

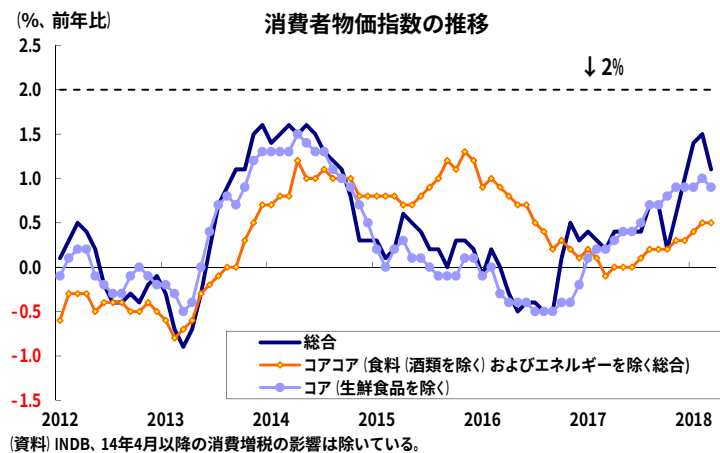
みずほマーケット・トピック (2018 年 4 月 25 日)

日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～

今週 26～27 日の日銀金融政策決定会合は黒田総裁の続投が決定し、新たな副総裁 2 名を迎えた新執行部の下での初会合であり必然的に初の展望レポート公表でもある。若田部副総裁が大勢になびかず追加緩和を提案するのではないかと一部の声にはあるようだが、初っ端から執行部分裂の引き金を引くほどの強い気持ちはあるまい。同氏の人選を進めた政府の手前、そのような挙動には相当な勇気が求められるはずだ。一方、黒田総裁も雨宮副総裁も正常化への配慮は垣間見せているが、今直ぐにという雰囲気はない。もちろん、執行部が変わった今だからこそ、今後の政策運営の変化を印象づける一手に打って出るという考え方も本来はあるだろう。しかし、実質的には安倍政権の側面支援を担ってきた黒田日銀が、政府・与党が苦境に立たされている現状で、株や為替の逆風になりかねない意思決定をできるとは思えない。

～新執行部の足並みが乱れる可能性について～

今週 26～27 日には日銀金融政策決定会合があるので簡単にプレビューしておきたい。黒田総裁の続投が決定し、新たな副総裁 2 名を迎えた新執行部の下での初会合であり、必然的に初の展望レポート公表でもある。量的・質的金融緩和(QQE)導入から丸 5 年が経った今も消費者物価指数(CPI)の前年比+2%への道筋は見られていないため、筋論から言えば、再び総括的検証を試みた上で「できるだけ早期



に前年比+2%を実現」という「戦略」設定から見直す必要があるだろう。しかし、黒田総裁は 3 月 2 日の続投に係る所信聴取で「現時点で新たな総括的検証の必要はない」と可能性を否定している。この一点だけとつても、今回は現状維持が濃厚だ。

なお、新任の雨宮副総裁は 5 日の所信聴取で「経済・物価状況に応じて、市場の安定を確保しながら金利を徐々に安定的に調整していくことは技術的には十分可能」と述べ、時宜を捉えて正常化したい姿勢を隠していない。これまでのバックグラウンドを活かして、いざその段になれば理論的支柱としての立ち回りも期待されるところである。だが、それもあくまで「技術的には可能」という話であって、現時点では時期尚早というのが同氏の基本姿勢と見受けられる。

日銀の政策運営にまつわる論点が乏しくなっている中、リフレ派として政策委員会に入る若田部氏がこうした執行部の大勢になびかず、(片岡審議委員のように)現状維持を退け、積極的な追加

緩和を提案するのではないかとその声が就任前にはあった。しかし、同じく 5 日の所信聴取で「必要なら追加緩和を提案する」と述べつつも、「大事なことは、これまでの 5 年間の金融政策の基本スタンス、レジームを継続すること」、「追加緩和前提に議論しているわけではない」などと述べており、まずは執行部内での意見分裂を避けることを優先させようである。

ちなみに、新日銀法の下で執行部が分裂(正副総裁の意見が対立)したのは 2007 年 2 月が最後であり、追加利上げに反対する岩田一政副総裁(当時)を福井総裁(当時)がいさめたという議事録が注目された。初っ端から執行部分裂を覚悟してまで追加緩和を提案するだけの強い気持ちが若田部氏にあるだろうか。それを確信させるだけの証拠は今のところないというのが実情に思われる。若田部氏という人選を進めた政府を巡る状況が不安定化していることを踏まえても、わざわざここで混乱の引き金を引くという選択は合理的ではないだろう。

後述するように、黒田総裁および雨宮副総裁はリバーサル・レート理論を念頭に政策のファインチューニング(微修正)のタイミングを探っている節があるので、どこかで若田部副総裁と立場が対立する恐れもある。それは今後の見どころ 1 つに違いないが、今回ではないのだろう。

～展望レポートも波乱なく～

また、ファインチューニング(微修正)の契機となりそうな展望レポートの上方修正も考えにくい。前回会合からの大きな情勢変化と言え、トランプ政権の保護主義政策が先鋭化したことおよび朝鮮半島を巡る緊張感が後退したことであり、上下双方の材料が追加された印象である。世界経済への懸念という意味では前者の方が大きそうであり、この点は ECB 政策理事会でも強い懸念が表明されていた。かかる状況下、経済・金融環境がはっきり好転したとは言い切れず、ファインチューニングに踏み切るだけの根拠にもならないだろう。展望レポートにおける「リスクバランスをみると、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」という現在の評価は恐らく据え置きとなるはずであり、政策も現状維持が妥当との判断になるはずである。

大まかな成長パスとして 2018 年度は堅調な成長が続いた後、2019 年度は五輪関連の投資・需要が一巡した上で消費増税も考慮して成長率が失速するという想定は変わらないと思われ、それゆえに物価見通しも横ばいだろう。もちろん、「2%程度に達する時期は、2019 年度頃になる可能性が高い」というスケジュールも据え置かれるはずだ。もっとも、商品価格の急騰でもない限り、2019 年度中に 2%到達という可能性は低いが、経験則に倣えばそれを認めるのは今年度後半である。

～今だからこそ・・・という考え方もあるのだが～

もちろん、曲がりなりにも執行部が変わった今だからこそ、今後の政策運営の変化を印象づける一手に打って出るという考え方も本来はあるように思う。所信聴取を見る限り、現行の緩和路線が金融機関収益を押し下げ、金融仲介機能を毀損する可能性は生じていることに関し、黒田総裁や雨宮副総裁は配慮がありそうである。こうした、いわゆるリバーサル・レート論に基づいた懸念は新執行部の下で真摯に対応していかなければならない課題となるはずだ。具体的な策としてはイールドカーブコントロール(YCC)における長期金利誘導目標の引き上げや目標金利の年限短期化(10年から5年など)がその際の選択肢として挙げられるだろうか。

いずれにせよ、そうした選択肢はファインチューニングの域を出るものではないが、金融市場で

は「引き締め」ないし「出口論」といった極端なフレーズと共に消化される可能性が高いため、そのタイミングには相当神経質になる必要がある。この点、一昨日の本欄でも議論したように、朝鮮半島情勢が宥和ムードに包まれ、目先の投機ポジションが円安・ドル高に振れやすい(実際振れている)現状ならばショックは小さく済むのではないか。この先、FRB の正常化プロセスが「正常化」から「引き締め」の局面に入り、これを株式市場が嫌気するような今年 2～3 月のような地合いに至ればそのような決断は絶望的に難しくなる。今だからこそ出来るという発想もあり得る。

とはいえ、本邦政治情勢に目をやれば、政府・与党は度重なるスキャンダルの結果、第二次安倍政権発足以降で最大の危機的状況に差し掛かっている。連日のように支持率の低下が報じられる状況下、実質的には安倍政権の側面支援を担ってきた黒田日銀がファインチューニングとはいえ、株や為替の逆風になりかねない意思決定をできるだろうか。今会合におけるファインチューニングの決断がゼロとは思わないが、その可能性はやはり極めて低いというのが実情と思われる。

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4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定が替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クワデニング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第2次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本日にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
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～
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」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
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	ステルスターバリングの「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年の動所～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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
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	テーバリングが改めて示唆するベア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