

みずほマーケット・トピック(2015年9月16日)

判断を迫られる通貨・金融政策～株価か実質賃金か～

日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。一部に燻っていた追加緩和観測を退けた格好だが、コア CPI がゼロ%近傍で推移している以上、引き続き追加緩和を催促するムードが日銀に付き纏うのは必至。昨年の経緯や黒田日銀の奇襲癖を踏まえれば、追加緩和はいつあっても不思議ではない。だが、昨年と現在の最大の違いは政府の通貨政策と日銀の金融政策の捻じれが隠しようのないほど強まっているという事実。ここにきて金融政策で物価高(≒通貨安)を目指し、通貨政策では過度な通貨安を避けようとする日本のポリシーミックスの矛盾が際立ち始めている感は否めない。政府は円安をもたらす家計部門へのダメージを懸念し始めているが、株価上昇が苦戦を強いられている内閣支持率の押し上げに寄与すると判断されれば、通貨政策と金融政策の利害は追加緩和で一致することも有り得る。要するに、今の日本の通貨・金融政策は「株価を取るのか、実質賃金を取るのか」の二者択一を迫られている。増税したいのなら後者が賢明だろう。

～「新興国経済の減速」を連呼～

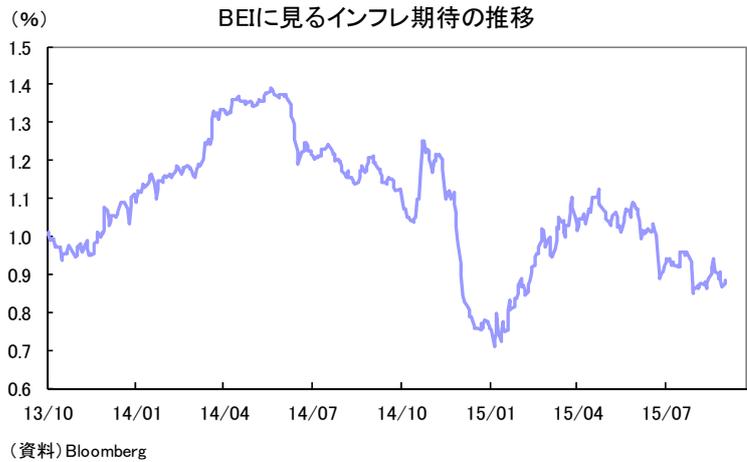
昨日の日銀金融政策決定会合は賛成 8、反対 1 で現状維持を決定した。一部に燻っていた追加緩和観測を退けた格好だが、公表文における情勢判断は明確に下方修正されている。

具体的には「緩やかな回復を続けている」とする景気認識の結論部分は維持されたが、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの」といった一句が挿入され、全体としては下方修正された。また、海外経済に関しても前回の「先進国を中心に回復している」から「新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている」とこちらも下方修正されている。さらに、輸出・生産に関する判断も「振れを伴いつつも、持ち直している」から「新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている」へと明確に下方修正されている。なお、輸出・生産に関しては、「持ち直し」が「横這い」となっており方向感の修正を伴っていることから、今回の下方修正の中では比較的大きな震度を伴っているとの印象を受ける。ここまで見ても分かるように、下方修正の理由はひとえに「新興国経済の減速」に集約されており、下方修正された箇所全てにこの表現が挿入されている。一方、設備投資に関しては「企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある」が「企業収益が明確な改善を続けるなかで、緩やかな増加基調にある」としており、企業収益部分を上方修正している。景気認識や景気見通しの部分に関し、全体的な判断が据え置かれたのはこうした企業部門の強さでバランスを取ったためなのだろう。とすれば、今後は収益に見合った設備投資が出てくるのかどうかは鍵となるが、その見通しは明るくない。

現状維持決定を受けたドル/円相場は一時 120 円を割り込む動きが見られたが、昨晚発表された米 8 月小売売上高を好感する流れからドルが買われ、直ぐに 120 円台を回復している。

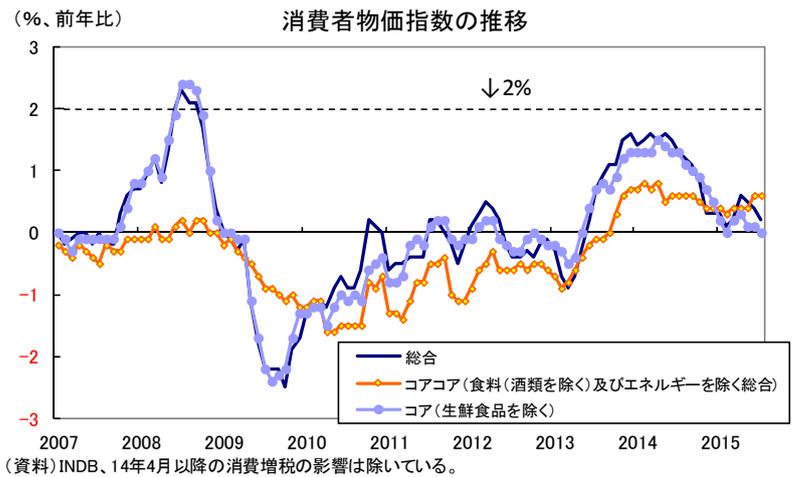
～「基調は高まっている」について～

記者会見において追加緩和の可能性は高まったかとの問いが見られたが、これに対し黒田日銀総裁は「物価の基調は着実に高まっている。その意味で量的・質的金融緩和(QQE)は所期の効果を発揮している」と述べ、その可能性を一蹴している。しかし、この基調が何を指しているのか相変わらず判然としない。右図は日本の10年ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)だが、これは誰がどう見ても



「高まっている」とは言えない。今春から比較しても、また、昨年ハロウィン緩和時から比較しても足許の方がインフレ期待は低い。この点、黒田総裁は「色々な指標を全体として見ると、おおむね横這い」と述べており、複数の指標を見た結果としての基調判断であることを強調している。

確かに東大日次物価指数は上向いており、消費者物価指数(CPI)も食料(酒類を除く)及びエネルギーを除くコアコアベースで見れば前年比+0.6%とまずまずの仕上がりである(図)。また、今や日銀の最後の拠り所となった感が強い雇用・賃金情勢も物価判断をタカ派寄りにするにあたって支援材料になっているのは間違いない。しかし、それでもターゲットに据えている生鮮食品を除くコアCPIがゼロ%近傍で推移している以上、引き続き追加緩和を催促するムードが日銀に付き纏うのは避けられないだろう。今更ターゲットを変えるのは困難である。



今後、日銀が取り得る最も無難な選択肢は「2年で2%」という厳格なインフレターゲットの御旗を降ろし(もう2年は形骸化しているが)、フレキシブル・ターゲットへ移行した上で、無為な追加緩和観測を払拭することである。執行部・事務方においてはその理屈を考えている最中かもしれない。

～追加緩和は無いはず・・・だが～

昨日の黒田総裁会見を額面通り受け止めれば追加緩和の可能性はゼロに近い。しかし、原油価格が下がり、株価が低迷、実体経済も個人消費を中心として足踏み状態という状況はハロウィン緩和に至った1年前と酷似している。この点、岩田副総裁を筆頭に昨年のハロウィン緩和に賛成したにも拘わらず、この期に及んで追加緩和の提案が1つも出てこないというのはやや違和感を覚えるところではある。現状を見れば物価動向以前の問題として実体経済下支えという名目から追加緩和

和が実施されても全く不思議ではない状況だが、後述するように、追加緩和が景気にとって両刃であることを懸念しているため踏み込んだ提案が出来ないのだろう。

なお、当時の黒田総裁も昨日の様な強気を貫いていたが、昨年 10 月 31 日に突如として声明文が弱気化し、追加緩和に至るという経緯だった。この豹変振りは後に国会でも強い非難を浴びただけに¹、さすがに今回は同様の立ち回りを避けるのではないかと思われるが、最終的には 10 月 6～7 日の声明文を踏まえた上で 10 月 30 日の予想を立てるしかないだろう。

～株価を取るのか、実質賃金を取るのか～

黒田日銀の奇襲癖やここに至るまでの実体経済悪化を踏まえれば、黒田総裁の強気発言とは裏腹に、追加緩和はいつあっても不思議ではないという考えもある。だが、昨年と現在の最大の違いは政府の通貨政策と日銀の金融政策の捻じれが隠しようのないほど強まっていると

ポリシーミックスの組み合わせ

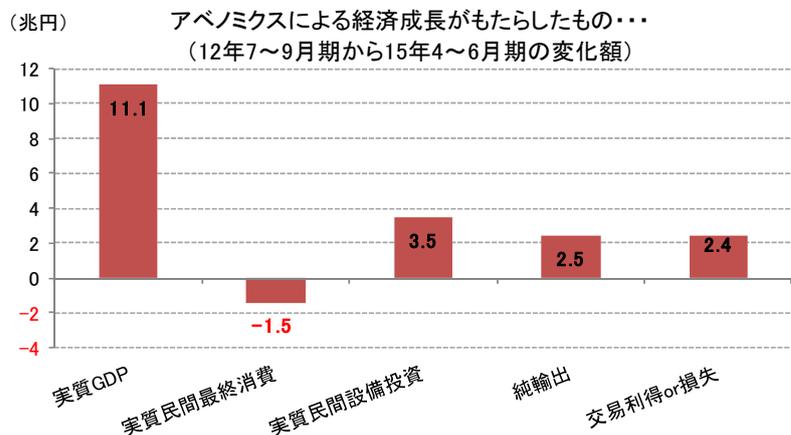
	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では…
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラレル回避	アベノミクス当初の日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	今の日本？
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	ユーロ圏
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止	米国(※)
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	

(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。

いう点にある。昨年来、本欄では同論点について繰り返し議論してきたが²、ここきて金融政策で物価高(≒通貨安)を目指し、通貨政策では過度な通貨安を避けようとする日本のポリシーミックスの矛盾が際立ち始めている感がある(表)。

円安を追求すれば必然、物価上昇が付いてくる。これはアベノミクスが当初企図した通りの動きだが、もはや政府の所管する通貨政策としてこれを快く受け入れる状況には見えない。9 月 11 日の経済財政諮問会議後の甘利経済再生相の記者会見では安倍首相が家庭の情報通信費引き下げを指示したことが明らかになり話題となった。また、同会議に提出された資料においても「身近な食料品等の物価上昇が相次ぐ中、低所得者層等の消費活動に影響を与えている可能性」が言及されている。内閣府の公表する景気ウォッチャー調査の「景気判断理由集」を見ても、円安を理由とする苦境が多く報告されている。過去 2 年で円安が進めば輸入



(資料)内閣府、※季節調整済み実質GDPの金額を使用

過去 2 年で円安が進めば輸入

¹ 本欄 2015 年 4 月 24 日号『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～』をご参照下さい。黒田総裁は今年 2 月 26 日の参院財政金融委員会で大門実紀史議員(共産党)から「答弁と三日後の発表された中身が余りにも乖離がある」と強い批判を受けたことが話題となっている。

² 例えば 2014 年 11 月 6 日号『当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス』をご参照下さい。

物価経由で実質賃金が下がるという経路が明らかになった以上、政府の司る通貨政策として安易に円安を認めるわけにはいかないという事情はよく理解できる。実際、アベノミクス後の実質 GDP を見ても(前頁図)、個人消費の水準は増えるどころか減っている。経済に付加価値をもたらしたのは主に企業部門(設備投資や純輸出)であり、この還元は家計部門へ行われていないのが現状である。昨日、黒田総裁は会見の中で「齟齬を来していることは全くない」と政府と日銀の捻じれ状況を否定し、菅官房長官も昨日の記者会見で「引き続き経済・物価の情勢を踏まえながら、2%の物価安定目標を実現することを期待したい」と歩調を合わせて見せた。だが、両者の認識はどうあれ、追加緩和を行うためには家計部門の購買力を削ぐという覚悟が必要であることには変わりはない。

それでも追加緩和の芽が消えないのは株価と円安の間の正相関が未だに健在であるからに他ならない。追加緩和によって実質賃金は下がり、恐らく GDP 上も景気は押し下げられる公算が大きい、同時に株価が上がる公算も大きい。株価上昇が苦戦を強いられている内閣支持率の押し上げに寄与すると判断されるのであれば、政府と日銀の利害は追加緩和で一致することができる。要するに、今の日本の通貨・金融政策は「株価を取るのか、実質賃金を取るのか」の二者択一を迫られている段階にある。2017 年 4 月に本当に消費税を引き上げたいのであれば、やはり後者に重きを置くのが賢明な判断に思われる。

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.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分))を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
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～ボラティリ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	クーレ発言の真意と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直しについて
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、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