

みずほマーケット・トピック (2019 年 7 月 31 日)

日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～

29～30 日の日銀金融政策決定会合は大方の予想通り、現状維持を決定。一部で修正が予想されていた金利に係るフォワードガイダンスは「当分の間、少なくとも 2020 年春頃まで」で据え置かれた。日銀の政策反応関数において最も重要な為替が安定している以上、貴重なカードを使わないという判断は当然。一方、対外公表文並びに「展望レポート」の中で「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れ（おそれ）が高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との文章が付け加えられた。ちょっとした流行りとなっている「予防的緩和」の可能性を示唆した格好だが、「そもそも躊躇していなかったではないか」との印象は拭えず。FRB や ECB が緩和姿勢に転換して注目されるのは 2017～18 年に正常化プロセスへ舵を切っていたからである。経済・金融情勢が好転しても大規模な緩和を続けていた日銀が予防的緩和を誇示してもインパクトは小さいと言わざるを得ない。「次の一手」が何であれ、米国発のドル安・円高圧力を押し返せるとは思わないというのが引き続き本欄の基本認識。

～「予防的緩和」をアピール～

29～30 日の日銀金融政策決定会合は大方の予想通り、現状維持を決定した。一部で修正が予想されていた金利に係るフォワードガイダンスは「当分の間、少なくとも 2020 年春頃まで」で据え置かれた。日銀の政策反応関数において最も重要な為替が安定している以上、貴重なカードを使わないという判断は当然だろう。一方、対外公表文並びに「展望レポート」の中で「特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きい

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
2019年度	+0.6～+0.9 <+0.7>	+0.8～+1.1 <+1.0>	+0.6～+0.9 <+0.8>
4月時点の見通し	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.9～+1.2 <+1.1>	+0.7～+1.0 <+0.9>
2020年度	+0.8～+1.0 <+0.9>	+1.1～+1.4 <+1.3>	+1.0～+1.3 <+1.2>
4月時点の見通し	+0.8～+1.1 <+0.9>	+1.2～+1.5 <+1.4>	+1.1～+1.4 <+1.3>
2021年度	+0.9～+1.2 <+1.1>	+1.3～+1.7 <+1.6>	
4月時点の見通し	+0.9～+1.2 <+1.2>	+1.4～+1.7 <+1.6>	

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

もとで、先行き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れ（おそれ）が高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との文章が付け加えられた。これによって「従来より金融緩和にかなり前向きになった」（黒田総裁）というのが日銀の説明である。元より総裁会見では「モメンタムが損なわれれば、躊躇なく追加緩和を検討する」と述べられていたものが、「損なわれる恐れ（おそれ）が高まる場合には」と追加緩和に至る判断基準が緩和されたような体裁となっている。この部分は英文では「if there is a greater possibility」と表現されており、実際に事が起きるよりも前

に可能性が感知された段階で動くという意味で予防的緩和も辞さないという意思表示と解釈できる。黒田総裁も会見で「予防的といってもいいかもしれない」と認めている。ここで相変わらず「モメンタム」の定義や尺度が重要になるわけだが、会見では GDP ギャップとインフレ期待が挙げられている。フィリップス曲線における 2 つの変数を列挙したに過ぎないが、そもそも GDP ギャップの推計が容易ではない上、GDP ギャップがプラスであっても縮小方向にある時はモメンタムの失速と捉えるべきなのか（あるいは捉えるべきではないのか）など判然としない部分が多い。結局は恣意的な判断でどうにでもなるという建付けと言わざるを得ない。「展望レポート」では 2019 年度の見通し（中央値、前頁表）に関しては、実質 GDP 成長率が前年度比+0.7%、生鮮食品を除く消費者物価指数（コア CPI）の上昇率が同+1.0%と、前回（4 月）時点よりそれぞれ▲0.1%ポイント引き下げられている。2020 年度は、成長率は横ばい、コア CPI は▲0.1%ポイント引き下げられた。総じて前回の予想と代わり映えはしない。だが、コア CPI の見通しは相変わらず楽観的であり下方修正含みである。

～これまでも躊躇していなかった以上、インパクトは小さい～

FRB が同様の理由で 10 年半ぶりの利下げに踏み切ろうとしている中、今や「予防的緩和」は中銀ウォッチ界限ではちょっとした流行語となっている。とはいえ、経済・金融情勢が好調だった 2017～18 年においても緩和姿勢を全く変えようとしなかった日銀が口にしても腑に落ちないものがある。FRB や ECB が緩和姿勢に転換して注目されるのは 2017～18 年に正常化プロセスへ舵を切っていたからである。日銀については「これまでも躊躇していなかったではないか」と考える市場参加者が殆どだと思われ、それだけに今回の文言追加のインパクトはさほど見込めまい。

欧米中銀だけではなく世界的に金融緩和の機運が高まっている中、「何もしないで円高になる」という状況だけは避けたいところであり、「今回のところはこれで勘弁してくれ」というのが最も実情に近いと推測する。しかし、仮に 9 月に FRB と ECB がダブルで利下げに踏み切るような展開となった場合、このような言葉遊びだけで乗り切るのは困難だろう。9 月は日銀が最後に金融政策決定会合を行う日程であり、円高圧力が高まっていた場合、満を持してその対応に当たることになる。

そのような局面で日銀に残された一手は何が考えられるか。黒田総裁は会見で「次の一手」に関し、マイナス金利の深掘り、長期金利操作目標の引き下げ、資産買い入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速などを挙げており、「追加的な手段はいくつもあり得る」と強弁している。なお、挙げられた例の中にフォワードガイダンスの強化が入っていなかったが、原田委員が今回主張したように、現状ではカレンダーベースとなっているものを物価目標（例えば 2%）に紐付けるなどの一手は 1 つの可能性として入ってくるかもしれない。とはいえ、「次の一手」が何であれ、米国発のドル安・円高圧力を押し返せるとは思わないというのが引き続き本欄の基本認識である。

市場営業部
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7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正當な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡」に映った自分、に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敗れて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)