

みずほマーケット・トピック(2016 年 6 月 9 日)

日銀金融政策決定会合プレビュー

来週 15～16 日に開催される日銀金融政策決定会合のプレビューを行っておきたい。結論から言えば現状の株・為替の動きを前提とすれば現状維持だろう。1 月 29 日に満を持して投入したマイナス金利政策による奇襲が失敗に終わった以上、日銀は「次の一手」を絶対に外すわけにはいかない。もはや中途半端なやり残しがないように策を仕立てるのであれば、量・質・金利の三方向同時の緩和が予想される。しかし、今や企業・家計・政府といったあらゆる経済主体から散々な評判となっているマイナス金利を深堀りするためには相応の大義が必要と見受けられ、株価が落ち着いている現状はまだそれほどの切迫感がない。現状の米通貨・金融政策の状況を踏まえれば、今後、円高・ドル安が進む余地はまだ大きいと考えられることから、これに従い株価も崩れてくるだろう。最短で 7 月 FOMC 直後の日銀会合における追加緩和が視野に入る。

～勇気が必要なドル高予想～

昨日の為替相場もドル相場が軟調の展開となっている。6 月利上げの可能性はほぼ消滅し、7 月利上げも危うくなっている以上、ドルを積極的に買い進める理由は乏しい。本欄では繰り返し述べているように、もはや年内という時間軸で見ても利上げの可能性は著しく低下しているように見受けられ、米政治情勢と相俟ってそもそもドル高が国内的にも甘受しにくいという事情も明らかに見て取れる。このような状況下で、目先のドル高シナリオを予想するのは勇気がいると言わざるを得ない。

～日銀プレビュー：三方向同時を打つ大義はあるか？～

ところで来週 15～16 日には日銀金融政策決定会合があるので簡単にプレビューを行っておきたい。結論から言えば現状の株・為替の動きを前提とすれば現状維持だろう。1 月 29 日に満を持して投入したマイナス金利政策による奇襲が結果的には失敗に終わった以上、「次の一手」は絶対に外すわけにはいかないという思いが日銀にはあろう。日銀にとっての奇襲成功とは何を意味するか。建前上は「インフレ基調の浮揚」と述べるだろうが、本音は「円安・株高相場の形成」と思われる。FRB の正常化プロセスが頓挫しかかっている状況では「何をやっても無駄」というのが実情と思われるが、「効かないからやらない」という理屈は中央銀行として口が裂けても言えない。とすれば、やる以上は短期的な効果でも良いから、市場にサプライズを与える戦略を取るしかない。もはや中途半端なやり残しがないように策を仕立てるのであれば、それは即ち、量・質・金利の三方向同時の緩和になろう。そう考えると、具体的には、「次の一手」は国債買い増し、ETF 買い増し、マイナス金利深堀りのセットになるのではないかと思われる。

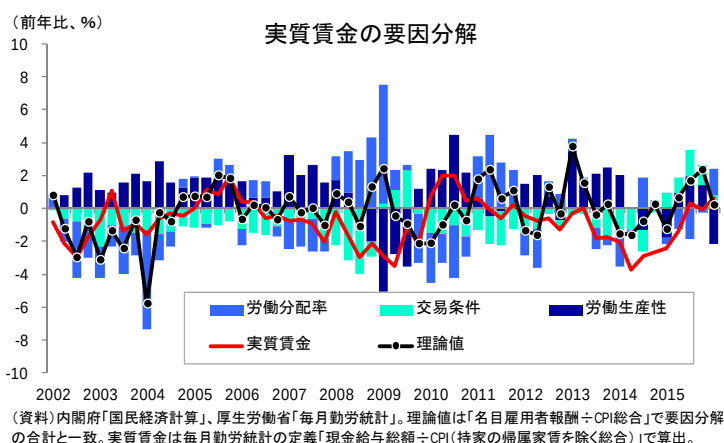
だが、既に量的・質的金融緩和 (QQE) の技術的限界は語られて久しく、マイナス金利政策は金融機関のみならず市井の人々からもすこぶる評判が悪い。昨日からは、マイナス金利の国債保有を忌避する本邦最大手銀が国債市場特別参加者の資格を返上するという動きが話題になっている。

これほど多くの経済主体と摩擦を生みながら念願の円安・株高相場は得られていない。もっと言えば、現在は国会の場においても野党からマイナス金利は有害だから撤回すべきとの論調が見られるようになっており、企業・家計部門のみならず、政府部門においても疑義が生じている。斯かる状況を踏まえれば、「次の一手」は絶対に失敗できず、相応の大義が必要である。では、そのような並々ならぬ覚悟と共に三方向同時の緩和を打ち込むほど、現状は切迫しているだろうか。

～株価は大崩れしていない～

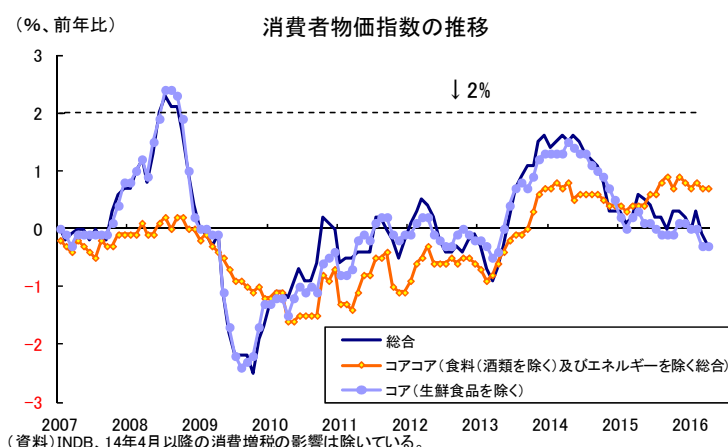
結論から言えば、さほど切迫している状況には見受けられない。ドル/円相場が110円を割り込み、年初来安値圏にあることは確かに由々しき事態に映るが、日経平均株価が17000円弱で推移している以上、政府・日銀はさほど焦る必要がない。また、そもそも円安が必ずしも歓迎されないという事実も見逃せない。2014年以降の過去9四半期中4四半期でマ

イナス成長に陥った背景には消費増税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毀損したという事実があったはずである。実際、アベノミクスが最も華やかに持て囃されていた2013～2014年は円安・株高が最も勢いを持っていた局面と重なるが、同局面における実質賃金は交易条件の悪化を主導として押し下げられていた(図)。片や、2015年に入ってからの実質賃金は交易条件の改善により押し上げられている。この主因が原油価格下落にあったことは言うまでもないが、2015年半ばに円安が止まり、今年に入ってから円高に転じたことも実質賃金の押し上げに寄与する材料になったことは見逃せない。真つ当な経済分析に従えば、家計部門の所得環境を改善するのは円安ではなく円高ということになる。こうした問題認識に立てば、円高は進んでいても、世論のムードや政治的な支持率に直結しそうな株価が大崩れしていない以上、日銀としても焦る必要は特にないと推測される。もちろん、冒頭で述べたように、「現状の株・為替の動きを前提とすれば」である。会合直前に相場混乱が生じ、円高・株安が進んでいれば日銀としても何らかの手を打たざるを得ないのは言うまでもない。



～早ければ7月緩和か～

しかし、7月ないし11月といった今後到来する展望レポート公表のタイミングを現状維持で乗り切れるのかは定かではない。昨年来の『中期為替相場見通し』で繰り返し述べてきているように、筆者はFRBの正常化プロセスを信用していない。ゆえに、利上げは思うよう進まないとの前提で為替見通しを作ってお



り、まだ円高相場の進展が続くと考えている。具体的な水準に関しては、足許で注目されている105円などは通過点であり、その先の100円や90円台という水準まで見据えている。とすれば、幾ら最近の株価が底堅いと言っても、じりじり水準が切り下がってくることは不可避と思われ、これに応じて日銀が何らかの策を講じなければならない局面は必ずやってくるだろう(おまけに消費者物価指数(CPI)が再浮上し始める公算は小さい)。7月の日銀金融政策決定会合は26～27日のFOMC直後である28～29日であるが、直前の米利上げ見送りムード(及び実際の見送り)を受けて円高が進行し、追加緩和に追い込まれるという可能性は十分ある。食料・エネルギーを除くコアコアCPI(通称日銀版コアCPI)が+1%を割り込む時間帯が定着している以上、7月展望レポートも下方修正が必至だろう。追加緩和があるとしても、最速でそのタイミングではないだろうか。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4 月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」)について～結局はドル高が辛くただけ～)
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・・・～
	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)
	「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ィス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～目立つ英ポンドの動揺～
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」と言う勇氣
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、為替見通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～静観する勇氣～
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～