

みずほマーケット・トピック(2015年7月16日)

日銀金融政策決定会合を受けて

昨日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。展望レポートの中間評価に関しては、2015年度の成長率見通しが+2.0%から+1.7%へと引き下げられ、消費者物価指数(CPI)に関しても各年度で0.1ポイントずつ下方修正されたが、引き続き2016年度には2%目標の達成が視野に入るという見通しが維持されており、総じて無風の内容。敢えて言えば、原油価格の想定が足許対比で強めであり、CPI見通しはダウンサイドリスクを孕んでいるように思われる。追加緩和の可能性に関しては国債購入量が限界に達し、「量」から「質(金利)」へのレジームチェンジが起きるといふ技術的な壁(要するに玉不足)を理由とする展開を除けば、原油価格の急落、円相場の急騰、日経平均株価の急落などがトリガーになり得る。来年1月までに追加緩和がないのならば、7月の参院選と日銀会合のタイミング次第では、来年10月まで日銀は政治的に動くのが難しいか。

～展望レポート「中間評価」～

昨日の日銀金融政策決定会合は賛成8、反対1で現状維持を決定。輸出や鉱工業生産に対し「振れを伴いつつも」との表現が付け加えられたが、直近のギリシャ情勢や中国株式市場の状況にも拘わらず、概ね前向きな景気判断が維持されている。「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、2015年度の成長率見通しが+2.0%から+1.7%へと引き下げられ、消費者物価指数(CPI)に関しても各

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
2015年度	1.5~1.9 <1.7>	0.3~1.0 <0.7>	
4月時点の見通し	1.5~2.1 <2.0>	0.2~1.2 <0.8>	
2016年度	1.5~1.7 <1.5>	1.2~2.1 <1.9>	
4月時点の見通し	1.4~1.8 <1.5>	1.2~2.2 <2.0>	
2017年度	0.1~0.5 <0.2>	2.7~3.4 <3.1>	1.4~2.1 <1.8>
4月時点の見通し	0.1~0.5 <0.2>	2.7~3.4 <3.2>	1.4~2.1 <1.9>

(注)◇内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

年度で0.1ポイントずつ下方修正されたが、引き続き2016年度には2%目標の達成が視野に入るという見通しが維持されている。来年から会合数が8回へ減少し、展望レポートが4回となることを受けて今回が「最後の中間評価」となったわけだが、総じて無風の内容で終わったと言える。

敢えて言えば、イランの核開発問題に関する合意などを受けて俄かに注目が集まっている原油価格(ドバイ)に関し、「1バレル60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している」との想定が置かれたことは目につく。足許の原油先物動向に照らせば、この想定は強めであり、CPI見通しはダウンサイドリスクを孕んでいるように思われる。しかしながら、展望レポートにおけるコアCPIの前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、「2015

年度で▲0.7～▲0.8%ポイント程度、2016年度で+0.1～+0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると試算される」となっている。つまり、2016年度前半に2%へ到達するにあたって、「原油価格の手は借りない」との前提であり、あくまで雇用・賃金情勢の逼迫が物価上昇をけん引するとの見通しであるため、多少の原油価格下振れが政策運営に与える影響は軽微というのが基本スタンスなのだろう。

～追加緩和について～

追加緩和の可能性に関しては国債購入量が限界に達し、「量」から「質(金利)」へのレジームチェンジが起きるといった技術的な壁(要するに玉不足)を理由とする展開を除けば、原油価格の急落、円相場の急騰、日経平均株価の急落などがトリガーになり得る。ドル/円相場に関してはハロウィン緩和直前の110円付近まで円高になった場合、日銀は動かざるを得ない可能性が高い。黒田総裁は為替相場の動きは物価動向等、ファンダメンタルズを反映した動きと考えている。つまり、著しい円高はデフインフレないしデフレ基調への回帰と解釈される筋合いにある。だが、基礎的需給環境が大きく円買い超過に傾いているわけではない中¹、そのような動きは想像し難い。

では、急激な円高はどのような場合に考えられるか。例えばFRBの正常化プロセスが頓挫し、QE4などの単語が飛び交っている局面などが考えられる。そしてそのような局面は、中国株の急落と共にNYダウ平均株価や日経平均株価も急落を伴っている恐れが強い。もしくは、ドル高によってFRBが正常化の手綱を緩めるような局面も考えられる(これは2016年において十分考えられる)。もちろん、原油価格の急落などもCPIの急落を通して、追加緩和観測を招く恐れが強い。

それら想定外のショックや玉不足を脇に置くならば、FRBの正常化プロセスと共に円安が進み、原油価格下落による寄与度が剥落する中、物価は押し上げられるだろう。昨日のイエレンFRB議長の議会証言において再び年内利上げ方針が確認されたことは、こうした基本シナリオの確度を高めるものであった。国内においてコアコアCPIの反転が想定よりも早く確認されていることを踏まえれば、追加緩和があるにせよ、今年10月よりも来年1月の可能性の方が高そうに思われる。

なお、来年7月に参院選が控えている以上、来年上半期における過度な円安は演出が難しく、事実上、来年4月の追加緩和は封じられていると考えた方がよい。とすれば、来年1月までに追加緩和がないのならば、7月の参院選と日銀会合のタイミング次第では(※現状ではまだその前後関係は不明)、来年10月まで日銀は政治的に動けないと想定すべきかもしれない。米国にしてもFRBが正常化プロセスに「無事」着手し終わり、大統領選挙が近づく状況ではドル高を忌避したい意向が高まるだろう。やはり来年は円安・ドル高が折り返す年になるように思えてくる。

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。

¹ 直近の需給環境に関しては本欄2015年7月9日号『不運が続く円安シナリオ』をご参照下さい。

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7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ポリアリテティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
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、PSPF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月利上げの芽は潰れたか～
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	イェレン議長証言を終えて～年央利上げに言質を与えず～
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～)