

みずほマーケット・トピック(2015 年 11 月 2 日)

日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～

注目された先週 30 日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。2%の達成時期は 2016 年度前半から 2016 年度後半へ、2 度目の先送りに。もはや「rigid に 2 年で 2%を目指す」としていた当初に比べ、大分、フレキシブルな運営に移行した印象は拭えない。とすれば、今後の追加緩和の可能性は一段と低くなったと見ることもできるが、展望レポートを見る限り、海外経済動向を筆頭に数多くのリスク要因が列挙されている。これらがメインシナリオに影響を与える懸念が残る以上、引き続き市場で追加緩和観測が消えることはない。むしろ消えていないからこそ、株・為替の反応は冷静なものに止まったのだと考えられる。いずれにせよ、黒田日銀の「市場との対話」は体制発足以来、最大限まで混線している。筆者は「政府の通貨政策の方向感と異なる金融政策は取れない」との原則論に基づき現状維持を予想し続けるが、2014 年 10 月 31 日に見せつけられた「予防的緩和」のロジックがある以上、追加緩和の可能性は常に検討の必要があるのも事実。

～市場との対話は最大限まで混線～

注目された先週 30 日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定、マネタリーベースを年間約 80 兆円相当のペースで増加させる方針を据え置いた。追加緩和観測は根強かったものの、金融市場の反応は意外にも冷静でありドル/円相場は一時的に乱高下しながらも(120.29 円～121.50 円)、結局は会合前の 120 円台半ば付近に着地し、行って来いの展開となった。現状維持と追加緩和の中間地点に予想があったことを思えば、「上値も下値もつけにいった」のは自然かもしれない。

引き続き、原油価格の影響を除いた物価の基調(代表的には日銀版コア CPI)は強いとの主張が保持されており、現状維持の判断に至っている。とはいえ、2%の達成時期は 2016 年度前半から 2016 年度後半に後ずれしており、これで 2 度目の先送りとなる。もはや「rigid(厳格)に 2 年で 2%を目指す」としていた当初に比べ、大分、フレキシブルな運営に移行した印象は拭えない(それ自体は良いことだと筆者は考えるが)。とすれば、今後の追加緩和の可能性は一段と低くなったと見ることもできるだろう。既に報じられているように、今回の会合は「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」を検討する会合としては約 12 年ぶりの短さ(声明文は 12 時 22 分公表)だった。要するに、それだけ論点の対立は少なく、いわんや追加緩和の検討など埒外だったことが推測される。とはいえ、展望レポートを見る限り、海外経済動向を筆頭に数多くのリスク要因が列挙されている。これらがメインシナリオに影響を与える懸念が残る以上、引き続き市場では追加緩和観測が燦々だろう。

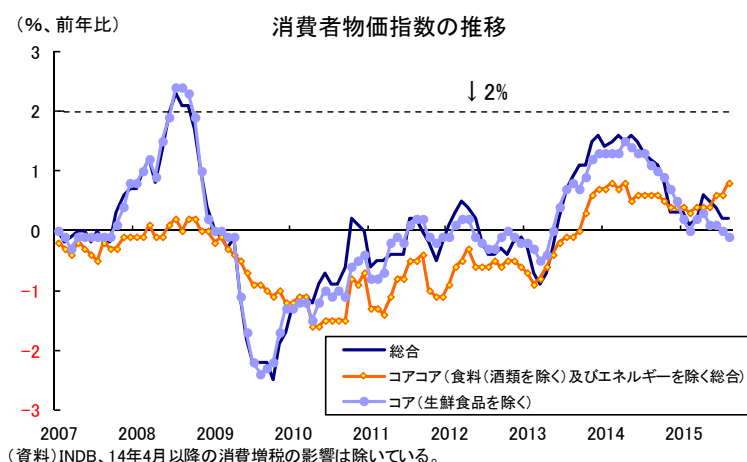
今回の会合の事前事後を通じて感じたことは、黒田日銀の「市場との対話」は体制発足以来、最大限まで混線しているということである。今回の会合に関しては、少なくない向きが追加緩和を予想していた(例えばブルームバーグ調査¹では 40%超が追加緩和を予想していた)。これは、昨年 10

¹ ブルームバーグが直前に実施したエコノミスト 36 名を対象とするアンケート調査では 15 名(41.7%)が追加緩和を予想していた。※なお、筆者は現状維持で回答している。

月 31 日以降、黒田日銀総裁の言動や経済指標の好不調に関し、何をどれくらい重く受け止めれば良いのかについて確信を持ってないでいることの証左だろう。筆者は「政府の通貨政策の方向感と異なる金融政策は取れない」との原則論に基づいて現状維持を予想し、今後もそれを基本認識とするつもりだが、「2014 年のハロウィン緩和のロジックに照らせば追加緩和だと思わないか」と問われれば、確かにそれも一理あるとは認めざるを得ない。もちろん、金融政策の「次の一手」を読む上での絶対確実な手掛かりなど無いだろうが、日銀ウォッチを生業とする集団の中で、これほど予想が割れるのは普通ではない(しかも、両サイド共に相応の説得力を有するものも厄介である)。

～「予防的な緩和」はどこへ～

昨年 10 月 31 日の追加緩和のロジックを簡単に振り返れば、「日本は米国のように人々のインフレ期待が安定(アンカー)していないため、実際のインフレ率が伸び悩めば、インフレ期待が好転する芽も摘まれてしまう可能性がある。だからこそ『予防的な緩和』が必要」というものであった。そうした理解の下、黒田総裁からは「今がデフレ脱却の正念場、クリティカル・モーメント」との発言が飛び出したのである。



この際、最大のキーワードは「予防的な緩和」であった。ゆえに、今回、追加緩和を予想した向きの殆どは、1 年前同様、「現在の物価も(昨年同様)相当下振れているのだから予防的な緩和という判断が下るはず」と考えただろう。「僅かな下振れも許さず、そのような兆候が見られれば徹底的に潰しに行く、というスタンスこそが黒田日銀の真骨頂」という理解はあの日以来、市場参加者の意識にしっかり植え付けられた。足許では黒田体制後初めて生鮮食品を除く消費者物価指数(コア CPI)がマイナス圏に転化する動きが見られており、真っ当に考えれば、予防的な緩和が必要とされる局面と言っても差し支えない状況にあった(図)。

確かに、昨年の黒田総裁が「企業の価格設定行動の変化の兆しを止めてはならない」と述べていたのに対し、現状では「企業の価格設定行動が昨年と様変わりして、価格引き上げが続いている」と述べており、もう予防的に動かなくてもインフレ期待は軌道に乗ったという面もあるかもしれない。東大日次物価指数や一橋週次物価指数が騰勢を強めていることもそうした自信を後押しした可能性がある。しかし、追加緩和を予想する向きからすれば、「できるだけ早期に 2%」を所望する以上、そのような状況下でも予断を許さず一手打つのが筋ではないかと疑問に思うだろう。少なくとも筆者が追加緩和予想派であれば間違いなくそう考える。

なお、金融市場(特に株や為替)の状況を踏まえれば、そもそも現状維持が妥当な選択だったという考え方もできる。通貨政策との整合性など大局観を持ち出さなくても、現状ではドル/円相場、日経平均株価共に堅調が維持されており、わざわざ焦って残り少ないカードを切る必要はなかったのも事実である。前日の本邦 8 月鉱工業生産が想定外に強い結果となったことで黒田総裁は安堵

を覚えたのではないかと観測も一部見られていたが、それを言うならば直前の FOMC 声明において年内利上げの確度が上がり、円安・ドル高に振れたことの方が重く見られるべきだろう。日米金融政策格差を背景に、放っておいても円安・ドル高が進み得る環境で日銀が動く必要性は薄い。

～政策委員は下振れリスクを大きく見ている～

展望レポートを振り返っておくと、消費者物価指数に関し、2%の達成時期は従来の「2016 年度前半ごろ」から「2016 年度後半ごろ」に先送りされた。新興国経済の減速や原油価格の下落を受け、政策委員が物価見通しを引き下げたことを反映している。政策委員の大勢見通し（中央値）を見ると、コア CPI は 2015 年度が前年比+0.1%、2016 年度は+1.4%に引き下げられている（7 月時点の見通しはそれぞれ+0.7%、+1.9%）。17 年度

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	0.8～1.4 <1.2>	0.0～0.4 <0.1>	
7 月時点の見通し	1.5～1.9 <1.7>	0.3～1.0 <0.7>	
2016 年度	1.2～1.6 <1.4>	0.8～1.5 <1.4>	
7 月時点の見通し	1.5～1.7 <1.5>	1.2～2.1 <1.9>	
2017 年度	0.1～0.5 <0.3>	2.5～3.4 <3.1>	1.2～2.1 <1.8>
7 月時点の見通し	0.1～0.5 <0.2>	2.7～3.4 <3.1>	1.4～2.1 <1.8>

（注）<>内は政策委員見通しの中央値。（資料）日本銀行

は消費税率引き上げの影響を除いた場合で+1.8%に据え置いた。一方、実質 GDP 成長率は 15 年度+1.2%、16 年度+1.4%、17 年度を+0.3%となり、従来見通し（15 年度+1.7%、16 年度+1.5%、17 年度+0.2%）と比べ、17 年度は引き上げられたものの、15～16 年度は引き下げられている。

なお、2016 年 1 月以降から公表予定となっていた各委員のリスク評価を示唆する「政策委員の経済・物価見通しとリスク評価（仮名）」だが、これは今回から公表が始まっている（「リスク・バランス・チャート」は次回より廃止予定）。これを見ると、2016 年度中の物価に関し 1.5%以上を予想している政策委員は 5 名しかおらず、2%到達まで見込む委員はゼロ名であることが分かる。しかも、1.5%以上になると思っている 5 名についても、そのうち 2 名が「下振れリスクが大きい」と考えている。これを見る限り、委員会として 2016 年度中の 2%到達に自信を持っているようには見えない。また、2017 年度に目を向ければ 9 名中 7 名が 1.5%以上を見込み、4 名が 2%到達を見込んでいるものの、9 名中 5 名が「下振れリスクが大きい」とのマークである。この 2%到達を見込んでいる 4 名は恐らく 3 名で 1 票のように動く執行部（正副総裁）とリフレ志向の強い原田審議委員と思われるが、だとすれば、実態として殆どの政策委員が 2017 年度における 2%到達を確信していないことになる。「2016 年度後半ごろ」と「ごろ」が入っているのは、残り 5 名の疑義が集約されていると読むべきかもしれない。

なお、こうした構図は実質 GDP でも同様である。全体として下方向を向いている黒三角が目立つ同図からは、どうしても追加緩和の可能性を予見せざるを得ない。

～幻滅リスクは続く～

幸いにして今回の現状維持を黒田日銀ひいてはアベノミクスへの幻滅と解釈して金融市場が大荒

れ(円高・株安)になるような展開は見られなかった。だが、今回の現状維持をもって今後の追加緩和観測を根絶やしに出来たわけでもない。いや、根絶やしにされなかったからこそ金融市場が落ち着いているといった方が正しいだろう。「QQEにおける追加緩和はもう2度と無い」などという理解が流布すれば、需給で支えられる円安はまだしも、日本株は大きく叩き売られる恐れがある。

今後、幻滅リスクのトリガーとしては、四半期ごとの展望レポートはもちろん、一部で不安視されている QQE 実施上の札割れも心配される。2016 年度はいよいよ断続的に札割れが避けられないとの声は散見され始めている。もちろん、断続的な発生で済むうちは大事に至らないのかもしれない。しかし、QQE の効力に疑義を抱き始めている海外勢が(一時的とはいえ)札割れを目にしたとき、そのファーストリアクションはどのようなものになるだろうか。かなりヒステリックなものになる可能性は否定できないだろう。元より追加緩和の有無にしか興味がないような筋からすれば、技術的限界の兆候が見えた時点で素早く円買い・株売りを叩き込んでくる用意があっても不思議ではない。その意味で今回は回避することができた海外勢における幻滅リスクは未だに燻ったままであることは念頭に置いておくべきだろう。

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10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
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)
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)～糊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、交差する三種の思惑～
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