

みずほマーケット・トピック(2015 年 10 月 20 日)

日銀金融政策決定会合プレビュー(10 月 30 日開催分)

市場の注目は欧米中銀の政策決定会合を越えて、30 日の日銀金融政策決定会合に集まっている。結論から言えば、筆者は現状維持を予想。理由としては①政府の通貨政策としてさらなる円安は容認されないと思われること、②食料・エネルギーを除くコアコア消費者物価指数(CPI、以下日銀版コア CPI)に代表される「基調」がしっかりしていること、③もはや「次の一手」が限られていること、④FRB の出方を窺う必要があることなどが考えられる。付利引き下げは黒田総裁自身が峻拒していることもあり、可能性は非常に低い。むしろ、追加緩和よりも、そのような無理をしないための枠組みへの変更(フレキシブルターゲットへの変更)などの方が現状ではあり得そうに思える。無理に物価上昇に拘泥して、家計部門の所得環境を傷つけるくらいならば、「名誉ある撤退」の方が政府並びに実体経済からも賛同が得られる状況ではないだろうか。

～現状維持よりも枠組み変更の方が有り得るか～

今週は 22 日に ECB、来週は 27～28 日に FRB、そして 30 日に日銀がそれぞれ政策決定会合を開催する。昨日の本欄でも議論したように ECB については現状維持だろう。FRB についても、9 月記者会見時に示唆されていた「利上げ+臨時会見」を予想する向きはもはや皆無である。欧米の政策決定会合にある程度の見通しが立っている中、やはり最後に控える日銀金融政策決定会合の行方に注目が集まる。今のところ、現状維持派と追加緩和派は拮抗しているムードがあり、これが相場こう着の一因となっているようにも見受けられる。

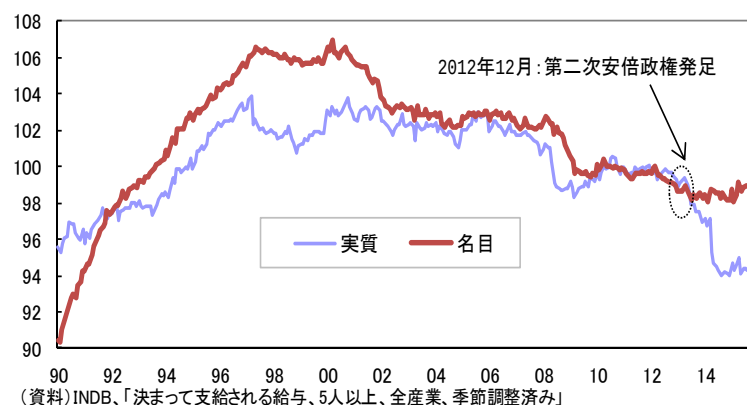
結論から言えば、筆者は現状維持を予想している。理由としては①政府の通貨政策としてさらなる円安は容認されないと思われること、②食料・エネルギーを除くコアコア消費者物価指数(CPI、以下日銀版コア CPI)に代表される「基調」がしっかりしていること、③もはや「次の一手」が限られていること、④FRB の出方を窺う必要があることなどが考えられる。最後に述べるように、追加緩和よりも、そのような無理をしないための枠組みへの変更などの方が現状ではあり得そうに思える。

～円安は歓迎されない～

最も大きな理由はやはり①である。安倍首相は、9 月 11 日に開催された経済財政諮問会議において「携帯料金等の家計負担の軽減は大きな課題である。その方策等についてしっかり検討を進めてもらいたい」と述べたという。これを受けて、昨日には携帯電話料金の引き下げを検討する総務省の有

(10年平均=100)

実質及び名目賃金指数の推移

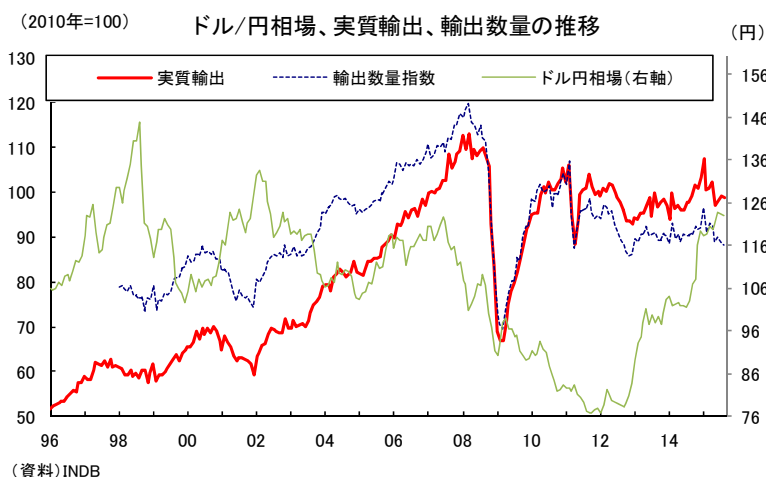


識者会議(タスクフォース)が開催された。実質賃金が思うように浮上しない状況にあって、もはや今以上の物価上昇が政治的に容認し得る情勢にはないのだろう。確かに円安は製造業を中心として企業収益の改善に結びつき、実際に名目賃金の引き上げにも至っているが、実質賃金の低迷が続いている以上、民意に配慮する政治が今以上の円安を追求するのは難しい(前頁図)。

実際、過去1年のGDP統計を振り返ってみても、実質雇用者報酬の鈍化が個人消費の減速に繋がっている疑いは強く、円安を追求しないこと自体は正しい選択と思われる。また、既に鉱工業生産の減速やこれに応じた月例経済報告(内閣府)における総括判断の1年ぶりの下方修正など、実体経済活動は減速が鮮明であり、ドル/円の高止まり(円安の継続)が景気改善に効いている跡は確認されない。実

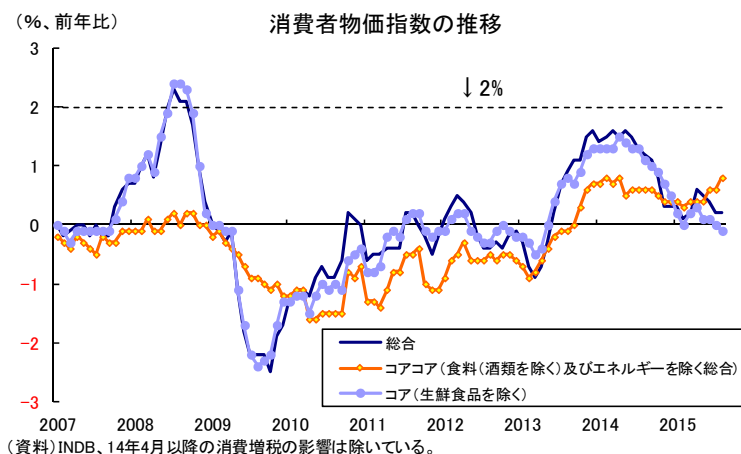
質輸出にしても、輸出数量指数にしても、ドル/円の急騰に対して、割に合った増加は全く示していない(図)。特に、生産活動への起点としては数量指数の増加が期待されたわけだが、足許では図示されるようにアベノミクスが始まった2012年末と比べてほぼ横這いである。この点、当初期待された「円安→輸出増→生産増→所得増→消費増」の好循環が生じるには至っていない。

もちろん、失業率は下がっているし、賃金も上昇傾向にあるなど、雇用市場における改善が進んでいるのではないかという反論は有り得る。事実、「展望レポート」のロジックでは雇用・賃金情勢が最後の拠り所となっている感は強い。だが、上述したように事実として景気は減速している。景気減速下での雇用逼迫は、むしろ完全雇用下での供給制約を意味しているはずであり、「悪い物価上昇(ひいてはスタグフレーション)」が懸念される状況である。名目賃金は重い腰を上げ始めたが、実質賃金が依然低迷する現状はそのような懸念と整合的である。こうした状況下での円安加速が歓迎されないことは多くの説明を要しないだろう。なお、昨年ハロウィン緩和時にはまだ、円安コストという概念に関し賛否がある世相だった。それでも追加緩和は5対4という薄氷の判断だったのである。上述したような経済環境を踏まえれば、現状維持が合理的な判断なるだろう。



～「基調」の強さが導く現状維持～

次に、②の理由、「基調」がしっかりしていることも現状判断の理由になり得る。10月7日の定例記者会見で黒田総裁は「生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、既に1%を上回る水準まで上昇していますし、その他様々な指標をみると、物価の基調は着実に高まってきているとみ



ています」と述べている。日銀が現状維持を貫くにあたっては「基調は着実に高まってきている」が決まり文句となっているが、その根拠として頻繁に使用されるようになっている日銀版コア CPI は確かに 8 月時点で前年比+1.1%と堅調である。このほか黒田総裁は「基調」に関わりそうな発言として以下のように述べている。長いが、重要と思われるのでそのまま抜粋する：

- 企業の価格設定行動が、日次物価指数や週次物価指数などをみますと、昨年とかなり様変わりで、価格の引き上げが続いています。賃金についても、今年の春闘で昨年以上のベアその他が決定されたわけでして、そういったことを全体としてとらえると、予想物価上昇率も長い目でみれば全体として上昇しているという判断は変える必要はないと思っています。

昨年との相違点を強調していることは目を惹く。昨年とは違って「基調」の強さを感じさせる要因が多数あるのならば、現状維持の判断が妥当ということになる。ここで挙げられている、日次・週次物価指数に見られる企業の価格設定行動の変化や昨年以上のベアといった現状はたった 3 週間で変わるものではない。むしろ、こうした強気は 1 年前も同様だった、という事実は承知している。だが、「昨年もそうだった。今年は騙されない」という市場心理が流布していること自体、サプライズによって「期待に働きかける」ことを信条とする黒田総裁からすれば現状維持を選択する理由になる。

なお、他にも黒田総裁は、今月 9 日、リマで開かれていた 20 か国財務相・中央銀行総裁会議 (G20) の終了後会見において「今の時点で何かあわててしないといけない、ということではない」と述べている。直近の情報発信を元にすれば現状維持を予想するほかない。裏を返せば、それほど対外的な情報発信と齟齬のある意思決定が下されるのであれば全くの予想不可能であり、お手上げと言わざるを得ない。

～カードが限られているからこそ慎重になる～

上述の 2 つの理由 (①と②) が現状維持を決定づけるドライバーと筆者は考えるが、まだ理由はある。少なくとも「量」を追求するスキームを継続するのであれば、「次の一手」が最後のカードとなるため、その費消には慎重にならざるを得ない、ということである (③の理由)。市場では「超長期であればまだあと 1 回は打てる」との観測が見られるが、それは元より困難な出口戦略をさらに困難にするだろう。こうした状況下、「付利引き下げ」に対する観測も根強いが、10 月 7 日の記者会見で黒田総裁は「付利の引き下げについては検討しておりませんし、おっしゃるように近い将来考えが変わる可能性もないと思っています」と峻拒している。ここまで断言して、付利の引き下げに踏み切る可能性は流石にゼロ%に近いだろう。あるのであれば、現行スキームの拡大と思われる。

とすると、次のカードは有事に備えて慎重に使わなければならない。例えば、上述したような日銀版コア CPI まで腰折れたり、ドル/円相場がハロウィン緩和以前の 110 円割れとなったりした時などが考えられるが、例えば後者を心配するならば 12 月の FOMC の行方まで見守ってから動きたいという思いがあるだろう (④の理由)。結局、③の理由があるからこそ、その費消には慎重を期す必要があり、だからこそ④の理由にも配慮される、という理屈である。過去 3 か月の市場混乱にも拘わらず、ドル/円相場は 118.50～121.50 円の約 3 円レンジで収まっており、株価に比べれば相当安定している印象を受ける。黒田総裁が述べるように、今の時点で慌てる必要性は見られない。

～追加緩和よりも有り得るフレキシブルターゲットへの移行～

もちろん、元より目標として設定されているコア CPI が大崩れしており(9 月分で前月比▲0.1%)、「2016 年度前半頃」としていた 2% への到達は絶望的である。この点、これまでの手口を踏まえれば、今回の展望レポートでは「2016 年度を中心とする期間」へと修正される可能性もある。だが、それはあまりにも二番煎じであり、体面上宜しくないという判断に至れば、「2%を視野に緩和路線を継続する」などの表現に切り替わるかもしれない。要するに、如何なる犠牲を払ってでも物価を引き上げるべきといった「厳格な期限を切ったインフレターゲット」の枠組みを放棄し、より状況を見ながら政策運営を調整する「フレキシブルなインフレターゲット」の枠組みに移行するということである。

それは、何が何でも「2 年」に拘ることが「期待に働きかける」効果の一翼を担うと主張してきた現行の量的・質的金融緩和(QQE)の枠組みが瓦解するということでもある。だが、今ならば、日銀が一時的に気まずい思いをするだけで済むという考え方も有り得る。既に日銀版コア CPI は 1% 超で安定し、雇用は完全雇用状態に到達、円安・株高も爆発的に進んだまま高止まりしている。ここで日銀が QQE 枠組みの修正(フレキシブルターゲットへの移行)に踏み切ったところで、一気に元の状況に戻るといようなことは有り得ないだろう。少なくとも FRB が利上げへのファイティングポーズを解いていない状況ならば円高余地は限られる。無理に物価上昇に拘泥して、家計部門の所得環境を傷つけるくらいならば、「名誉ある撤退」の方が政府並びに実体経済からも賛同が得られるように思われる。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待?～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も?～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は?～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～期代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
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年上半年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年上半年期を終えて～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	本邦に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、交差する三種の惑星～
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直しについて