

みずほマーケット・トピック(2016年11月2日)

日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～

10月31日～11月1日に開催された日銀金融政策決定会合は市場予想通り、現状維持を決定。年単位で物価目標達成期限を先送りしたことなどにも表れるように、もはや日銀は厳格なインフレーションターゲットから距離を置いていると見られ、その本音は「もう表舞台から消えていたい」というものだろう。今後の日銀は「無味無臭の政策運営」を目指すのではないだろうか。これまで日銀の動向に最も直情的な反応を示してきた為替市場も、今回は殆ど動きを見せなかった。総括的検証を経て、「自己実現的な緩和催促の悪循環」を断ち切ることに成功したことは日銀にとって大きな収穫である。今後、日銀が最も恐れるのは円高進行に対してマイナス金利を深掘りした際、「短期金利低下→長期金利低下→「ゼロ%」ペッグ維持のために国債購入を縮小→テーパリング観測→円高(→に帰る)」といった悪循環に嵌まること。その意味で、日銀が「次の一手」を検討するためには、相当に止むに止まれぬ状況が必要と考えられ、為替市場で言えば、80円台の声が聞こえてくるであろう95円割れなどに直面した状況を想定したい。

～「無味無臭の政策運営」を目指す日銀～

10月31日～11月1日に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。現状維持は市場予想通りだが、具体的な期限の撤廃観測も浮上していた消費者物価指数(CPI)の前年比+2%目標の達成時期は「2017年度中」から「2018年度ごろ」に先送りされ、期限は引き続き明記された。また、類似の論点として、年間の国債購入額の目安であった「80兆円」にも撤廃観測があったものの、こちらも残されている。これら2つの表現を維持したことで、リフレ政策の矜持を辛うじて保ったという印象も受ける。

今回の物価目標先送りの結果、黒田日銀総裁の任期中(～2018年4月)の目標実現は難しくなったが、9月に決定された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和(QQE)」から「長短金利操作付きQQE」への枠組み変更はポスト黒田体制における維持可能性までを睨んだ意思決定であるため、この点に意外感はない。そもそも2017年度中の+2%達成を掲げても多くの市場参加者は信用しないであろう(但し、後述するように、2018年度の「+1.9%」の確度も決して高くはなさそうである)。過去の本欄でも述べたように、日銀の本音は「もう表舞台から消えていたい」というものであり、言い換えれば、「無味無臭の政策運営」を目指しているのではないかと思われる。

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

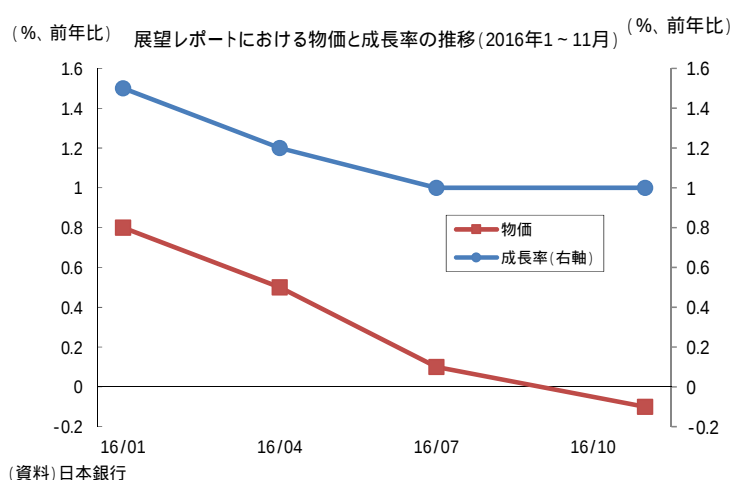
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2016年度	0.8～1.0 <1.0>	-0.3～-0.1 <-0.1>
7月時点の見通し	0.8～1.0 <1.0>	0.0～0.3 <0.1>
2017年度	1.0～1.5 <1.3>	0.6～1.6 <1.5>
7月時点の見通し	1.0～1.5 <1.3>	0.8～1.8 <1.7>
2018年度	0.8～1.0 <0.9>	0.9～1.9 <1.7>
7月時点の見通し	0.8～1.0 <0.9>	1.0～2.0 <1.9>

(注)<>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

～ 成長率と物価の「ねじれ」～

今回更新された「経済・物価情勢の展望(展望レポート、前頁表)」を見ていくと、2016 年度の生鮮食品を除いた CPI(コア CPI)は前回 7 月分の+0.1%から▲0.1%へ引き下げられており、年度ベースでは 4 年ぶりのマイナスを見込んでいる。今年 1 月に鳴り物入りで導入したマイナス金利政策だが、原油価格の下落が一服した後も物価押し上げ効果を発揮しておらず、少なくとも現時点ではデメリットの方が大きい政策という評価に落ち着きそうである。また、2017 年度に関しては+1.7%から+1.5%へ引き下げられており、上述したように、当初目標であった+2%到達が公式に断念された。これまで半年単位(年度前半ないし後半との表現)で先送りされてきた物価目標だが、今回は年単位での先送りとなり、厳格な物価目標の達成に拘泥しない姿勢が示されたと言える。とはいえ、2018 年度の+1.7%という見通しは相変わらず市場予想比で強めの数字であり、来年半ばにかけて先送り観測が浮上する可能性はある。

ちなみに、2016 年に入ってから 4 つの展望レポート(1 月・4 月・7 月・11 月)を振り返ると、コア CPI の見通しは「+0.8% → +0.5% → +0.1% → ▲0.1%」と目立って下方修正されてきた。その一方で、実質 GDP は「+1.5% → +1.2% → +1.0% → +1.0%」と比較的、穏当な下方修正で済んできた印象がある(図)。こうした「物価が上がらなくても成長は堅持される」という状況を見るにつけ、2013 年初頭から持て囃されていた「物価を上げれば万事 OK」といった極端なリフレ思想にはやはり瑕疵があったように思えてならない。



～ 95 円割れまで追加緩和なしか～

これまで日銀の金融政策運営に最も直情的な反応を示してきた為替市場も、今回の決定前後で殆ど動きを見せなかった。もはや物価動向と追加緩和は結びついていないと考えられ、今回の会合を前にしても「物価目標の達成時期が後ずれするのだから追加緩和ありうべし」といった思惑は強まらなかった。総括的検証を経て、「自己実現的な緩和催促の悪循環」を断ち切ることに成功したことは日銀にとって大きな収穫に違いない(とはいえ、「自己実現的な緩和催促の悪循環」の主因はサプライズを企図してきた自身の政策運営にあり、因果応報でもあった)。いずれにせよ、今後、極端な円高相場にでもならない限り、為替市場で日銀がテーマ視されることはないだろう。

なお、現行スキームでの追加緩和は恐らくマイナス金利の深掘りになると思われるが、これは一筋縄ではいかないリスクを孕んでいる。仮に、マイナス金利の深掘りに着手した場合、予想される展開は「短期金利低下 → 長期金利低下 → 「ゼロ%」ペッグ維持のために国債購入を縮小」といった流れである。このうち、特に 一度合いが増していけば、その動きをテーパリングと揶揄する向きが勢いついてくる可能性は高いだろう。この際、日銀にとって最も恐ろしいシナリオは「「ゼロ%」ペッグ維持のために国債購入を縮小 → テーパリング観測 → 円高(→ に戻る)」といった

悪循環に嵌まることであり、仮にそうなった場合、そこから離脱するのは相当困難ではないかと思われる。また、そこまでの展開を想定した場合、早めに「年間 80 兆円」という購入目安は取り払っておくに越したことはないように思われる。というのも、市場がテーパリングへの思いを強めるとしたら、それは「年間 80 兆円」対比での仕上がりによって評価するはずである。もし、～ の悪循環を加速させたくないのであれば、まず、比較に用いられる水準を公式に削ってしまうことが無難ではないだろうか。いずれにせよ、「長短金利操作付き QQE」は上述したような悪循環を呼び起こすリスクを内在しているのであり、そのリスクは現状、海外経済情勢と共にドル/円相場が落ち着いているからこそ表出していないだけかと思われる。

今後、円高抑止のためにマイナス金利引き下げに踏み切った場合、不可逆的な悪循環が発生する可能性がある以上、やはり日銀は「次の一手」に関し、相当慎重にならざるを得まい。斯かる状況下、追加緩和が現実的に検討されるためには相当に止むに止まれぬ状況が必要と考えられ、為替市場で言えば、80 円台の声が聞こえてくるであろう 95 円割れなどに直面した状況ではないか。

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/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28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
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～
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のテーパリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとつ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～「ドル高の罠」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(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」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	明らかにになり始めた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～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
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は現状維持を貫けるか～戻らないIHICPI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の関係などについて