CPI がマイナス圏にあれば、もはや 2% の実現可能性は殆どなく、目標設定に関し、何らかの修正は必要になる。この際、例えば、浜田参与が言うように目標を 2% から 1% 近くに下げたり、達成期限を 2 年程度から 3 年程度に延長させたりする可能性が考えられる。しかし、後退的修正を行ったにも拘わらず、何の一手も打たないというのは対外説明上、難しいと思われ、「禊(みそぎ)としての追加緩和」が必要になる可能性が否めないのではないだろうか。

このように考えるとやはり、年内の追加緩和を完全に払拭するのはまだ難しいように思われ、年内 130 円タッチの可能性は残る。基礎的需給こそ円売りではあるが、購買力平価(PPP)にしても、交易条件(図)にしても、これまで円安進行を支持してきたファンダメンタルズがその減速を示唆し始めており、さらなる円安加速には通貨・金融政策としての強い意思が必要である。

筆者はこれ以上の円安を支持するものではないが、円相場見通しの作成上、定量的なファンダメンタルズを丁寧に読み込むよりも、そうした政治的且つ定性的な流れを読み解く方が重要な局面に入ってきているように感じている。



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3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
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、改め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】『中期為替相場見直し』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～)