

みずほマーケット・トピック(2016 年 1 月 25 日)

日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～

今週 28～29 日の日銀金融政策決定会合は、①やっても意味がないから、②通貨政策との齟齬があるから、③中国への配慮が必要だから、の 3 点から現状維持を予想。①は白川日銀時代の苦い経験が思い返される。巨大なテーマを前に日銀の一手が game changer になれることはなく、ただでさえ残りカードが少ない中、徒労に終わる可能性が高い追加緩和に踏み切るだろうか。また、②は本欄で従前より強調している論点であり、過度な円安を忌避したい通貨政策の下で金融緩和は回避される可能性が高いというもの。また、③も重要な論点。ECB が緩和予告を行っているところへ、日銀までが追加緩和を被せれば、人民元の名目実効為替レート(NEER)は一段と騰勢を強める。それは再び人民元的大幅切り下げを招く遠因になりかねない。総じて、現時点の追加緩和は「割に合わない」という印象で、今回は「静観する勇気」が尊重されるのではないか。

～ECB への過信は禁物～

先週末 22 日の為替市場ではドル/円相場が急伸する展開。先週 21 日の ECB 理事会における緩和予告が市場心理を改善し、為替も株も従前の値動きを巻き戻す展開が見られている。だが、後述するように、ECB の金融緩和が中国経済や商品価格に係る不安を払拭するとは思えず、本当の持ち直しとは言えまい。本欄ではプレビューも含めて述べてきたように、ECB の追加緩和は半ば前回 12 月理事会の「春に拡大資産購入プログラム(APP)のパラメーターを見直す」発言から分かっていたことであり、敢えて材料視するほどの価値があるとは思えない。過信は禁物である。

～現状維持を予想する 3 つの理由～

今週最大の注目材料は何を置いても 28～29 日の日銀金融政策決定会合である。27～28 日の FOMC で予想されるハト派傾斜も相応に大きな材料となりそうだが、政策変更は予想されず、記者会見もない中で、材料視するにも限界はあろう。一方、日銀に関しては昨年 10 月 30 日同様、市場のコンセンサスが定まっておらず、現状維持・追加緩和のどちらにせよ相場変動は免れない。非常に悩ましいところではあるが、本欄は引き続き現状維持の可能性の方が高いと考えている。

先週 22 日こそ金融市場は大幅な持ち直しを見せているものの、過去 1 か月弱の乱高下が市場心理に残した傷跡は浅くない。相場持ち直しの主因とされる ECB による緩和予告は混乱の主因である中国経済の減速やこれに付随する人民元切り下げないし原油価格低迷とは何の関係もない。藁にもすがりたい市場心理は分からなくはないが、患部と処方箋がずれている以上、根本的な安心材料にはなりえない。繰り返しになるが、ECB の「次の一手」自体、過信できない面がある。

こうした不安が払拭されない状況にも拘わらず現状維持を予想する理由は幾つかある。大まかに言って①やっても意味がないから、②通貨政策との齟齬があるから、③中国への配慮が必要だから、の 3 点から現状維持の公算が大きいと筆者は考えている。

～追加緩和は割に合わない～

現状維持が決定されるとしたら、最も大きな理由は①かもしれない。上述したように、現下の混乱の主因はあくまで中国経済減速であり、これが株、為替、金利、商品といった主要な資産市場に波及したというのが実情である。ECB の緩和であろうと、日銀の緩和であろうと、中国の PMI が市場予想を割り込んだり、対ドル人民元基準値が大幅安値に設定されたりする動きの前には掻き消される可能性が非常に高い。2009 年以降、特に欧州債務危機が深刻化した 2010～2011 年、民主党政権下の白川日銀は円高・株安を目の当たりにする度に追加緩和を催促され、文字通り「戦力の逐次投入」を余儀なくされた。しかし、追加緩和による円高是正は一時的なものに止まり、南欧諸国が荒れる度にリセットボタンが押され、幾度も苛烈な円高に見舞われた。欧州債務危機同様、中国経済失速という巨大なテーマを前に、日銀の一手が game changer になれることはないだろう。ただでさえ残りカードが少ないにも拘わらず、徒労に終わる可能性が高い追加緩和に踏み切るだろうか。

仮に、踏み切るにせよ、過去 2 回の追加緩和や前回の補完措置と違い、今回は完全に市場参加者が身構えている。そのためポジティブサプライズを狙うにはかなり高い球が必要になるだろう。国債やリスク資産(REIT、ETF)を対象とする「量」の拡大は最低ラインとして、それと矛盾するマイナス圏に踏み込むまでの付利引き下げが必要となりそうである。だが、黒田日銀が半ば PR ポイントとして掲げてきた「量」の追求が困難になることや銀行部門へ課される負荷を踏まえれば、決して対費用効果の高い一手とは思えない。要するに追加緩和は割に合わないように思われる。

～基本的に円安は望まれていない～

②は従前より本欄で重視してきた理由である。現状、アベノミクス下でのポリシーミックスには捻じれが生じている(表)。日銀の司る金融政策では物価上昇を追求しながら、政府・与党(財務省)が司る通貨政策ではこれ以上の物価高は望ましくない(≡過度な円安進行は望ましくない)との思惑が垣間

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。

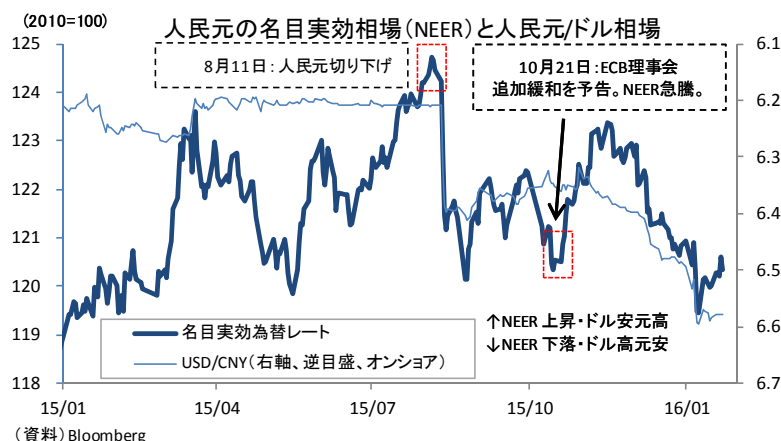
見えている。だが、金融緩和と通貨安&物価高は常にセットで実現するものであり、円安を嫌いながら物価上昇を確保するのは理論的に無理がある。2014 年以降の日本経済が想定外の減速を余儀なくされたのは、消費増税による消費・投資意欲の萎縮だけではなく、円安発輸入物価経由の物価高が実質所得環境を蝕んだ側面がある。斯かる状況を踏まえれば、年央に国政選挙を迎える通貨政策の下、円安を惹起する金融緩和は回避されるのではないかというのが本欄の現状維持予想の根幹を成してきた考え方である。

但し、この②の理由には不確定要素も多い。去年は 125 円まで到達したドル/円相場が 120 円割れで定着する中、皮肉にも「株もドル/円も下がったので追加緩和余地ができた」と考える向きが現れても全く不思議ではない。筆者を含めた現状維持派にとって最大の不安は政府・与党における政治的思惑は結局最後まで分からないということだろう。实体经济への影響を踏まえれば円安も追

加緩和も不要だが、株価が上がって困る者はおらず、そのことが選挙の年である 2016 年に重視される可能性はやはり否めない。衆参ダブル選挙を視野に入れるのであれば、尚のこと、政府・与党は手段を選ばないだろう。

～中国への影響も視野に入る～

見落とされがちだが、③も重要な論点である。現下の混乱が中国経済減速に端を発していることを思えば、その中国にとって逆風となるような政策はそもそも支持されないはずである。ECB が緩和予告を行い、ここで日銀まで緩和に踏み切れば、人民元の名目実効相場 (NEER) は再び騰勢に悩まされる可能性がある。「再び」というのは直近で同様の動きが見られているからである。昨



年 10 月 22 日の ECB 理事会でドラギ総裁が追加緩和を予告し、人民元の NEER が急騰したことが年初の大幅切り下げに繋がったとの見方であり、足許でも類似した動きが生じつつある。ここで日銀が追加緩和を被せれば、人民元の NEER は続伸が不可避だろう。これに応戦する格好で中国は再び安値誘導を行い、国際金融市場はこれを見て狼狽・・・という展開が容易に想像される。日銀の追加緩和を皮切りに、通貨安戦争さながらの様相が俄かに強まる恐れもある。

しかし、日本が取り立てて通貨安を欲する理由は強くない。ユーロ圏はドイツの強さにペッグされて通貨高に悩む小国があり、中国は米国の強さにペッグされて人民元高に悩んでいる。それに対して日本は通貨安を経ても実体経済がさほど改善せず、むしろ悪化したとの分析も珍しくない。統計の上では完全雇用が実現されている以上、さらなる通貨安で外需を取り込もうとしても、それを可能にするだけの生産能力が国内で確保できないのが現状と見受けられる。先週の各種報道でも見られていたように、経済界のスタンスとして「追加緩和不要」との論調が強い¹⁾のはそうした分析の確からしさを裏付けるものだろう。通貨安による実質的な旨味が決して大きくない日本が不穏な通貨安戦争のトリガーをひく必要はない。

～「静観する勇氣」が必要～

冒頭で使用した表現を繰り返すが、やはり現時点での追加緩和には「割に合わない」という形容が適切に思われる。確かに、「期待に働きかける」ことを信条としてきた以上、「無駄と分かっているやらねばならない時がある」という精神論も分からなくはない。それゆえ「気合いで追加緩和」という可能性も一概に否定できず、現状維持の予想も「6:4」程度の確信である。だが、「基調に問題なし」というスタンスを貫くこともまた、期待への働きかけに資するという考え方も有り得る。現に食料・エネ

¹⁾ 先週 18 日、経済同友会の小林喜光代表幹事は定例記者会見で「民間の持続的な成長のためにも、緩和はもうやめた方がいい」、「これほど緩和された状態で、追加の緩和は効果が期待できない」と述べ、目標の撤回までを含めた否定的な見方を示した。また、22 日には日本商工会議所の三村明夫会頭が「追加緩和の必然性はない」と述べている。

ルギーを除く消費者物価指数(通称:日銀版コアインフレ)は1%近傍であり、まだ焦るような水準にはない。ドル/円相場に至っては昨年から断続的に見られている115~120円のレンジにおいて焦燥感を覚える必要は全くないだろう。そもそもアベノミクスが始まった当初、「日本経済にとってちょうど良い水準は95~100円」といった言説があったことを思い返したい。総合的に考えれば、今回は強気を貫き、「静観する勇気」が評価される局面だろう。日銀もまた、そのような考えの下で政策判断を行うと予想したい。

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
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか?今後のユーロ相場は?
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」?～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリタティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
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・・・～
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つめたと言えるのか?
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～株価か実質賃金か～
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