

みずほマーケット・トピック(2016年10月25日)

日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～

10月31日～11月1日の日銀金融政策決定会合は現状維持を予想。9月21日の枠組み変更を経て、日銀は「サプライズ型の政策運営との決別」を果たしたと考えられる。長期国債の購入予定額減少に対する為替相場の反応も限定されており、日銀に対する関心は足許では薄くなっている。総括的検証を経て、せっかく巧く表舞台から姿を消すことができているのに、わざわざ自分から表舞台に出て再びサプライズを招くような真似はしないだろう。黒田日銀総裁からも現状維持を予告するような発言が見られており、大きな波乱はないと予想。もちろん、今後ずっと日銀が表舞台から消えるという話ではなく、引き続き過度な円高防止には金融政策が割り当てられる公算が大きい。だが、マイナス金利のコストとベネフィットを踏まえる限り、追加緩和が検討されるには、市場で80円台の声が聞こえてくるであろう95円割れなどが必要か。

～105円が射程に入るも～

昨日の為替相場はドル買い優勢の展開。特段材料は見当たらないが、米大統領選挙の支持率において民主党候補のヒラリー・クリントン氏が共和党候補のドナルド・トランプ氏に水をあげ始めていることが政治的不透明感の後退に繋がり、ドル買いを誘っているとの解説が目立つ。こうした状況下、ドル/円相場も一時104.32円まで上昇しており、105円を射程に収めている。だが、本欄では幾度も述べている通り、どちらの候補になろうと現状以上のドル高を追認することは米国にとって簡単ではない。足許では12月の利上げ確率が70%以上にも及んでいるが、それに伴うドル高を受け入れるだけの政治・経済的余裕が今の米国にあるとは思えないというのが筆者の見立てである。

～わざわざ日銀から表舞台に出てくることはない～

ところで、10月31日～11月1日には日銀金融政策決定会合が開催されるため、簡単にプレビューしておきたい。結論から言えば、今回は現状維持が予想される。9月21日に発表された総括的検証を経て長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE)へと枠組み変更を果たした日銀は、もはや従前のような政策運営からは決別しており、今回はその初回会合という位置づけになる。

枠組み変更の目的は「サプライズ型の政策運営との決別」及び「量との決別。金利への転進」にあったと考えられる。前者は、言い換えれば、自己実現的に緩和期待が生じては失望される状況を変えたかったという話である(もっともそれは身から出た錆なのだが)。また、後者の「量との決別。金利への転進」に関しては9月末に長期国債の購入予定額減少を発表したものの、幸いにして直情的な反応を示しがちな為替市場の反応は限定されている。「テーパリングだ」と指差されて円高が進むことがなかったことは日銀にとって嬉しい誤算である。この程度の減少をテーパリングと指差すことは流石に憚られたからなのか、それとも米大統領選の行方に耳目が集まり、たまたま日銀への関心が薄れているからなのかは定かではないが、いずれにせよ、総括的検証を経て、せっかく巧く

表舞台から姿を消すことができているのに、わざわざ自分から表舞台に出て再びサプライズを招くようなことはあるまい。 現在、市場が現状維持を予想している以上、それに沿う決定を下すだろう。

～政治的にも追加緩和は難しい情勢～

政治的にも追加緩和は難しい情勢と見受けられる。周知の通り、1月に導入されたマイナス金利政策はすこぶる評判が悪く、それは金融機関を筆頭とする企業部門のみならず、市井の人々を含む家計部門そして政治部門でも同様であった。金融仲介機能にコストを強いる割に円安にも株高にもならず、ひたすら苦情ばかりが目立つマイナス金利政策の持続可能性は早くから疑問視されてきた。民間部門全体からの悪評が極まる中、政治部門でこれを支持するのは当然難しい。今年12月15日の安倍・プーチン会談の前後で衆議院の解散・総選挙が囁かれている以上、日銀がそのような政策をさらに深掘りするという選択肢は相当難易度が高いと見るべきだろう。

以上のような状況を踏まえる限り、総じて、今、日銀が追加緩和に対して前向きな行動を示すことについては何らメリットがない状況と見受けられ、10月31日～11月1日は久しぶりに無風で通過できる会合となりそうである。

～総裁のお墨付きを得ている現状維持～

なお、今回公表される展望レポートは元より下方修正が既定路線となっていたが、10月21日の衆議院財務金融委員会の席で黒田日銀総裁の口から、2%の物価目標に関し「2017年度中という見通しになるかは、修正もあり得ると思っている」との見方が吐露されており、下方修正が半ば告知されている。「2年で2%」に拘る従前の枠組みであれば、達成期限の遅延は追加緩和へ直結する筋合いにあったが、もはや「2年」の記述は消え、厳格なインフレーション・ターゲット政策としての体裁は放棄されている。「理由はどうあれ物価を上げれば良いことがある」といったロジックが幅を利かせていた思想はもはや過去の産物であり、素直に実体経済の状況を踏まえた政策運営に軸足が移っているのが現状だろう。雇用情勢は完全雇用状態に近く、ドル/円相場が100～105円という購買力平価(PPP)に沿って推移し、日経平均株価も堅調に推移している状況を踏まえれば、今、緩和を検討する理由は全くない。

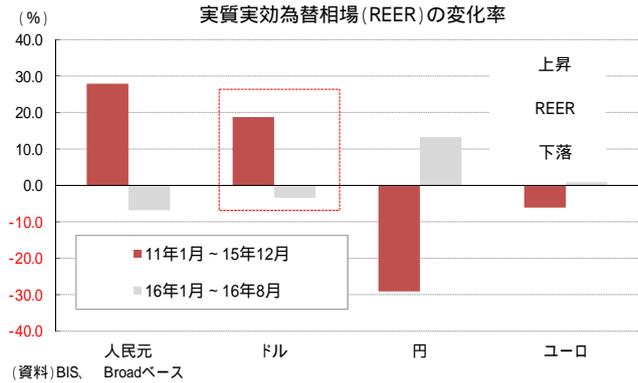
また、同委員会で黒田総裁は「経済・物価・金融情勢は大きく変わっておらず、すぐに何か変更があるとは考えづらい」との考えも口にしている。もはや黒田総裁が現状維持にお墨付きを与えるような状況であり、やはり今回はそのように意思決定される可能性が高いと考えるべきなのだろう。

～追加緩和検討には95円割れが必要か～

もちろん、今後もずっと日銀が表舞台から消えるという話ではないだろう。過度な円高とそれに伴う株安が政治的に許容されないという伝統的な事実は引き続き残るはずだ。枠組みが変わっても日銀の政策を動かすのはやはり為替である。特に、「100円を割り込んだ上で二桁が定着する」といった状況になれば、再び市場でも追加緩和を期待する声が強まるはずである。

具体的にどういった状況でそのような円高に至るのか。基本的には米経済指標の悪化に伴ってFRBのハト派傾斜が始まり、これに引きずられる格好でドル安・円高が進行すると考えるのが王道

だろう。冒頭述べたように、市場では年内利上げを見込む声が支配的となっているが、そもそも利上げに伴う実体経済の劣化にどこまで耐えられるかが真の論点である。過去2年以上に亘るドル高は殆ど調整しておらず(図)、ドル安方向への調整は起きてしかるべきだろう。先週公表された米為替政策報告書を見ても、米国の通貨政策が現在、ドル安を志向している印象は強い。景気循環が成熟化している



ことなどを踏まえても、連続的な利上げの想定は無理筋であり、やはり2017年のどこかでFRBの「次の一手」が利上げではないとの思惑が拡がる可能性はある。その際は、円高進行が不可避であり、日銀に対して追加緩和を求めるムードも相当に強まっているはずである。

とはいえ、恐らく長短金利操作付きQQEの下での追加緩和はマイナス金利の深掘りにならざるを得ない。米国要因での円高相場はどのような政策であっても是正効果に乏しいことはこれまでの経験則からも明らかである上、マイナス金利は金融仲介機能へのダメージが大きいのが実情である。追加緩和は極力温存したいというのが日銀の思いだろう。斯かる状況下、追加緩和が現実的に検討されるには、市場で80円台の声が漏れ聞こえてくるであろう95円割れが1つの目安になるだろうか。望むらくは自身が表舞台から去ったまま米経済が復調し、FRBに連続的な利上げ路線を歩んで貰うことが日銀にとって最良のシナリオである。華々しく目立った3年を経て、もう表舞台から消えていたいというのが日銀の本音と考えられる。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罟」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、IS/バランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証に問われるべきは「戦略」ではなく「戦術」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかに開始したBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が激しい始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を賣けるか～戻らないHICPに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
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「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～「ドル高の罟」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～