

みずほマーケット・トピック (2017 年 2 月 1 日)

日銀金融政策決定会合～トランプと FTPL の狭間で～

日銀金融政策決定会合は、市場予想通り、金融緩和の現状維持を賛成多数で決定。今回は無難に乗り切ったものの、難題は山積している。特に、本欄では繰り返し論じているように、今後の日銀をウォッチする上でのポイントは如何にトランプ政権の「虎の尾」を踏まずに済むかという点にあらう。再三の発言からも分かるように、トランプ大統領は他国の通貨政策に介入する意欲を隠しておらず、特に中国と日本に対する風当たりは厳しい。G7/G20 での暗黙の了解は「自国経済の安定を目的として講じた金融緩和による通貨安は不可抗力」といったものだが、トランプ大統領がこうした正論を許容するかは定かではない。昨日は日銀の金融緩和を批判するような発言も見られており、今後の政策運営に対する影響は注目される。足許ではシムズ理論を背景に日銀緩和の継続を支持する論調も目立つが、やはり目先の相場においては日銀が如何にトランプ大統領の「虎の尾」を踏まずに事態を乗り切るかが重要になる。

～予想通りの現状維持～

1 月 30 日から 31 日に開催された日銀金融政策決定会合は、市場予想通り、金融緩和の現状維持を賛成多数で決定した。引き続き、長短金利操作付き量的・質的金融緩和 (QQE) の下、短期の政策金利を▲0.1%、10 年金利をゼロ%程度にペッグする現状の金融市場の調節を続けることになる。注目された金利操作のための国債買い入れ方針に関しても「保有残高が年 80 兆円増加するペース」との表記が据え置かれ、一部で予想された 80 兆円の修正もしくは撤廃は行われなかった。なお、国債以外の資産購入に関しても、上場投資信託 (ETF) を年 6 兆円増、不動産投資信託 (REIT) を年 900 億円増のペースで継続することが決定している。

～昨年 10 月以降の評価を引き継いだ格好～

トランプ大統領の過剰とも言える保護主義政策が露わになるに連れて市場にも動揺が見られ始めているものの、ドル/円相場は 110 円以上で安定し、日経平均株価も 19000 円前後を維持している。消費者物価指数 (CPI) も今年秋には生鮮食品を除くコアベースで前年比+1%台に到達すると見られる中、目標とする+2%に達する時期も従前の「2018 年度ごろ」で据え置かれており、政策変更を焦る状況ではなかったと言える。同時に公表された新たな「経済・物価情勢の展望 (展望リポート)」では、実質 GDP 成長率に関し、2016 年度が前年比

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	1.2～1.5 <1.4>	-0.2～-0.1 <-0.2>
10 月時点の見通し	0.8～1.0 <1.0>	-0.3～-0.1 <-0.1>
2017 年度	1.3～1.6 <1.5>	0.8～1.6 <1.5>
10 月時点の見通し	1.0～1.5 <1.3>	0.6～1.6 <1.5>
2018 年度	1.0～1.2 <1.1>	0.9～1.9 <1.7>
10 月時点の見通し	0.8～1.0 <0.9>	0.9～1.9 <1.7>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

+1.4%、2017 年度が同+1.5%、2018 年度が同+1.1%となり、いずれも前回 10 月分からやや上方修正されている。GDP に関しては、統計の基準改定のほか、「海外経済の上振れや為替相場の円安方向への動き」が上方修正要因として指摘されている。片や、コア CPI は 2016 年度こそ同▲0.2%と前回から下方修正されたものの、2017 年度は同+1.5%、2018 年度は同+1.7%に据え置かれている。物価に関しては「弱含みの局面が続いている」とのやや弱めの表現が見られているものの、先行きに関しては「2%程度に向けて次第に収れんしていく」との表現に落ち着いている。総じて前回 10 月分の評価を引き継いだ格好であり、敢えて言えば、トランプ大統領誕生に伴う円安が実体経済の押上げに繋がったと言えそうである。

～誤解を招きかねない政策運営の危うさ～

今回は無難に乗り切ったが、難題は山積している。特に、本欄では繰り返し論じているように、今後の日銀をウォッチする上でのポイントは如何にトランプ政権の「虎の尾」を踏まずに済むかという点にある。周知の通り、トランプ大統領は今後の二国間で行われる通商交渉に関しては「通貨安誘導に対し極めて極めて強い制限を導入していく」と述べ、他国の通貨政策に介入する意欲を隠していない。G7/G20 での暗黙の了解は「自国経済の安定を目的として講じた金融緩和による通貨安は不可抗力」といったものだが、トランプ大統領がこうした正論を許容するかは定かではない。1 月 31 日にホワイトハウスで行われた製薬会社幹部との会合でも「中国や日本が市場で何年も通貨安誘導を繰り返す、米国はばかを見ている」と述べた上で、「他国は資金供給 (money supply) と通貨安誘導で有利な立場にある」などと為替相場に不満を漏らしている。後者の発言の真意は分からないが、恐らくは金融緩和を指しての発言なのだろう。為替介入は元より、金融緩和の結果として生じた通貨安がどのような意図をもってトランプ政権に受け止められるかは相当に怪しいものがある。

この点、最近の日銀の挙動は不安を覚える部分もある。昨年 9 月の総括的検証により長短金利操作付き QQE に衣替えして以降、日銀は巧く表舞台から消えた印象が強く、金融市場 (特に為替市場) からの執拗な緩和催促も見られなくなった。だが、1 月を振り返れば、当然視されたオペが見送られて円高になり、その翌日にはオペが増額されて円安になった。時間的には一瞬の出来事ではあったものの、こうして為替市場で目立つことは現状、避けた方が無難である。むしろ、日銀からすれば、適切な金利操作の結果としてオペが増減しているだけという説明だろう。だが、日銀も本音では為替市場が過剰な円高に振れることを恐れているはずであり、「市場が黒と言えれば黒になり、白と言えれば白になる」という非情な事実を認識すべきかと思われる。現に、日銀のオペ如何によってドル/円相場は上下しており、これが目立ち過ぎると「虎の尾」を踏んでしまう可能性がある。

今後、米国経済を取り巻く環境が芳しくないものになり、保護主義のコストが無視し得ないものになってくる¹と、トランプ大統領は消去法的にドル相場の低め誘導に腐心してくる可能性が高い。現状ではそのような想定は尚早だが、ゼロ%を目処とする金利調整に関しては柔軟性が認められている以上、トランプ大統領の溜飲を下げるために長期金利のペッグ水準引き上げを検討する羽目になる可能性もシナリオとしてはなくはない。元より甚だしい収益性の劣化を背景としてイーロドカーブのステープ化が金融業界から切望されている状況も加味すれば尚のこと、その思いは強まる。

¹ 中国やメキシコ、日本に対して高関税をかけるなどの措置を執行するにしても、極まっていけば必ず相手国から同様の報復に遭う。米国は中国で多くの雇用者を抱えており、メキシコ向けの輸出も大きい。また、日本は米国内で既に大きな雇用を生み出しており、これを撤収した時のダメージも小さくはない。

～トランプ大統領と FTPL の狭間で～

ところで、昨年春頃にはバーナンキ元 FRB 議長の来日に合わせて市場がヘリコプターマネー議論を囁し立て、俄かに円安が進むということがあった。今年に入ってからノーベル賞経済学者であるシムズ・プリンストン大学教授の来日に合わせ「物価水準の財政理論 (FTPL: Fiscal Theory of Price Level)」が同様に注目されている。FTPL の詳しい解説はここでは避けるが、金融政策の限界を認識した上で、財政拡張による物価上昇の効果を肯定的に主張するものである²。FTPL の是非を本欄で問うつもりはないが、物価上昇を目標とした場合、その手段として金融政策ではなく財政政策に着目しようという流れがノーベル経済学賞受賞者により裏付けされ、しかもそれを安倍首相の経済政策面での助言役とされる浜田宏一・イェール大学教授が肯定することで同理論が殊更注目を浴びている現状は確かにある。斯かる状況下、FTPL が政治的な支持を得るのだとすれば、消費増税を含む財政健全化路線は棚上げとなる可能性もある。そのような展開を前提とした場合、日銀は (暗に国債消化を目的として) 緩和を続けざるを得ない状況に陥るだろう。

トランプ大統領対策として引き締めの対応に追い込まれるのか、FTPL に則って緩和を継続するのか。どちらの「旬」な材料が日銀の政策運営を規定するのか注目されるが、現実的には露骨に FTPL を振りかざすような事態は考えにくい。やはり目先の相場においては日銀が如何にトランプ大統領の「虎の尾」を踏まずに事態を乗り切るかが重要になってくると思われ、為替市場からはこれに伴う日銀の円高防衛力低下に注目したい。

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。

² だが、FTPL においてシムズ教授は QE のような政策は中央銀行の被る潜在的な損失が大きいため、その点に絡めて財政面での影響を考慮する必要があるとも述べている。この点を考慮しないで QE 拡大に腐心すると無意味にリスクが拡大するため、物価を上昇させたいのであれば拡張財政の方が効果的という話になる。

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
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買入れオベ見送り～為替からの読み方～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避免か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミックスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミックスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミックスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミックスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミックス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
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～
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～②
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