

- ・ 本日の日銀金融政策決定会合では大方の予想どおり金融政策の現状維持が決定された。景気認識は総括判断こそ「基調的には緩やかな回復を続けている」と据え置かれたが、生産の弱さが冒頭に記されたほか、生産の判断文に「在庫調整の動きもあって」が加わるなど、景気の下振れリスクを意識させる内容。個人消費も若干弱気な表現に変更された。
- ・ 他方、物価については「1%台前半となっている」との表現を据え置き、足もとで+1.1%まで鈍化したコアインフレ率（除く消費税ベース）に言及することはなかった。1%台前半（or近傍）は日銀にとって想定範囲内であるほか、展望レポートの公表を月末に控えて物価の下振れリスクに触れる必要性に乏しかったとみられる。予想物価上昇率についても「全体として上昇しているとみられる」との判断を維持（但し、白井委員は「足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている」に表現を変更すべきと意見した）。また、8月からのUSD/JPY上昇によりインフレ率に再加速の兆しがでていることも日銀シナリオをサポートしたとみられる。
- ・ 筆者は日銀が追加緩和に踏み切る条件として①コアCPIの1%割れ定着、②急激な円高・株安の進行、③政治的な圧力・要望、の3点が同時に揃った時であると主張してきたが、現時点では何れも該当しておらず、また今後も最重要ファクターのコア物価が1%程度をキープすることが見込まれるため、追加緩和の可能性はかなり低いと予想している。追加緩和なしがメインシナリオだ。インフレ率が2%に届かないにしても、需給ギャップ縮小を背景に1%超を確保すれば、日銀が金融緩和を強化する必要はないだろうし、また市場もそれを要求しないだろう。日銀としては“Tapering論を封じていること自体”が極めて緩和的であり、既に満額回答済といったところだ。今後は、現行ペースの緩和継続（オープンエンド型）を正式にコミットすることで緩和効果を高めることに徹するだろうが、それはQQE発動から2年が経過する来年4月までに発表されると予想。
- ・ 仮に上記シナリオどおり、CPIが安定的に推移して日銀の追加緩和がなかった場合、USD/JPYへの影響はどうだろうか。結論を先取りすると、日銀の追加緩和期待が完全に消失してもUSD/JPYは全くと言って良いほど影響を受けないだろう。確かに2012年後半から2013年前半までは日銀の追加緩和期待がUSD/JPY上昇ドライバーの大きな役割を担ったが、それ以降のUSD/JPY上昇ドライバーは専ら米国サイドに委ねられていると考えられるためだ。USD/JPY変動の大部分はグローバル投資家のリスク選好度（代理変数としてS&P500）とFEDのタカ派傾斜（代理変数として米実質金利）で説明可能だが、その主背景となっているのが強い米経済だ。強い米経済を反映しFEDが着々とタカ派傾斜するなか、日銀が現行の緩和姿勢を維持すれば両中銀のベクトル相違はより鮮明になり、為替はそれを反映する。もはや米経済は完全に自律成長経路に復したとみられ、よほどの外的ショックが無い限りにおいて失速は見込まれない。米国経済に自信を持つのはUSD/JPY上昇に自信を持つことと同義だろう。（本日のように）政府・中銀高官

の発言が“円安牽制”と市場で捉えられ、それが投資家のポジション調整を誘発、USD/JPY上昇がストップすることがあるかもしれないが、そうした“日本の都合”にUSD/JPY下落トレンドを形成させる威力はない。日本経済の“適正レート”に関係なくUSD/JPYは上昇すると認識しておくべきだろう。USD/JPYが14年末までに115に到達し、15年は更に上伸するとの見方を強固に維持する。

