

みずほマーケット・トピック(2015 年 4 月 23 日)

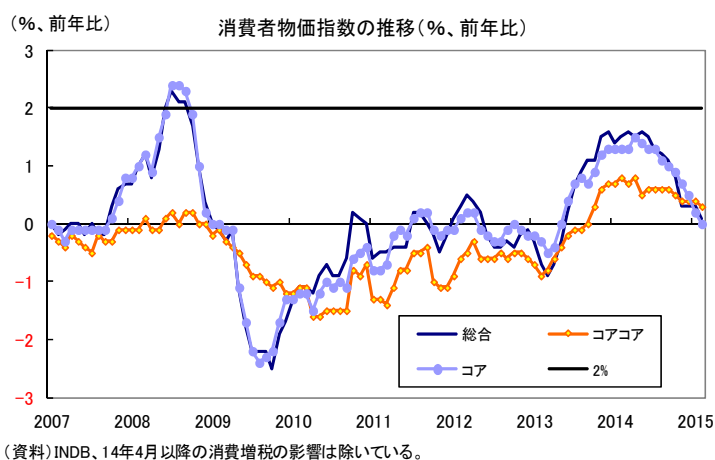
日銀政策決定会合プレビュー

円相場に係る目先の材料としては、やはり 4 月 30 日の日銀政策決定会合に注目が集まる。元より同会合における追加緩和観測は強いものではなかったはずだが、政府・与党要人からの各種発言を受けて俄かに注目が高まっている模様。現状、増税の影響を除くベースでコア CPI は前年比ゼロ、コアコア CPI でも同+0.3%にとどまっており、展望レポートにおける物価見通しの下方修正は必至の情勢。それゆえにリフレ政策支持派から追加緩和を催促する声が出始めるのは必然と言える(むしろそうでなければ不自然である)。しかし、秋以降の物価加速見通し、実質賃金下落を嫌気する政府、財政再建に対する政府・日銀の溝等を踏まえれば、やはり今月動く可能性は高いとは言えない。「票読み」の観点からも 7 月以降の方が盤石な意思決定が行える印象も。

～俄かに高まっている追加緩和観測～

円相場に係る目先の材料としては、やはり 4 月 30 日の日銀政策決定会合に注目が集まる。元より同会合における追加緩和観測は強いものではなかったはずだが、4 月 1 日、自民党の山本幸三衆議院議員がロイターとのインタビューにおいて「経済・物価情勢の展望(展望レポート)が公表になる 4 月 30 日会合が良いタイミングだ」と述べたことが報じられ、俄かに注目が高まったように見受けられる。その後、浜田宏一・内閣官房参与による「4 月末の日銀金融政策決定会合での追加緩和に強く反対することもない(4 月 14 日、ロイター)」といった発言や、「(エネルギーと食品を除いた指数の)コアコアでも(物価目標を)達成できないのであれば追加緩和をする必要がある(4 月 21 日、日本経済新聞電子版)」といった発言が報じられたこともあって、少なくとも海外勢における同会合への注目度は相応に高そうである。

2 月時点の消費者物価指数(CPI)を見れば、消費増税の影響を除くベースで総合が前年比+0.1%、生鮮食品を除く総合(以下コア CPI)が同 0.0%、そして食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(以下コアコア CPI)が同+0.3%であり、展望レポートにおける物価見通しの下方修正は必至の情勢である。それゆえにリフレ政策支持派から追加緩和を催促する声が出始めるのは必然とも言えるし、むしろリフレ政策(≡ベースマネー蓄積)の効用を心底信じているのであれば、そう考えなければおかしいとも言える。



～キーフレーズの変更～

4月22日付の日本経済新聞朝刊は来週公表の展望レポートについて、日銀が「2015年度の物価上昇見通しを従来の1%から、0%台後半に下方修正する検討に入った」と報じている。現状、展望レポートにおける2%実現の「期限」に関するキーフレーズは「見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間」であり、具体的には2016年3月末という建付けになっている。今回の展望レポートでは2017年度見通しが追加され「見通し期間の中盤」は2016年度となるため、このキーフレーズは必ず変わる。仮に、2016年3月末という期限に固執するのであれば、黒田総裁が「賃金上昇などにより、おそらく今年秋以降にかなり加速していく(4月8日の会合後記者会見)」と述べていることなども踏まえ、「2015年度終盤にかけて」などといった表現が好まれる可能性が高い。

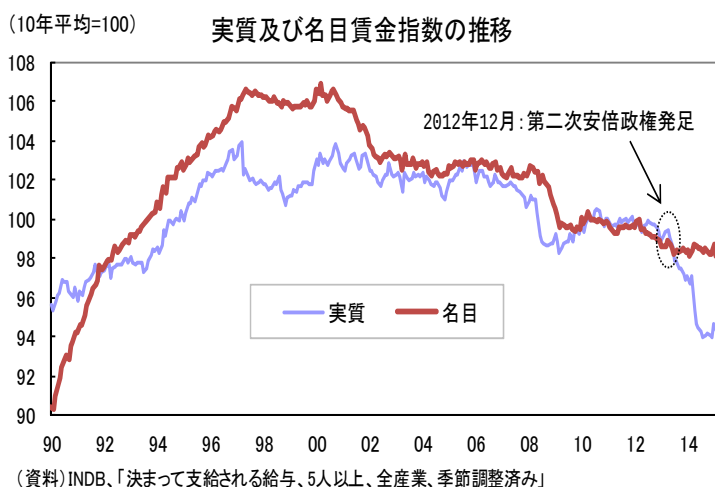
なお、上記報道にある通り、仮に2015年度の物価見通しが0%台後半になるとしても、それは2015年度前半がゼロもしくはマイナス圏、2015年度後半が2%付近まで上昇した結果と主張することも可能である。このロジックに立つならば必ずしも今回の追加緩和は必要ない。但し、秋以降の物価見通しの確度が高まる7月において一段と厳しい物価情勢になっていれば、政策効果のラグを考慮すれば、恐らくその時が追加緩和を行う最後のチャンスとなるのではないか(10月以降の物価を加速させるために10月に緩和するのでは如何にも遅いだろう)。

～現状維持: 実質賃金を悪化させるわけにはいかず～

政治との距離感を踏まえても、今回は現状維持の可能性が高い。既に再三報じられているように、今年の春闘では例年にならぬほど強いベアが実現しており、雇用・賃金情勢は完全雇用とも形容し得る状態が続いている(ゆえに、この部分だけを引き合いに出せば、予想すべきシナリオは現状維持ではなく引き締め方向となる)。また、安倍首相においては実質賃金の低迷を批判する野党議員に対し「実質賃金が上がっていくステージに入っていきたい(2014

年10月3日の衆議院予算委員会)」、「今年は消費税の引き上げなく、実質賃金は上がっていく(2015年3月13日の衆議院予算委員会)」といった答弁を行っている。追加緩和を行えば、その後、円安経由の輸入物価上昇そして実質賃金下落という展開が自明であるため、やはり追加緩和の政治的難易度は極めて高いと言わざるを得ない¹。

また、政治との絡みで言えば、財政再建に関する考え方に対し、黒田総裁と政府の間に溝があるという報道が散見されるようになっていることも重要かもしれない。「政府の財政再建姿勢が堅持



¹ その他、政府の通貨政策と日銀の金融政策の「捻じれ」に係る議論に関しては本欄 2015 年 4 月 15 日号『通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～』をご参照下さい。

されてこそ金融緩和」というのが黒田総裁の理念とすれば、消費増税先送りは今後の緩和意欲を削ぐものとなった可能性も否めない。現状の本欄では黒田日銀は2%実現のために少なくともあと1回は手を尽くすという前提で円相場見通しを作成しているが、こうした財政再建を巡る政府・日銀間の溝が極めて深いのだとすれば、その前提は強過ぎるのかもしれない。

～票読みの観点～

なお、昨年10月31日の追加緩和が5対4という僅差で決定された経験を踏まえると、「次の一手」を考える上では票読みも重要である。一昨日、政府は6月30日で任期が満了する森本日銀審議委員の後任人事案として、布野幸利氏(トヨタ自動車相談役)をあてる人事案を提出した。追加緩和に係る布野氏のスタンスに関しては現状では情報が少ないが、退任する森本氏と比べれば緩和積極派と評価する向きは多い模様である(裾野において円安が逆風となり得る中小企業も多い自動車業界出身であることを踏まえれば、そのような評価は安直に過ぎるようにも思われるが・・・)。なお、先般着任したばかりである原田氏については着任前こそ積極緩和派と思われたが、直近では

「2%という目標の数字と期間を両方ともリジッドに考える」ことは難しいとも述べており、日銀執行部よりも政府のスタンスに近いようにも見受けられる(ゆえに表では「△～○」とした)。

従前の投票行動を前提とすれば、原田氏、布野氏のいずれかが賛成に回れば賛成多数で緩和が可決され得るパワーバランスが推測される。「票読み」という観点からも4月ではなく森本氏が退任する7月以降の会合の方が、盤石な意思決定が可能となりそうである。

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
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPP の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか?～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続?～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～「prudent optimism(節度ある楽観)」の先行きは～」)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和と政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
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～
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	なぜ為替と株値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	イエレン議長証言を終えて～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～デュアルマンドートの狭間で～)
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、輪審制の解説
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)未満の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～