

みずほマーケット・トピック(2020年1月22日)

## 日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～

日銀は市場予想通り、現状維持を決定した。日銀の政策反応関数において最重要となるドル/円相場が直近高値圏で推移している以上、カードに乏しい日銀が敢えて動く必要性はない。その上、米中貿易戦争、英国の EU 離脱、中東にまつわる地政学リスクといった懸念が後退しており、むしろ正常化への動きを狙える雰囲気すらある。展望レポートでも、リスクバランスが下方に傾斜していることを認めつつ、その「傾斜度合い」が小さくなっていることが所々、示唆されている。こうした動きは緩和含みの現行のフォワードガイダンスが今後修正される可能性を感じさせるものと考えられる。しかし、昨夏以来展開された「いずれ時間が解決する」という戦術が綺麗に奏功したのはある意味で「運」でしかない。政治的な楽観や熱狂に依存した政策運営は景気が循環的に冷めていくに伴っていずれ修正を迫られるという視座を持ちたいところ。

### ～先延ばし戦術が奏功～

昨日開催された金融政策決定会合で、日銀は市場予想通り、現状維持を決定した。日銀の政策反応関数において最重要となるドル/円相場が直近高値圏で推移している以上、カードに乏しい日銀が敢えて動く必要性はない。その上、昨年来、日銀のみならず世界経済全体にとって足枷となってきた米中貿易戦争、英国の EU 離脱(ブレグジット)、中東にまつわる地政学リスクといった懸念が急速に後退し

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	+0.8～+0.9 <+0.8>	+0.6～+0.7 <+0.6>	+0.4～+0.5 <+0.4>
10月時点の見通し	+0.6～+0.7 <+0.6>	+0.6～+0.8 <+0.7>	+0.4～+0.6 <+0.5>
2020年度	+0.8～+1.1 <+0.9>	+1.0～+1.1 <+1.0>	+0.9～+1.0 <+0.9>
10月時点の見通し	+0.6～+0.9 <+0.7>	+0.8～+1.2 <+1.1>	+0.7～+1.1 <+1.0>
2021年度	+1.0～+1.3 <+1.1>	+1.2～+1.6 <+1.4>	
10月時点の見通し	+0.9～+1.2 <+1.0>	+1.2～+1.7 <+1.5>	

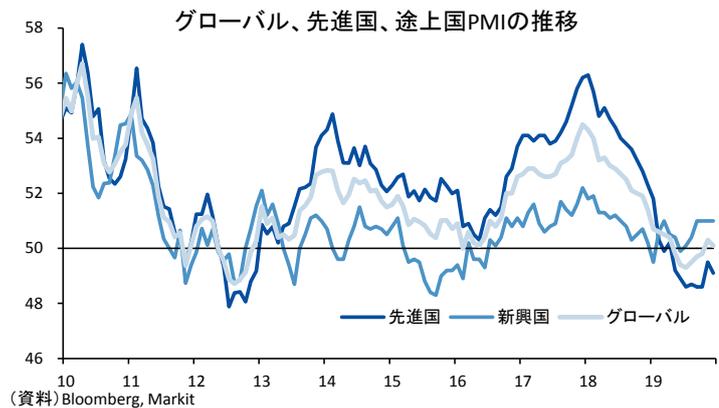
(注)◇内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

ており、むしろ正常化への動きを狙える雰囲気すらある。展望レポートについても前回(昨年10月)分と比較して、消費者物価指数(CPI)が若干の下方修正となっているものの、実質GDP成長率は2019年度および2020年度がそれぞれ+0.2%ポイントずつ、2021年度については+0.1%ポイント、上方修正されている(図)。成長率の上方修正は海外経済の減速という悪影響を政府の積極的な財政政策が打ち消すことによって実現しているというのが大まかなロジックと見受けられる。敢えて言えば、なぜCPIが僅かながらに下方修正されているのか気になるところだが、「政策委員の経済・物価見通しとリスク評価」を一瞥すればわかるように、2020～21年において下振れリスクを見込む委員が多数存在することから、このあたりの予想に引っ張られたものと推測される。

ドル/円相場の水準に象徴されるように、現状、日銀を取り巻く政策環境は極めて穏やかなものであり、追加緩和の瀬戸際まで追い込まれていた昨夏から僅か半年で状況は180度変わった。「いずれ時間が解決するはず」との思惑の下、フォワードガイダンスを繰り返しいじることで追加緩和措置の先延ばしをしてきた戦術が見事に嵌まったと言えるだろう。

～フォワードガイダンス修正は近いのか？～

展望レポートにはリスクバランスを下方としながらも改善への胸中也透けて見えた。具体的には展望レポートの「3. 経済・物価のリスク要因 (1) 経済のリスク要因」の項において「こうした海外経済を巡る下振れリスクは、ひと頃よりも幾分低下したものの、依然として大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある」とあり、年初来のムード改善を好感している。



例えば、グローバルにみた PMI 製造業景気指数は11月以降、辛うじて50台に復帰している(図)。連続的な改善が果たせていないことからリスクバランスは下向きのままで問題ないと思われるが、確かにひと頃よりも幾分リスクは低下している雰囲気がある。また、「4. 金融政策運営」の項でも「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にある」との一文が見られている。ここでもリスクバランスが下方に傾斜していることを認めつつ、その「傾斜度合い」が小さくなっていることを示唆している。

こうした「傾斜度合い」に施された微妙な修正は政策金利に関して示されている「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐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」というフォワードガイダンスの修正が近いことを感じさせる動きである。無風の会合から何かを読み解くとしたら、その論点であろう。

～「政熱経冷」という「運」～

では、この日銀が抱くリスクバランスの下方への「傾斜度合い」がいつ、どうなったらさらに解消され、フォワードガイダンスの修正、果ては正常化プロセスへの着手といった段階に進めるのか。この点、見通しは文字通り不透明と言わざるを得ない。というのも、厳しい言い方になるが、過去半年間で展開された「いずれ時間が解決する」という戦術が綺麗に奏功したのは「運」でしかない。昨日の本欄でも言及したように、金融市場のムードを一変させたのはあくまで(地政学リスクを含めた大きな意味での)政治的リスクが後退したからであって、世界経済のファンダメンタルズが急激に改善したわけではない。それは昨年7月には2%台だった米10年金利が未だその水準に戻っていないことに表れている。水物(みずもの)と揶揄される政治的リスクだったからこそ「時間が解決する」という戦術が成立したのであって、そうであればこそ逆の展開はいつでも起こり得ると考えるべきではないのか。一方、米国経済に関し、景気循環の視点に立てば、明るい雰囲気を持続する難易度は少

しずつ上がっている。年初の雇用統計やISM製造業景気指数は芳しい結果を示せなかった。昨日の本欄で筆者はこうした状況を「政熱経冷」と例えたが(なお、本日日本経済新聞朝刊にも同様のコメントをさせて頂いている)、政治的な楽観や熱狂に依存した政策運営は景気が循環的に冷めていくなかでいずれ修正を迫られるという視座を持ち、先行きを検討したいものである。足許で言えば、昨日の会合直前には中国発の新型肺炎を巡る不安が円相場の急騰を招くという動きもあり、本日には米国で初の感染者が発見されたと報じられている。従前の政治的材料に加え、リスクバランスの下方への「傾斜度合い」を拡げる材料として目が離せないだろう。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～ 潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～ その～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～'98年型利下げ」と'99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
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～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
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	道標を失った為替相場～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	「株価の崩」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」の様相に
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～債券/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、日銀の経緯～
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きく変わりそう～)
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=70円」～対抗措置としての元安～