

みずほマーケット・トピック(2019年1月24日)

日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～

昨日の金融政策決定会合で、日銀は現行の枠組みを継続することを 7 対 2 の賛成多数で決定。展望レポートでは「リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい」とはっきりリスクバランスの下方シフトが強調された。この点、まだリスクバランスの均衡を主張している FRB や ECB との大きな違いとも言える。ほぼ無風の結果に終わった今会合において、注目したいのはやはり物価見通しの弱さ。とりわけ 2020 年度の物価見通しまで引き下げられた点は見逃せない。黒田体制では、展望レポートにおける「予測期間の最も遠い 2 年後の時点（今回で言えば 2020 年度）」は通常、予想というより日銀の希望・期待・意気込みが反映されやすく、それゆえに「願望」レポートとも揶揄されてきた。しかし、2018 年 7 月の展望レポート以降、「2 年後のコア CPI 予想」はこれで 3 回連続の下方修正で、+1.5% を割り込んだのも初めてである。もはや「願望」を提示することも苦しい状況に変わってきたと理解すべきか。

～雲散霧消する正常化期待～

昨日の金融政策決定会合で、日銀は現行の長短金利操作付き量的・質的緩和の枠組みを継続することを 7 対 2 の賛成多数で決定した（片岡・原田両審議委員が反対）。「経済・物価情勢の展望（展望レポート、表）」は予測期間全般にわたって、消費者物価指数（除く生鮮食品、消費税率引き上げ・教育無償化の影響、以下単にコア CPI）の見通しが引き下げられており、2019 年度については遂に 1% を割り込んだ。

展望レポートでは「リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい」とはっきりリスクバランスの下方シフトが強調されている。この点、まだリスクバランスの均衡を主張している FRB や ECB との大きな違いとも言える。これと平仄が合うように、黒田日銀総裁は決定会合後の記者会見で「リスクが高まってきている。十分注意する必要がある」と述べており、昨年来を通じて盛り上がっていた日銀への正常化期待は公式に一蹴されたと考えるべきであろう。

～「願望」すら出来ない環境に～

ほぼ無風の結果に終わった今会合において、注目したいのはやはり物価見通しの弱さである。

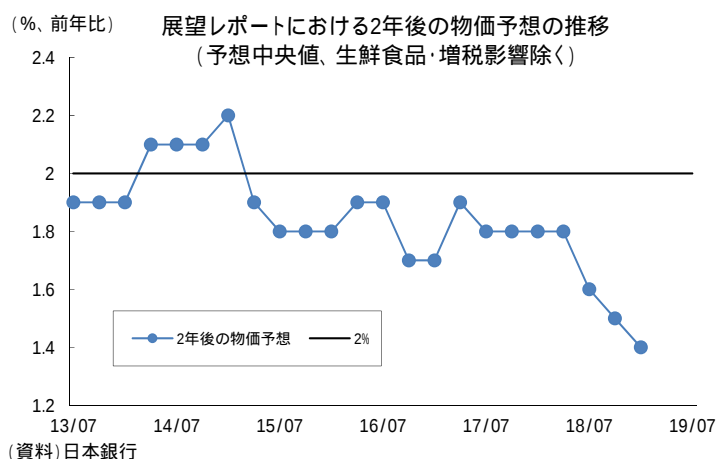
日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考)消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除くケース
2018年度	+0.9 ~ +1.0 <+0.9>	+0.8 ~ +0.9 <+0.8>	
10月時点の見通し	+1.3 ~ +1.5 <+1.4>	+0.9 ~ +1.0 <+0.9>	
2019年度	+0.7 ~ +1.0 <+0.9>	+1.0 ~ +1.3 <+1.1>	+0.8 ~ +1.1 <+0.9>
10月時点の見通し	+0.8 ~ +0.9 <+0.8>	+1.5 ~ +1.7 <+1.6>	+1.3 ~ +1.5 <+1.4>
2020年度	+0.7 ~ +1.0 <+1.0>	+1.3 ~ +1.5 <+1.5>	+1.2 ~ +1.4 <+1.4>
10月時点の見通し	+0.6 ~ +0.9 <+0.8>	+1.5 ~ +1.7 <+1.6>	+1.4 ~ +1.6 <+1.5>

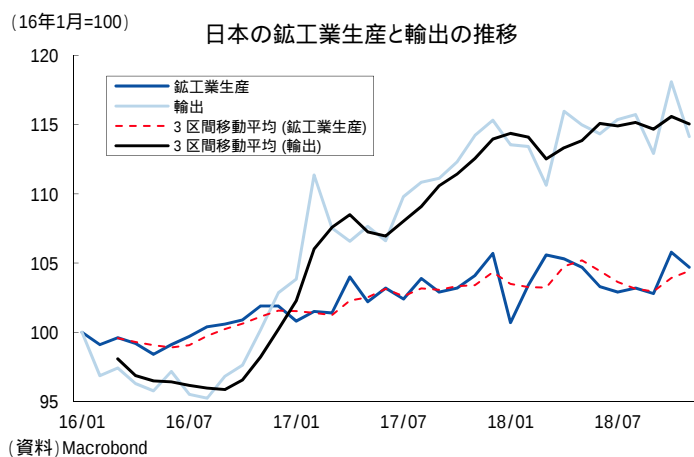
(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

2018～2020 年度のコア CPI 見通しは前回 10 月の「+0.9% / +1.4% / +1.5%」から「+0.8% / +0.9% / +1.4%」へと広範に下方修正された。2019 年度に見られる▲0.5%ポイントという大幅下方修正はあくまで「原油価格の下落を主因」とした現象というのが展望レポートの解説である。だが、より注目すべきは 2020 年度の物価見通しまで引き下げられた点である。黒田体制では、展望レポートにおける「予測期間の最も遠い 2 年後の時点



(今回で言えば 2020 年度)」は通常、予想というより日銀の希望・期待・意気込みが反映されやすく、それゆえに「願望」レポートとも揶揄されてきた経緯がある。図にも示されるように、黒田体制発足後、「2 年後のコア CPI 予想」だけに着目すれば、基本的には「+1.8～2.0%」のレンジで推移してきた。この予想は全く当たってこなかったわけだが、元より 2 年後の物価予測の精度はおぼつかないのだから、そうした状況が大きく問題視されることもなかったし、恐らくそれは今でも同じだろう。しかし、2018 年 7 月の展望レポート以降、「2 年後のコア CPI 予想」はこれで 3 回連続の下方修正であり、+1.5%を割り込んだのも初めてである。もはや「願望」を提示することも苦しい状況に変わってきたと理解すべきか。だが、今回示された 2019 年度から 2020 年度へのジャンプアップ(+0.9% → +1.4%) も比較的、苦しい予想であることには違いない。

一方、日銀は実体経済の評価に関し輸出や鉱工業生産について「増加基調」という判断を据え置いている。図示されるように、輸出も鉱工業生産も、2018 年後半は増加基調ではなく「横ばい」の方がしっくりくる状況である(図)。展望レポート自体が全体的に下方修正される中で同表記も変えやすいタイミングだったように思うが、基本シナリオが変わっていないことを強弁するための「強がり」なのだろうか。それでも 2018 年初頭と比較すれば輸出も生産も「増加」しているのは確かであるため完全に誤りとは言えない。だが、前年比で明確に基調が反転してきた時、これらの表記も修正を迫られるであろうし、政策変更の余地が市場でも囁かれてくるだろう。



～「次の一手」が緩和は議論の余地無し～

こうした展望レポートの下方修正に加え、海外経済を取り巻く環境もこれほどはっきりとダウンサイドに振れてきている以上、金融市場は今後、追加緩和を催促しやすくなる。FRB や ECB が正常化プロセスを断念する環境で日銀が正常化を追求するのは現実的には不可能である。今さら確

認すべき点でもないが、日銀の政策反応関数において最も重要な変数は物価ではなく為替である。これは黒田日銀に限らず、歴史的にそうだったと言って差し支えない。為替への執着が先進国の中でもとりわけ強いのは日本の特質である。今後、欧米中銀が正常化プロセスを断念する環境が強まっていけば、当然、欧米金利にも低下圧力が掛かり、元々金利の消滅している日本との金利差は縮小する。内外金利差が縮小すれば投機筋における円買い・外貨売りもコストが下がり機能しやすくなる。2%の物価目標(願望)を半ば諦めた格好になっている以上、日銀の関心事はより為替に向かいやすい状況でもある。「次の一手」が緩和に傾斜していることに議論の余地はあるまい。

なお、このままいけば、次回4月の展望レポートから追加される2021年度見通しも+2%に届かない可能性がある。その場合、今回反対票を投じた片岡・原田両審議委員は2%に拘泥し、やはり現状維持を善しとしないであろう。その際、執行部を割ってでも若田部副総裁が反対票を投じる動きが見られるのかどうかなどが焦点となる。そうなったからといって大勢(現状維持)に影響が出るとは思えないが、今後金融市場の1つの関心事として浮上してくる可能性は指摘したい。

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.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
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いボリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～5つの不安～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底ほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～皺寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～