

みずほマーケット・トピック(2018年1月17日)

日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～

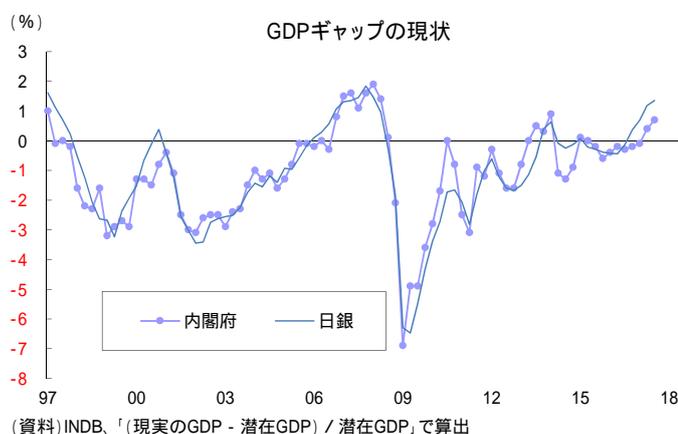
来週からいよいよ 2018 年の日米欧の金融政策が動き出す。先陣を切る日銀金融政策決定会合についてプレビューしておきたい。元より注目度の低い会合ではあったが、9 日の輪番減額がグローバルスティーピングの震源となったという声すらある中、その一挙手一投足には注目が集まりやすい。とはいえ、円高を惹起した調節運営には自省もあるだろうことから、極力、慎重な情報発信で静かに事態を乗り切ろうと努めるだろう。また、正副総裁の人事選考が進んでいる真っ最中で大きな動きも控えるはずである。展望レポートは相変わらず需給ギャップの改善と物価の先高観をリンクさせるようなロジックを前面に押し出してくるはずだが、グローバルに冴えない労働分配率の動きを踏まえると、やや危うさは残る。なお、再任が無ければ今回は黒田体制で最後の展望レポートとなる。5 年を振り返り、「総括的検証 2.0」のような動きが今後出てくることは無いのか。望みは薄いだが、現行枠組みの修正を期待したいところ。

～ユーロ高、仏中銀総裁のけん制にも動じず～

昨日の為替市場でもドル安、ユーロ高という大きな構図は変わっていない。ビルロワドガロー仏中銀総裁が独紙とのインタビューにおいて「最近の為替レートの変化は不確実性の源であり、輸入価格を下押しする可能性については監視が必要」と述べたことが報じられているものの、ユーロ相場はさほど動揺していない。本欄では繰り返し述べている点だが、これまでの ECB の行動パターンを踏まえれば、現下のユーロ高を愉快に思っているはずがない。2020 年まで見通しても+1.7%までしか上昇しないと見込まれるインフレ率はここもとのユーロ高でさらに下押しされることになる。9 月末での量的緩和終了は同総裁の言う通り、「純粋な憶測」の域を出るものではなく、筆者は 25 日の政策理事会の声明文ないし記者会見で露骨にユーロ高を潰しにくる可能性を警戒している。

～一挙手一投足に注目は集まるものの・・・～

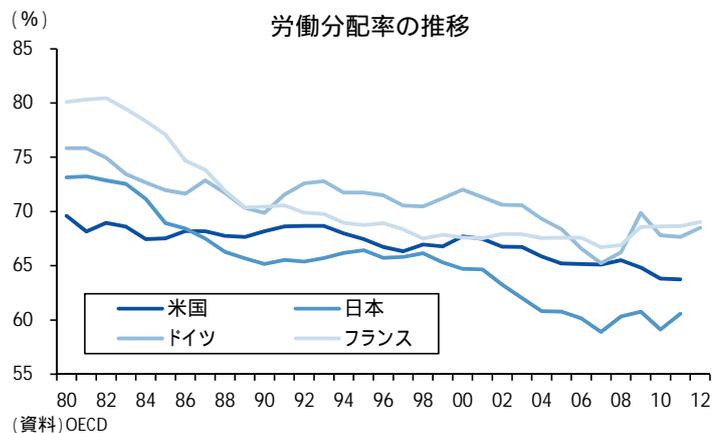
ところで、来週からいよいよ 2018 年の日米欧の金融政策が動き出す。まず先陣を切る 22～23 日の日銀金融政策決定会合についてプレビューしておきたい。元より注目度の低い会合ではあったが、9 日の輪番減額がグローバルスティーピングの震源となったという声すらある中、その一挙手一投足には注目が集まりやすい。ドル/円相場の軟化も同日から始まっている。もともと、それだけ



に早期引き締め観測に繋がりにくい情報発信は極力回避したいはずであり、総裁会見から何らかの言質を引き出すには至らないだろう。そもそも、正副総裁の人事選考が進んでいる真っ最中で大きな政策変更は考えにくいということもある。また、展望レポートも成長率やインフレ率見通しを大きく修正することはないだろう。後述するように、消費者物価指数(CPI)は冴えない状況にあるが、展望レポートは「マクロ的な需給ギャップが改善を続けるもとの、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も上昇するとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていく」との基本認識を大きく変えないはずであり、ゆえに見通しも動かさないとみる。実際、需給ギャップは日銀のみならず、保守的な内閣府の試算でもプラス領域に入っており、その幅を拡大中である(前頁図)。黒田体制発足直後は両試算共にマイナスだったのだから、これをテコに自己正当化したい気持ちは分かる。

～需給ひっ迫と物価停滞に関する解釈～

とはいえ、本来、そうした需給のひっ迫する状況だからこそ、CPI が上がってこないことが問題視されるべきだと思うのだが、そこは今回も「人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている」との分析で乗り切ろうとするだろう。以前より日銀は「労働需給の着実な引き締めや高水準の企業



業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なもの」との懸念を示しているが、結局、これを恒常的な現象と見るか、一過性の現象と見るかが、現行政策への賛否を分けるポイントになっているように思われる。AI や IoT といった省力化方向のイノベーションが、巷で言われているように、もっぱら労働分配率の低下という潮流を作っているのならば(図)、日銀(やFRB)のような「物価はそのうち上がってくる」という考え方はやはり危うい。マクロ全体の需給ギャップ改善が賃金ひいては一般物価の押し上げに繋がってくることを自明の前提として扱う限り、物価押し上げのための追加緩和という議論には至りにくい。だが、いつまでも構造的な変化から目を逸らした議論を続けることができるのかは定かではない。これは米国や欧州の金融政策に関しても言えることである。

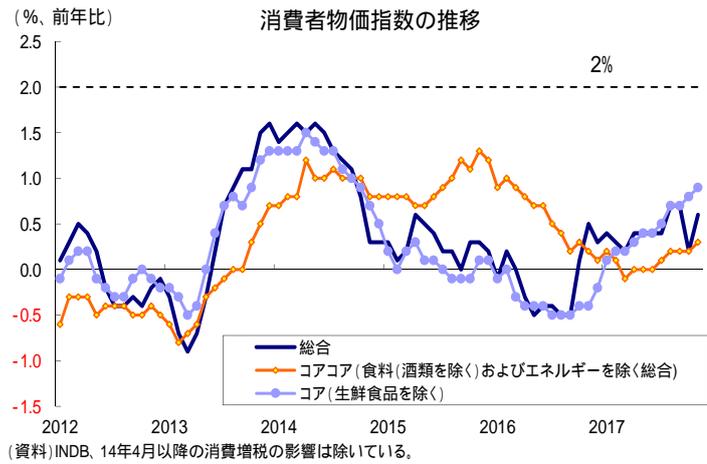
～「総括的検証 2.0」に向けて～

なお、再任がないとすれば黒田体制としては今回が最後の展望レポートになるため、議論は必然的に「5年間の総括」というところに及びやすいかもしれない。今さら確認すべきことでもないが、当初、「2年で2%」と豪語したCPI前年比は11月時点で総合が+0.6%、生鮮食品を除く総合(コア)が+0.9%、食料およびエネルギーを除く総合(コアコア)が+0.3%といずれも+1.0%未満で停滞している。市中の国債を買い漁り、バランスシートを自国GDPと同規模まで膨らませ、金融機関収益を継続的に押し下げた結果として何が残り、残らなかったのか。今会合を含めて、総括すべき時

期が訪れているのは間違いない。新体制で総裁が変わるのであれば、最後の仕事として「総括的検証 2.0」に挑むような動きは期待したいところである。その上で、新体制の下では官民から評判の悪いマイナス金利政策を撤回した上で持続可能な政策運営へのスイッチを図るというのが最も自然な姿ではないか。

奇しくも、海外勢を中心に日銀の出口観測が盛り上がっている今だからこそ着手しやすいという面もあるだろう。同じ

マイナス金利を採用する ECB もにわかに金利の調整に向けて地均しを始めたところである。通貨高を嫌気する体質は ECB も日銀も同様だが、それでもマイナス金利の撤回が重要だと考えているのかもしれない。少なくともこの先、FRB の正常化プロセスが頓挫し、米金利がはっきりと下がってくるような状況では、強烈な円高への不安から、そのような修正は実質不可能だろう。「今できることは今やっておく」という姿勢の下で、現行枠組みの持続可能性を高めるような修正を期待したい。



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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウサイドリスクが広がるユーロ相場～ 議事要旨の強気を受けて～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するペースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
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	ケール理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～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	タカ派の姿勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	違い込まれる日銀～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～テーパ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ー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版