

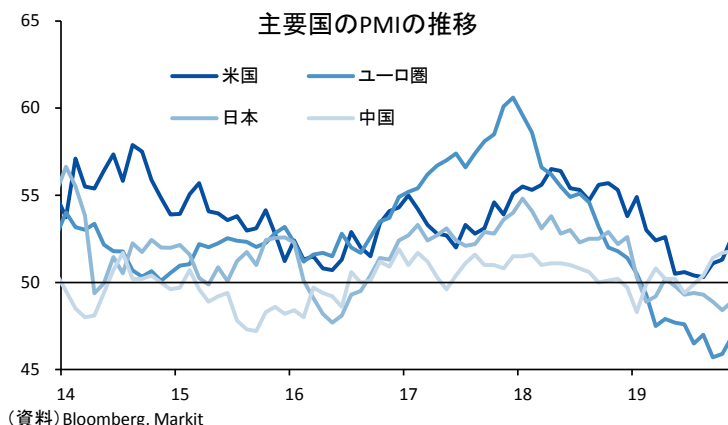
みずほマーケット・トピック(2019 年 12 月 17 日)

日銀金融政策決定会合プレビュー

今週 18～19 日の日銀金融政策決定会合をプレビューする。7 月、9 月、10 月と当該箇所に微修正を重ねながら市場の緩和期待が膨らむ方向へ誘導してきたが、具体的な策には一切手をつけず現状に至っている。この背景には英国の EU 離脱や米中貿易戦争など、民間部門の心理を圧迫する政治的な不安材料について「時間が経てば雲散霧消するのではないか」との思いがあったであろうことは想像に難くない。事実、この時間稼ぎの戦術は奏功した。また、現状の製造業 PMI を見ると、水準は依然低いものの、底打ちの兆しを見出すこともできる。年内最後となる今週の会合は余裕を持って現状維持の決定を下すことができるだろう。敢えて注目点を挙げるとすればフォワードガイダンスを引き締め方向へ修正するかどうか。国内の経済情勢はそこまで芳しいものではなく、またフォワードガイダンスを短期間のうちに修正し過ぎという論点もあるため、今回は修正を控えるだろう。2020 年中も日銀の本音は「極力、表舞台から消えていたい」というところにあるはずであり、今回、無駄に注目を浴びることはしないと考える。

～余裕を持って現状維持～

今週 18～19 日には日銀金融政策決定会合が開催されるので簡単にプレビューしておきたい。既報の通り、10 月会合では「日本銀行は、政策金利については、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」とフォワードガイダンスが書き換えられた。7 月、9 月、10 月



と当該箇所に微修正を重ねながら市場の緩和期待が膨らむ方向へ誘導してきたが、具体的な策には一切手をつけず現状に至っている。この背景には英国の EU 離脱(ブレグジット)や米中貿易戦争のもつれといった民間部門の心理を圧迫する政治的な不安材料について「時間が経てば雲散霧消するのではないか」との思いがあったであろうことは想像に難くない。事実、この時間稼ぎの戦術は奏功した。ブレグジットも米中貿易戦争も目先の混乱が収束しており、株は騰勢を強め、ドル/円相場も直近高値圏で推移している。結果論だが、7 月の段階で追加緩和をしていたら無駄なカードを切ってしまったという話で終わっていただろう。こうした政治的リスクの落ち着きに合わせて民間部門の心理にも改善が見られている。例えば、年央にかけては製造業を巡るセンチメントが世界的に最悪といっても差し支えない状況にあった(図)。しかし、足が速く、幅を持った反応になりが

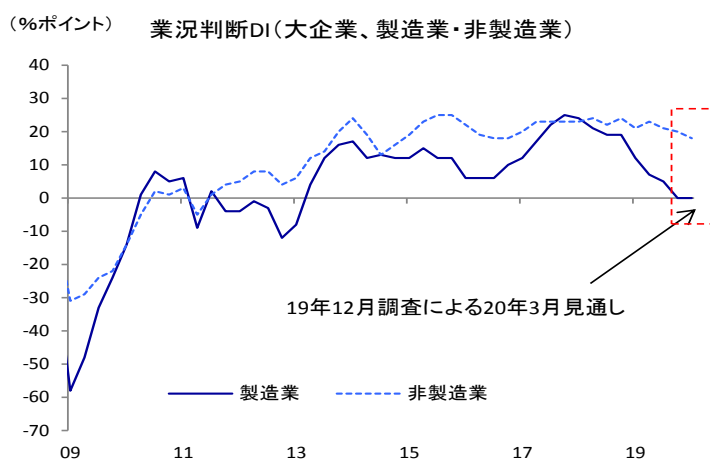
ちなセンチメントデータは戻る時も速く、大きくなりがちである。現状の製造業 PMI を見ると、水準は依然低いものの、底打ちの兆しを見出すこともできる。年内最後となる今週の会合は余裕を持って現状維持の決定を下すことができるはずである。

～今、注目を浴びる必要はない～

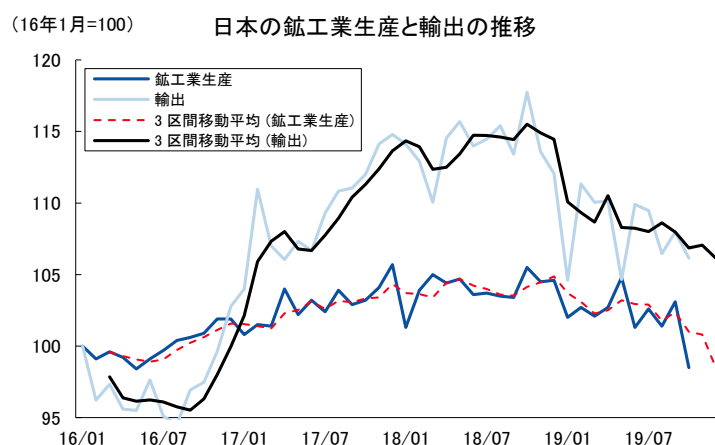
敢えて注目点を挙げるとすれば「日本銀行は＜中略＞それを下回る水準で推移することを想定している」としているフォワードガイダンスを引き締め方向へ修正するかどうかだろうか。昨日、ブルームバーグが公表した日銀サーベイによれば「次の一手」を「緩和」と予想する向きが 42%、「引き締め」と予想する向きが 58%と今年 4 月会合以来、半年振りに「引き締め」予想が優勢になっている。世界の経済・金融情勢が好転に向かう中で日銀も正常化に関心を示すという可能性はない話ではない。しかし、今会合でそれを決断するのは現実的ではあるまい。

例えば、国内の経済情勢はそこまで磐石なものではない。先週 13 日に公表された日銀短観(12 月調査)は業況判断 DI に関し、大企業・製造業がゼロと 2013 年 3 月(▲8)以来、6 年 9 か月ぶりの低水準をつけている。2013 年 3 月と言えば、まだ黒田体制が始動し、未曾有の金融緩和策を決定する前の話である。ちなみに、3 か月先の先行き指数もゼロで横ばいと改善の見通しは立っていない。一方、相変わらず大企業・非製造業は高めの水準を保っているものの、+21 が+20 へ悪化し、3 か月先の先行き指数も+18 と緩やかな悪化が続く見込みとなっている(右図・上)。企業のセンチメントが浮上のきっかけをつかめない状況下、フォワードガイダンス上の表現に過ぎないとはいえ、引き締め方向に修正するのはやはり難しいはずだ。ちなみに冴えないのはそうしたソフトデータだけではなく生産や輸出といったハードデータも基本的にも右肩下がりという状況にある(右図・下)。海外発の政治的な不安が後退して株価を筆頭とする資産価格が上向いているからといって、国内の実体経済が力強さを取り戻しているわけではないことは留意したい。

また、楽観ムードの源泉となっているブレグジットや米中貿易戦争にしても、緊張の後退は一時的なものとして終わる可能性が高い。前者に関しては、昨日の本欄でも詳述したように、移行期間中の通商合意は普通に考えれば絶望的であり、早晚「ノーディール離脱」への懸念が戻ってくる可



(資料)INDB



(資料)Macrobond

能性が残る。また、後者に関してはライトハイザー米通商代表部(USTR)代表が交渉が第2段階に入る見通しを口にしているものの、第1段階の詳細は未だはっきりとしていない。政治的材料は文字通り水物であり、現時点の状況改善を理由にフォワードガイダンスを緩めることはないだろう。

さらに言えば、フォワードガイダンスを安易にいじり過ぎではないかとの論点も意識される。過去3回(7月、9月、10月)で3種類のフォワードガイダンスが使われてきた。それぞれ緩和バイアスを少しずつ強めるという同一方向の動きであったためにまだ受け入れられたが、ここに至り引き締め方向に切り返すというのは如何にも節操がないだろう。2020年中も日銀の本音は「極力、表舞台から消えていたい」というところにあるはずであり、今回、無駄に注目を浴びることはしないはずである。

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12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、2度目の国民投票、～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の廣」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのIS/バランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大幅変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
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」～
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当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