

みずほマーケット・トピック(2016年4月28日)

日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～

本日開催の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。投機ポジションの傾きや震災による実体経済への下押し圧力など、今回、追加緩和に動くだけの大義はあったように思われるが、「カードの温存」が選択された格好。結果的に見れば、3月声明文で景気認識が大幅下方修正されたことが4月現状維持への布石だったのかもしれない。野球に例えるならば、既に手札が尽きつつある日銀はフルカウントで追い込まれているような状況である。とすれば、緩和に適した会合を逃さない「選球眼」も重要になってきている状況と思われるが、今回はバッターである日銀にとって「良い球」が来ている打席だったのではないか。確かに「カードの温存」はポジティブだが、そのカードは有効なタイミングで切られて初めて意味を持つ。今後これだけの好機が来るかは不透明であり、日銀は引き続き緩和催促と巧く付き合っていくことが求められるだろう。

～精神的余裕を与えた 111 円台～

本日開催の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。1月29日にマイナス金利政策を導入して以来、円高・株安傾向が定着しているが、実務的にはまだマイナス金利政策が約2か月しか実施されていない中で、追加緩和を放つという選択肢は控えられた。期待の後退を抑止すべく躊躇なく行動するという当初の運営方針がより分かりにくくなった印象は拭えない。円高・株安に加え、熊本地震の影響などもあって1～3月期のマイナス成長を見込む声は強まっており、追加緩和に動くだけの大義はあ

ったように思われる。その方が消費者物価指数(CPI)上昇率の「+2%」の達成期限が「2017年度前半」から「2017年度中」に延期されたこととも整合的だっただろう(これはつまり、黒田総裁の任期(5年)いっぱいをかけて到達するという青写真になったということでもある)。

斯かる状況下、追加緩和は-効果の有無は別として-当然想定される局面であったと言える。結局、会合直前の緩和観測報道も手伝ってドル/円相場が111円台まで値を戻していたことが、現状維持を決定するだけの精神的余裕を日銀に与えたのだと思われる。

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	0.7～0.7 <0.7>	0.0	
1月時点の見通し	1.0～1.3 <1.1>	0.0～0.2 <0.1>	
2016年度	0.8～1.4 <1.2>	0.0～0.8 <0.5>	
1月時点の見通し	1.0～1.7 <1.5>	0.2～1.2 <0.8>	
2017年度	0.0～0.3 <0.1>	1.8～3.0 <2.7>	0.8～2.0 <1.7>
1月時点の見通し	0.1～0.5 <0.3>	2.0～3.1 <2.8>	1.0～2.1 <1.8>
2018年度	0.6～1.2 <1.0>	1.0～2.1 <1.9>	

(注)◇内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

～3月声明文は地均しだったのか？～

また、改定された「経済・物価情勢の展望(展望レポート、前頁表)」では生鮮食品を除くコア CPI の上昇率について、2016年度は前回1月の+0.8%から+0.5%へ、2017年度は+1.8%から+1.7%へ、それぞれ下方修正された。同様に、実質 GDP 成長率も2016年度が+1.5%から+1.2%へ、2017年度は+0.3%から+0.1%へ下方修正されている。これだけの下方修正になりながら追加緩和の判断に至らなかったことは普通に考えれば違和感がある。

だが、展望レポート上の数字こそ下方修正されたものの、声明文の景気認識は3月会合時点で事前に全面的に引き下げられた経緯がある¹。今回の現状維持判断は3月を引き継いだだけという建付けなのかもしれない。結果論ではあるが、3月から4月現状維持への地均しが始まっていたという読み方もできる。いずれにせよ、雇用・賃金情勢の逼迫が賃金を押し上げ、家計部門の消費行動も加速し、いずれ物価は上がるという従前のシナリオが保持されており、引き続き雇用市場が現政策の「頼みの綱」となっている感はある。

～為替相場への含意:緩和があらうと、なかろうと～

これまで論じてきた通り、筆者は今回の会合で追加緩和が決定され、これに応じて積み上がっていた投機筋の円ロングポジションが解消、3月29日発行の『中期為替相場見通し』では4～6月期中に117円までの上値目途を想定していた。だが、今回の現状維持によって投機筋のポジション調整の動きは遅延することになり、当面は細かな(ドルの)ショートカバー主体でドル/円相場は108～111円のレンジで堅調に推移しそうである。問題はそうした漸進的なポジション調整は恐らくドル/円相場の急落こそ回避するものの、水準を大幅に押し上げることにもならなそうということである。結果的に110円付近でポジションの解消に至ってしまった場合、次の円高局面はその水準から始まることになる。そう考えると今回、緩和によってドル/円相場を押し上げ、糊代を作って置く意味もあったように思われる。結局、緩和があらうと、なかろうと円高に行く可能性が高いと考える本欄の想定からすれば、やはり今回動くことが後々の政策運営を楽にしたのではないかと考えてしまう。

切れるカードがいよいよ限られ始めている中、「次の一手」は様々な要素に鑑みて、最も大義が立つ場面で投入される必要がある。野球に例えるならば、既に手札が尽きつつありフルカウントで追い込まれている日銀にとって、緩和に適した会合を逃さない「選球眼」も重要になってきている状況と思われるが、今回はバッターである日銀にとって「良い球」が来ている打席だったのではないかと(少なくともドル/円の押し上げという意味では)。確かに「カードの温存」はポジティブだが、そのカードは有効なタイミングで切られて初めて意味を持つ。今後これだけの好機が来るかは不透明であり、日銀は引き続き緩和催促と巧く付き合っていくことを余儀なくされるだろう。

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

¹ 3月声明文では、景気判断に関し、1月の「緩やかな回復が続いている」から「基調としては緩やかな回復が続いている」へ下方修正された。また、個別項目を見ても海外経済、輸出、住宅、予想物価上昇率と幅広く下方修正されており、これらと整合的な判断を行うのであれば追加緩和でも不思議ではなかった。

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、确实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.mizuhoabank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年4月28日	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
2016年4月26日	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ボンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見直しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ纏る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
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～
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年の為替見直しポイント～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】中期為替相場見直し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見直し～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/円見直しに影響なし～
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～「故意的な失速」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イェ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～