

みずほマーケット・トピック (2018 年 5 月 1 日)

日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～

4 月 26～27 日の日銀金融政策決定会合は賛成多数で現状維持を決定。ポイントは「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」において①「2019 年度頃」としていた 2%の物価目標の達成時期が削除されたこと、②これまで「均衡している」としてきた景気のリスクバランスに関し「2019 年度以降は下振れリスクの方が大きい」とされたことの 2 点。体制発足当初から「2」をマジックナンバーとして無理な強弁をしてきたこともあり、ヘッドラインとしての受け止めはやはり①が大きい。あくまで市場が見通しを期限と混同していることへの処置というのが公式説明だが、従前の経緯を踏まえればこの指摘はあまりにも酷。当面の政策運営を読む上では②の方が重要ではないか。わざわざリスクバランスを下方修正したのだから「次の一手」はやはり引き締めではなく追加緩和の可能性が高まったということではないのか。なお、これらの変更がなぜ今回だったのかという点については「新体制で心機一転」以上の意味を見出すのが難しい。

～金利も物価も分水嶺に～

東京市場が連休に入中、為替市場では静かな地合いが続いている。4 月 25 日に 3.03%まで上昇した米 10 年金利はピークアウトしており、昨日 30 日には 2.93%まで戻ってきている。とはいえ、同日公表の米 3 月個人消費支出(PCE)デフレーターは約 1 年ぶりに前年比+2.0%に到達しており、金利も物価も 1 つの分水嶺に差し掛かっていることは間違いない。相場見通しを作る上でもより大局的な視点が必要となっている時間帯と考えられよう。筆者は引き続き、FRB によるオーバーキルがリスクオフ局面を招来し、株安・円高にリンクしかねないことを懸念している。

～ポイントは 2 点～

ところで、先週 4 月 26～27 日の日銀金融政策決定会合では賛成多数で現状維持の方針が決定された。短期の政策金利を▲0.1%、10 年物国債金利をゼロ%程度に操作する現状の調節方針は継続となる。今回のポイントは「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」において①「2019 年度頃」としていた 2%の物価目標の達成時期が削除されたこと、②これまで「均衡している」としてきた景気のリスクバランスに関し「2019 年度以降は下振れリスクの方が大きい」とたことの 2 点である。

ヘッドラインとしての受け止めはやはり①の方が大きい。黒田日銀発足当初から「2」をマジックナンバーとして無理な強弁をしてきたのだから当然だろう。既に有名無実化していたにもかかわらず、達成時期を明示し続けることは敗色をアピールするだけであり、また無為な追加緩和観測を呼ぶだけでもあった。その意味で「百害あって一利なし」というのが実情だったと言える。この点、黒田総裁は「達成期限ではなく、見通しであることを明確にするため、記述の仕方を見直すこととした」と述べている。「政策変更につながると誤解される恐れ」を回避するために期限の削除に踏み切ったと述べている。あくまで市場が見通しを期限と混同していることへの処置であるという説明である。

～市場は「誤解」していたのか？～

しかし、いくら何でも、これまでの市場が「誤解」してきたというのは酷ではないか。2013 年 4 月に量的・質的金融緩和 (QQE) が導入された際、2 年という期限を区切ったのは、それ相応の覚悟を示し、これを裏付けるための未曾有の緩和を行うことで粘着性の強い日本のデフレ状況を打破するというロジックがあった。そういった短期決戦を想定したからこそ黒田総裁の「戦力の逐次投入はしない」という名言が生まれたのであり、あの頃、間違いなく 2 年は期限だった。

導入当初だけではない。例えば、2016 年 12 月の講演で岩田規久男副総裁(当時)は「できるだけ早期に、というのは、5 年なのか 10 年なのか、15 年なのか、はっきりしないわけです。普通は諸外国ではだいたい 2 年くらいかけて 2% の物価目標を実現できているという歴史があります。そういうことで、2 年と区切って日銀の覚悟を示すことが、市場から評価されるために必要だと考え、あえて 2 年と示したわけです」と述べている。副総裁自らが「2 年と区切って」いることを「日銀の覚悟」と述べているのだから、どう考えても示されたスケジュールは期限と見るかしかあるまい。市場は穿った誤解していたのではなく、正しい理解をしていたのだと考えたい。なお、「期限を切って物価目標を掲げている中央銀行など欧米にはない(だから今回の削除は不思議な話ではない)」という主張は「そもそも欧米とは全く異なる物価環境だったからこそ期限を区切って未曾有の緩和を打ち込むことが必要」という当初の主張を考えれば、やはり無理がある。黒田日銀はその発足当初から欧米と足並みを揃えることを是としてこなかった経緯がある。

上述したように、今回期限を削ったのは「期限未達」と「追加緩和」をリンクさせる雰囲気を根絶しなかったからという本音が大きいのだろう。展望レポートの物価見通しを下方修正するたびに「〇回目の達成時期先送り(ちなみに今回は 7 回目)」と言われ続ける不毛さを回避し、新体制発足を機に心機一転を図ったというところではないか。この修正自体はどう考えても建設的なものであり、好意的に評価したい。そのほか片岡審議委員がピュアに物価目標を追求して追加緩和を説く動きがあるため、これをけん制するという内部的な事情もあったかもしれない。実際、今回の期限の削除に同氏は反対している。なお、物価状況と追加緩和のリンクが切れたことで、「2% が遠くても利上げできるようになった」という解釈もあり得るが、後述するリスクバランスとの関係でそれはないと考えたい。

なお、本筋とは逸れるが、現状の日銀の政策運営において最も市場の「誤解」を招いているのは「80 兆円」というマネタリーベースの年間増加額のめどであり、この点こそ修正すべきであったように思われるが、何故かこれは放置された。

～「次の一手」はやはり追加緩和～

どう解釈するにせよ「短期間で 2% 到達」は黒田日銀の戦略の要諦であったため、ここに亀裂が入ったこと自体は大きな動きである。しかし、当面の政策運営を読む上では②のリスクバランスの下方修正の方が重要かもしれない(言ってみれば、①は現状を追認したに過ぎない)。具体的に、今回の展望レポートでは経済のリスクバランスについて 2018 年度は「概ね上下にバランスしている」としたものの、2019 年度以降は「下振れリスクの方が大きい」とされた。米国の保護主義政策の余波などが考慮された可能性もあるが、今回から「消費税率の引き上げの影響」にも言及が行われるようになった。以前から分かっていたことをこのタイミングで入れ込んできた理由は不明だが、上述したように、そもそも物価目標の達成時期を削除するという行為自体が「新体制で心機一転」以上の意

味を持っていなかったことを考えると、「何故、今なのか」は深く考える必要はないかもしれない。

ただ 1 つ、今回の会合を経て明らかになったことは、わざわざリスクバランスを下方修正したのだから「次の一手」はやはり引き締めではなく追加緩和の可能性が高まったということではないか。昨年来、正常化観測が根強いが、今回の動きを受けて現状では少数派の追加緩和予想もじわじわ増えてくる可能性がある(例えば、4 月 16～18 日までにブルームバーグがエコノミスト 47 名を対象にした調査によれば、「次の一手」を追加緩和と回答しているのは筆者を含めて 4 名のみ)。そして実際に追加緩和が行われるとしたら、それはやはり円高が進んだ時に他ならないだろう。

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。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27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
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～
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	想定為替レートと実相場場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・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)～第二次多様化～
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(本当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うするか？～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)