

みずほマーケット・トピック(2018年8月1日)

日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～

7月30～31日の日銀金融政策決定会合は正常化方向の措置を見込む向きにとっては一応満額回答とも読める内容。長期金利に関してはゼロ%程度での推移を企図しつつ「経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうる」との表現が加えられた。「ある程度変動」が金利上昇を意識した表現であることは言うまでもない。そのほかETF購入についても将来的な購入額の縮小が可能になるような修正が施された。さらにマイナス金利が適用される政策金利残高も縮小が決定されている。こうした「緩和ではない方向」の措置は欧米の経済・金融情勢が堅調だからこそ出来るものであり、いつまでもそのチャンスがあるわけではない。現在の日銀が注視すべき事実は「次の不況(円高)局面では何が出来るか」であり、今のまま不況に突っ込んだ場合、これまで禁忌とされてきたような一手まで追い込まれる可能性に配慮すべきだろう。

～もはや「願望」ですら2%届かず～

7月30～31日の日銀金融政策決定会合は正常化方向の措置を見込む向きにとっては一応満額回答とも読める内容であった。短期金利に関しては引き続き▲0.1%を維持したものの、長期(10年)金利に関してはゼロ%程度での推移を企図しつつ「経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうる」との表現が加えられた。「ある程度変動」が金利上昇方向を意識した表現であることは言うまでもない。会合前に「0.11%」ではなく「0.10%」という今までよりも低い水準で指値オペを打ってきたのは、会合における決定が「引き締め」と取られないための布石であり、「ある程度変動」が上下双方向の意味を包含すると主張したいがためだろう。事前に言われていた通りである。なお、黒田日銀総裁は記者会見で許容変動幅はこれまでに比べて上下0.1%ポイントと述べており、具体的には「▲0.2%～+0.2%」のバンドが想定される。流動性枯渇の賜物であると言える。

また、株価指数連動型上場投資信託(ETF)の購入に関しても銘柄別買入額の見直しを図りつつ「資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場状況に応じて買入額は上下に変動しうるものとする」との表現に修正されており、今後、購入額の縮小が裁量的に実施される可能性が窺える。「満期の無いETFの購入は国債の購入よりも始末に困る」というのは衆目の一致するところであり、最近では日銀の大量保有に絡めてコーポレートガバナンスの観点からも不味さを指摘する向きも出ていたところであった。こうした

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
2018年度	+1.3～+1.5 <+1.5>	+1.0～+1.2 <+1.1>	
4月時点の見通し	+1.4～+1.7 <+1.6>	+1.2～+1.3 <+1.3>	
2019年度	+0.7～+0.9 <+0.8>	+1.8～+2.1 <+2.0>	+1.3～+1.6 <+1.5>
4月時点の見通し	+0.7～+0.9 <+0.8>	+2.0～+2.3 <+2.3>	+1.5～+1.8 <+1.8>
2020年度	+0.6～+0.9 <+0.8>	+1.9～+2.1 <+2.1>	+1.4～+1.6 <+1.6>
4月時点の見通し	+0.6～+1.0 <+0.8>	+2.0～+2.3 <+2.3>	+1.5～+1.8 <+1.8>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

状況下、妥当な判断が下されたと考えるべきものだろう。

なお、正常化方向の修正はこれだけではない。マイナス金利が適用される政策金利残高についても「長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準(平均して 10 兆円程度)から減少させる」とあり、金融機関が被る副作用に配慮した措置が決定されている。合わせて公表された「展望レポート」では成長率および物価共に見通しが引き下げられていることを思えば(前頁表)、实体经济への評価が芳しくない状況にもかかわらず一連の正常化措置が決定されたということになる。やはり、現行枠組みに対して撤退的修正が施されたという印象は拭えない。ちなみに消費者物価指数(CPI)は 2020 年度でも+1.6%にとどまっている。予測期間終盤においてもこれほど低いインフレ率しか提示できないことは黒田体制発足以来では異例のことである。同体制下での「展望レポート」は「願望レポート」とも揶揄されてきたが、もはや願望ですら目標に届かない情勢と見受けられる。

～フォワードガイダンスの導入背景～

しかし、である。以上のような正常化色の強い決定にもかかわらず、公表文書の題名は「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」であった。これは「2019 年 10 月の消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利水準を維持することを想定」といったフォワードガイダンス(FG)が挿入されたことに由来している。具体的に「当分の間」がどの程度を示すのかが今後争点化されそうだが、少なくとも来年秋までという解釈になるだろうか。そうすると現在、ECB が採用している FG と同じかやや長い期間、政策金利の調整を放棄するという意味になる。会合後、円や銀行株が売られたのはこうした部分に反応したものと考えられる。緩和色を混ぜてくることに関しては市場予想の範疇外であったので無理もない。ちなみに「現在のきわめて低い長短金利水準」がそもそも「▲0.1～+0.1%」を指しているのか、それとも一般的概念を指しているのかも分からない。FG の曖昧さはかなり強いものであるように感じられる。

真っ当に考えれば、各種正常化の措置を決断するにあたっては、それらを「中和」する何らかの緩和措置が必要と考えたのだろう。実際、会合後の円相場は下落したのでこうした目論見は奏功したようにも思われる。また、2019 年 10 月に政府が増税を予定している以上、正常化を進めるにあたっては何らかの配慮が必要だと考えたのかもしれない。だが、7 月下旬以降、トランプ米大統領が米金利やドルの上昇に不満を示し始めている状況を踏まえると、緩和方向の措置はこの程度の措置に留めざるを得なかったという事情もあろう。奇しくも昨日はワシントンで行われる日米貿易協議(FFR)が 8 月 9 日に決定したという報道もあった。このタイミングで日本が金融政策で緩和色を誇示するわけにはいかないであろうし、当面も目立ったアクションは控えざるを得ないと推測する。

～正常化のチャンスはいつまでもない～

会合前には様々な観測が飛び交ったが、今後も同様の状況に直面する可能性はある。重要なことは、今回のような「緩和ではない方向」の措置は欧米の経済・金融情勢が堅調で、これに応じて FRB ないし ECB が相応に正常化プロセスを進捗させている状況でしかできないということである。例えば米金利が低下し、ドル/円相場が 105 円付近にあって、日経平均が 2 万円割れを臨むような局面であれば今回の決断は難しかったはずだ。対外経済・金融環境と照らした場合の相対的な安全性が確保されない限りファインチューニングは難しいのである。今回は幸いにも決断に至ったが

今後もそうだとはいえない。いつまでも正常化のチャンスがあると考えるべきではない。

その意味で「次の一手」は必ずしも現状だけを見つめて決められるべきものでもないと言える。景気は循環するものであり、米国もユーロ圏も史上最長の拡大局面に足を踏み入れている以上、政策当局は当然、「次の局面で何が出来るか」を考える必要がある。言い換えれば、「このまま空手で不況に突っ込むことは避けたい」という一種の恐怖感を金融政策当局者としては覚える局面と推測する。賃金や物価情勢が加速していないにもかかわらず FRB や ECB が正常化プロセスに固執するのは、結局はそうした「糊代論」を意識している部分もあるからであり、「出来るときにやっておきたい」、「溜められるカードは1枚でも多い方が良い」という発想があるのだろう。

日銀の現行政策の有効性やこれに伴う副作用の有無に関しては既に市場でも議論が尽くされており、「効果の割にデメリットが大きい」という意見集約はそれほど難しいものではないと考えられる。年内にも FRB の利上げ局面が終点に差し掛かると言われている以上、現在の日銀が最も注視すべき事実は「次の不況(≒円高)局面では何が出来るか」であり、このまま不況に突っ込んだ場合、ヘリコプターマネー政策や外債購入といった禁忌とされてきた一手まで追い込まれるリスクがあろう。

もちろん、政府・日銀が自ら「糊代論」を喧伝するのは容易ではない。ある程度は為政者と市場参加者の間の阿吽の呼吸が必要になってくるテーマだろう。その意味で今回は 2013 年 4 月以降、齟齬が見られていた日銀と(特に債券)市場参加者の意思が黒田体制下で初めて噛み合い始めていることを示した例であったように思える。今後の節目の会合となる可能性もあるのではないかな。

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7月30日	メインシナリオへのリスク点検 - いよいよ「伝家の宝刀」? -
2018年7月27日	週末版 (ECB政策理事会を終えて - 金利ガイダンスの正しい読み方 -)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議 (FFR) の関係性
2018年7月20日	週末版 (「グレートモデレーション」再来を疑う時 - 「保険の売り」は慢心の表れ -)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」 - 金利・物価情勢は支持せず - 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状 - 一部市場に異変も -
2018年7月13日	週末版 (「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」 - 米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中 -)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望 - 見過ごされる「パプルの芽」 -
2018年7月10日	混乱を深めてきた英国のEU離脱プロセス - 論点整理 -
2018年7月9日	米中開戦の時 - 欧州も巻き込み貿易大戦の様相か? -
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路 - 「訓練の秋」 -
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機 - 債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方 - 「返り血」は避けたい米国 -
2018年7月2日	2018年上半期を終えて - 予測の王道は変わらず -
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検 - 再び先鋭化した保護主義 -
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相 - EU離脱法案の成立 -
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告 - 米国とイタリアの挟撃 - 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」 - 分水嶺 -
2018年6月15日	週末版 (ECB政策理事会を終えて - 「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案 -)
2018年6月14日	FOMCを終えて - 「後ろめたさ」を抱きつつの運営に -
2018年6月13日	米朝首脳会談 - 市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」 -
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー - テーマは「中立金利との距離感」 -
2018年6月8日	週末版 (外国人労働者の受け入れ拡大について - 成長を望むなら -)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状 - 世界経済の失速は露わに -
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー - イタリア危機を越えて -
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか? - このままでは済まず -
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版 (イタリア、スペイン懸念は波及するのか - イタリア発スペイン経由南米行き? -)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況 - 安全通貨「円」の本領 -
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望 - ECBが被る誤算 -
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望 - 論点整理 -
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか?
2018年5月18日	週末版 (続・米金利上昇の余波を受ける新興国について - 金融市場は「我慢比べ」の段階に -)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望 - 仏中銀総裁講演を受けて -
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」 - 家計・企業・海外 -
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検 - 通商政策リスクは顕在 -
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? -
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 - 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年3月分)
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勢相場の関係について
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	ドイツパプルの警戒すべきか?
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役員会入事の読み方 - 今後への含意など -