

みずほマーケット・トピック(2017 年 11 月 1 日)

日銀金融政策決定会合を受けて～最もピュアな片岡委員～

日銀金融政策決定会合は長短金利操作付き量的・質的金融緩和の維持を賛成多数で可決。前回会合に引き続き、片岡・審議委員が議長案に反対票を投じている。「15 年物国債金利が 0.2%未満で推移するよう、長期国債の買い入れを行うことが適当」というのが反対理由とされるが、実際に提案はされず。なぜ提案を控えたのか、20 年ではなく 15 年でいいのか、それにより過大な供給余力が改善する経路はどうなっているのかなど、同氏の挙動は今のところ理解が難しい部分が多い。だが、片岡委員のこうした挙動以外に見所がないということが、いみじくも今の日銀の置かれた環境が落ち着いたものであることの証左でもあろう。未だに機会主義的に +2%を追求する姿勢はかつての黒田日銀のそれであり、片岡氏はその意味でまだ最もピュアという言い方ができる。また、「次の政策変更」の時期や方向について照会を受けることが多いが、これは緩和だろう。2018 年 10 月以降、「円高」が「消費税」がキーワードになると予想。

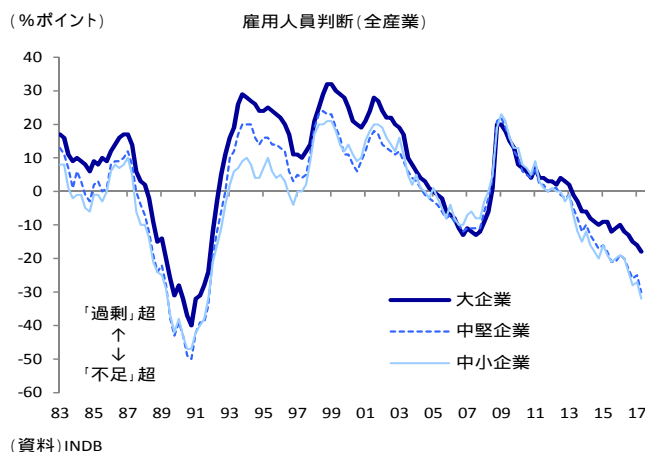
～理解が難しい片岡委員の挙動～

昨日開催された日銀金融政策決定会合は短期金利を▲0.1%、長期金利をゼロ%程度とする長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)付き量的・質的金融緩和の維持を賛成多数で可決した。前回会合に引き続き、片岡・審議委員が議長案に反対票を当時、その理由は「イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15 年物国債金利が 0.2%未満で推移するよう、長期国債の買い入れを行うことが適当である」とされた。なお、これは反対票を投じた理由であって、そうした議案提出を行ったわけではない(“提案”自体はしたのかもしれないが、採決に持ち込んだわけではない)。ちなみに、前回 9 月会合での反対票の理由は「資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019 年度頃に 2%の物価上昇率を達成するには不十分」だったので、それとは若干変わっている。

前回と今回の反対理由を繋げて推測するに、片岡委員の真意は「より長期の金利を引き下げる観点から、15 年物国債金利が 0.2%未満で推移するよう YCC を修正すれば、資本・労働市場に過大な供給余力が解消に向かい、2019 年度頃に 2%の物価上昇率を達成することが可能になる」といったところだろうか。だが、長期金利を押し下げるにしても、なぜポピュラーな 20 年物を選ばず、わざわざ取引のない 15 年物を選んだのか。いや、むしろ、ポピュラーだから 20 年物を選ばなかったのだろうか(つまりカーブフラット化による投資家へのダメージを軽減するためなのか)。

いずれにせよ、片岡委員からの情報発信は当面予定されておらず、また正式に議案提出が行われたわけでもない(今後行われる予定があるのかも分からない)ので、詳細はこれ以上分かりかねるが、15 年金利を現水準から僅かに下押しすることが「資本・労働市場に過大な供給余力が残存している」状況を改善することに繋がるというメカニズムが現状では全く分からない。

いや、そもそも過大な供給余力という問題設定自体から解説が必要である。図に示すように、今や日本では企業の規模問わず、空前の人手不足であり、供給制約を背景とした成長抑制が不安視される状況にある（短観調査では生産・営業用設備についても類似の傾向が示されている）。なお、何故、議案提出を控えたのかも解せない。提出したところで反対されるから控えたのだろうか。それともまだ採決に持ち込むほど煮詰まっていない部分が大きく、今後予定しているということなのだろうか。いずれにせよ、事前予想からそうであったように、片岡委員のこうした挙動以外に見所がないということが、今の日銀の置かれた環境が極めて安定的で落ち着いたものであることの証左であると言えよう。



～片岡氏は最もピュア～

展望レポート(表)からは引き続き苦しい物価の先行きが透けて見える。7月と比較した場合、2017年度は物価見通しが下方修正された一方、実質GDP成長率見通しが上方修正されている。また、2018年度に関しても、物価見通しが下方修正された一方、実質GDP成長率見通しが横ばいゆえ、これも2017年度と似たようなものである。要するに、巡航速度以上の成長により需給ギャップは改善しているが(図)、物価は上がらないという「ねじれ」が続いている。この点はリスクバランスの評価にも現れており、7月時点では経済・物価ともに下振れリスクが指摘されていたが、10月は経済のリスクバランスは均衡とされる一方、物価は下振れリスクへの傾斜が引き続き指摘されている。要するに、「ねじれ」は今後も続くということである。

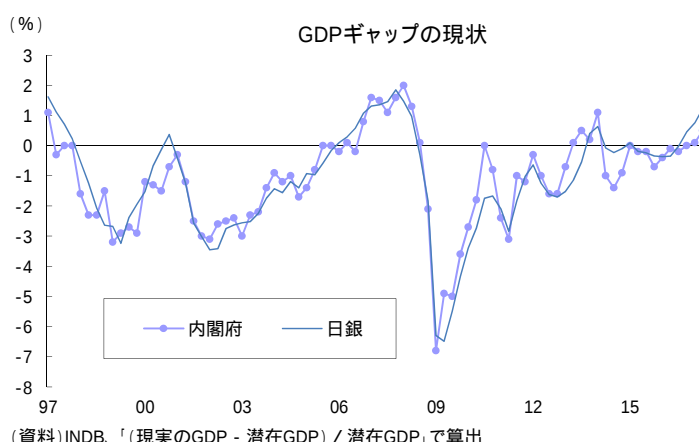
もっとも、こうした論点は正常化に着手している欧米中銀(FRBやECB)にも共通するものであり、金融政策を運営する上で「グローバルな要因に基づくデイスインフレ圧力にどう立ち向かうべきか」という新しい課題である(先週26日のECB政策理事会で

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)	消費税率引き上げの 影響を除く(ケース)
2017年度	+1.7 ~ +2.0 <+1.9>	+0.7 ~ +1.0 <+0.8>	
7月時点の見通し	+1.5 ~ +1.8 <+1.8>	+0.5 ~ +1.3 <+1.1>	
2018年度	+1.2 ~ +1.4 <+1.4>	+1.1 ~ +1.6 <+1.4>	
7月時点の見通し	+1.1 ~ +1.5 <+1.4>	+0.8 ~ +1.6 <+1.5>	
2019年度	+0.7 ~ +0.8 <+0.7>	+2.0 ~ +2.5 <+2.3>	+1.5 ~ +2.0 <+1.8>
7月時点の見通し	+0.7 ~ +0.8 <+0.7>	+1.4 ~ +2.5 <+2.3>	+0.9 ~ +2.0 <+1.8>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行



ドラギ ECB 総裁は「だとしても域内(domestic)の要因はあり、それは金融政策で対処できるし、していくつもりである」と意思表示している)。かつての日銀(2013～2014 年)と異なり、機械主義的に+2%を実現しに行くという姿勢はもはや失せており、構造的に上がらない物価を前に追加緩和で応戦しようとする向きは(片岡氏を除けば)、政策委員会ならび政府・与党においてもかなり少数派になっているものと考えられる。そういう意味では片岡氏は今の政策委員会において最もピュアという言い方もできるかもしれない。

～次の緩和は「円高」か「消費税」～

ちなみに、足許の政策運営に見どころがない中、内外からの照会において「次の政策変更は引き締めだと思うか、緩和だと思うか」という問い合わせをよく頂戴する。これは緩和と考えて差し支えないと考えている。本欄や『中期為替相場見通し』の想定通りならば、2018 年 1～3 月期にはドル/円相場は再び 110 円を割り込んでおり、同年 10～12 月期には 100 円台前半で推移している公算が大きい。FRB の正常化プロセスも難渋していることだろう。周知の通り、ECB は既に腰が引けている。このような中、日銀だけが周回遅れで引き締め動くことは容易ではあるまい。

実務的には、緩和手段がほぼ尽きていることから追加緩和が容易に検討されることもないだろうが、「次の政策変更」という問いにはやはり引き締めよりも緩和と答えたい。気の早い話であることを承知で筆者が最も警戒する日付を挙げるとすれば、早くて 2018 年 10 月、その後 2019 年 4 月や 7 月などの会合は注意が必要に思われる。これは同時期にかけて円高が進んでいるであろうとの想定に加え、2019 年 10 月に消費増税が実施されとした場合、そのショックを緩和する意図での緩和催促はやはり強まりやすいことを意識したものである。つまり、次の緩和は「円高」か「消費税」がキーになると考えられる。この点、+2%を原理主義的に追求しようとする片岡委員の提案はやはり主流になることは難しいということにもなるだろう。

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
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場基礎的需給環境～円キャリアの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	プラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21日	カシウカ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がりがない米国のインフレ期待と与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～