みずほマーケット・トピック（2018 年 1 月 24 日）

日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～

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%程度に誘導する現状方針の維持を決定。ほぼ完全に無風の会合となった。1 月 9 日の輪番減額を契機に燻っている長期金利誘導目標の引き上げについては、少なくとも現行体制では全く関心がなさそうなことが見て取れた。操作対象は「金利」、そのツールとしての「量（国債購入）」という主従関係がある中で、輪番減額を出口と捉えるのは誤解である。しかし、そうしたあらぬ誤解を招いたのは長期国債の買い入れペースに関し「年間約 80 兆円をめどとしつつ」という文言を残しているから。断続的に 1 月 9 日のような事態に悩まされないためにも、同文言の削除は本格的に検討されるべきではないか。次回は現体制下での最終会合となるが、円相場の急騰や株の急落などがない限り、大きな動きを期待するものではない。現状維持に努める消化試合の様相が強まってきた印象。

～予想物価上昇率の上方修正はあったものの・・・～

昨日行わ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%程度に誘導する現状方針の維持を決定した。引き続き片岡剛士審議委員は反対票を投じたものの、8 名による賛成多数で決定となった。そのほか上場投資信託（ETF）などの資産買い入れ方針や今年 3 月末で期限を迎える金融機関向けの貸出支援制度の 1 年延長方針は全員一致で現状維持とされた。ごく一時的に、展望レポートの中期的な予想物価上昇率を評価する文言に関し、従前の「弱含みの局面が続いている」から「弱含みの局面が続いていたが、最近は横ばい圏内で推移している」と上方修正されたことを捉えて円高に振れる動きも見られたが、リスクバランスに関する文言「経済については概ね上下にバランスしているが、物価については下振れリスクの方が大きい」が全く変わっていない以上、取り沙汰するほどの話ではなく、直ぐに円安方向に戻された。しかし、米国時間に入ると、トランプ米政権下での太陽電池パネルと洗濯機への関税賦課が将来的な貿易戦争に発展するのではないかとの懸念からドル売りが強まり、本日は 110 円台前半まで軟化している。

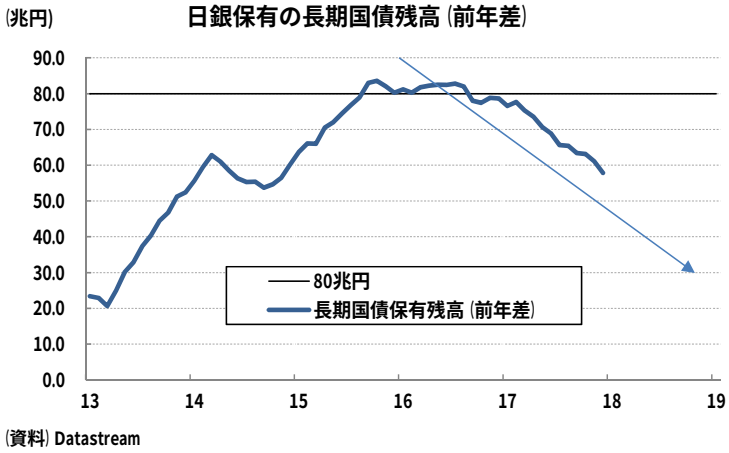
～筋論では正副総裁が変わろうと動くべき～

話を金融政策に戻す。1 月 9 日の輪番減額を契機に燻っている長期金利誘導目標の引き上げについては、少なくとも現行体制では全く関心がなさそうなことが見て取れた。実際、操作対象は「金利」、そのツールとしての「量（国債購入）」という主従関係がある中で、日銀は減額しても安定的に金利操作できると考えたに過ぎないのだろう。この点、「最小購入で目標金利を実現したい」という意図をもって減額していることは間違いないだろうが、それを「出口」と解釈するのは筋違いではある。しかし、過去の本欄でも述べたように、為替市場がそうした程よい距離感で解釈してくれない今、建前はどうあれ「量」の減少からも今後は距離を取らざるを得ないだろう。為替と株価の相関が殆ど切れてしまっており、尚且つ欧米中銀の正常化プロセスが進行している今だからこそ、（たとえ

誤解を招いてでも)「量」の縮小を図りやすい状況と思うのだが、それだけの胆力は今の日銀にはなさそうである。同様の理由で ETF についても、日経平均株価が 25000 円を臨む水準まできている現時点で減額を検討できなければ永遠にできない可能性を感じるが、為替以上に政治的関心の強い株価を直接的に押し下げかねない策はやはり採れそうもない。なお、このタイミングでの政策変更に関し、「正副総裁の交代が近いから大きな動きはない」という解説は相応に説得力があるし、実際そうなのだろうとは思うが、筋論から行けば、違和感を覚える話でもある。経済・物価情勢は正副総裁が変わろうが変わるまいが所与の条件であり、特に海外環境に配慮して後から動けなくなるリスクがあるならば、今のうちに動くという選択肢はやはり検討に値するだろう。

～「80 兆円」表記の削除検討を～

そもそも「操作対象は『金利』、そのツールとしての『量(国債購入)』という主従関係』があるにもかかわらず、輪番減額がテーパリングとの誤解を招くのは長期国債の買い入れペースに関し「年間約 80 兆円をめどとしつつ」という文言が残っているからだろう。2017 年末の保有長期国債の前年差は+57.8 兆円まで減少しており、このペースで行けば 2018 年末は+30 兆円程度の積み上げにとどまる(図)。オペにおいて金融政策の新たな意図を示すことはないというのが日銀の公式スタンスだが、約束している額を大幅に下回る構図になっている以上、そこに何らかの意図を見出そうとする市場参加者は(特に海外勢を中心に)現れてしまう。同文言は「量」への拘りが殊更強い政策委員への配慮として残されているというのがもっぱらの観測だが、だとすれば岩田副総裁の退任を良い契機として「80 兆円」の削除を本格検討すべきかもしれない。公知の事実を追認するだけであり、さほどショックもないだろう。それよりも断続的に 1 月 9 日のような事態に悩まされる方が厄介である。



(資料) Datastream

1 月 9 日の騒動があったこともあり、黒田総裁の会見もハト派色が強いものであった。一部で燻っていた長期金利誘導目標の引き上げなどは現体制の問題意識からは外れたと考えるべきだろう。次回は現体制下での最終会合となるが、円相場の急騰や株の急落などがない限り、大きな動きを期待するものではないだろう。現状維持に努める消化試合の様相が強まってきた印象である。

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に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.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
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
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～
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（ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～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ベ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ポンドの苦境～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～最もピュアな片岡委員～
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、長期は弱気の金利見通し～
	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～）