

マーケット・レポート

12月18・19日の日銀金融政策決定会合プレビュー

2024年初のマイナス金利解除に向けた地均しの場に

- 植田総裁：「年末から来年初にかけて一段とチャレンジングな状況」と発言、正常化観測高まる
- 氷見野副総裁：6日の講演で第二の力(賃金と物価の好循環)もある程度進展と評価
- 12月決定会合：24年1月会合での『マイナス金利解除』を示唆する可能性高まる

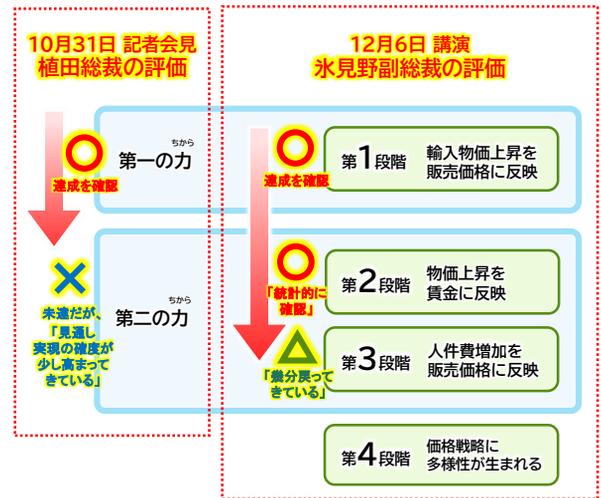
1. 物価・異次元緩和に対する日銀の評価に変化、政策正常化に近いことを知らせるサイン

インフレ、及び大規模緩和の効果・副作用に対する日銀の評価が足元で大きく変化しています。特に顕著な進展が見られるのがインフレの評価です。10月会合後の記者会見で植田総裁は、持続的・安定的なインフレ実現に向けたプロセスを、**輸入物価等のコスト上昇が国内物価に波及する『第一の力』**と、**賃金と物価の相互上昇(日銀は好循環と表現)を示す『第二の力』**の2段階で説明しました。植田総裁は、『第一の力』は確認したが『第二の力』は十分高まっていない、ただし、賃上げ等の進展は見られる、と評価しました(図表1)。しかしその後、12月6日の氷見野副総裁の講演で、評価の進展が示唆されました。

氷見野副総裁は、植田総裁が説明した2段階のプロセスを分割し、4段階としました(図表1)。個別企業ベースでは、各段階の達成度は「いずれもまだら模様」としつつも、定量的な統計データでは「変化は着実に進んでいる」とし、植田総裁が十分に高まっていないとした『第二の力』についても、ある程度進展しているとの見方を示しました。この評価の変化は、マイナス金利脱却を含む異次元緩和の正常化が近づいていることを示すものと考えられます。

過去の緩和策の評価に関しても変化が見られます。日銀は12月1日に過去25年間の債券市場の機能度に関する特別調査の結果を公表。市場参加者が、マイナス金利や長短金利操作導入後に市場機能の低下度合いが拡大したと評価していることが示されました。12月4日には「非伝統的金融政策の効果と副作用」をテーマに、外部有識者も参加するワークショップを実施。公表資料では、日銀の大規模な国債買い入れによる市場流動性低下や、超低金利政策の副作用などが指摘されています。過去の異次元緩和と政策への批判的な見方が示されていることも、政策正常化が近づいているサインと考えられます。

図表1. 日銀総裁・副総裁のインフレ評価



【出所】日銀の公表資料に基づき、りそなアセットマネジメント作成

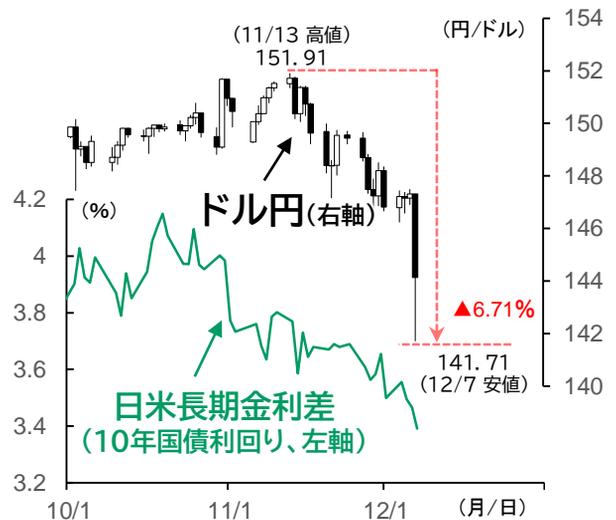
2. 24年1月会合で「異次元の金融緩和策」から「通常の緩和策」へ転換の可能性高まる

7日のNY市場では、植田総裁の「チャレンジング」発言を受けて日銀の早期正常化観測が高まり、一時1ドル=141円台まで円が急伸しました(図表2)。今後のマーケットの動きについては、日銀の正常化がどこまで進むかにより大きく変わります。仮に、日銀が本格的な引き締め策に転じる場合は、更なる円高・国内金利高が想定されますが、当社では、その可能性は低いと考えます。

日銀は正常化を進めるにあたり、①2%物価目標の確信度、②政策運営のリスクバランス、③非伝統的政策からの脱却の必要性、の3点を重視するとみられます。①については、上段の通り判断を進めたものの、2%物価目標の持続的・安定的達成がまだ確信できないとの認識は、7日の植田総裁の国会答弁で改めて示されています。②のリスクバランスについては、国内経済の需給ギャップが依然マイナスの状態、インフレが上振れし日銀の対応が後手に回るリスクは限定的と言えます。それにも拘わらず、日銀が「正常化近し」とのシグナルを発信し始めた背景には、③の非伝統的政策から脱却する機会を逸するリスク、が意識されているものと考えられます。

米国では、金融引き締め効果が徐々に顕在化し、雇用・消費指標の軟化が見られ始めました。米国が景気後退に陥った場合、国内景気への打撃は免れず、正常化は困難となります。このような外部環境の不確実性を考慮し、日銀は春闘など、国内賃金動向の確認を待たず、早ければ来年1月22・23日会合で、「物価見通し実現の確度が高まった」とし『マイナス金利の解除』に踏み切る可能性があると考えます。『マイナス金利解除後』の政策運営については、日銀の物価見通しの変化から確認する必要がありますが、現時点の当社メインシナリオでは、『ゼロ金利政策』が当面維持されると予想しています。

図表2. ドル円と日米長期金利差



【出所】Bloombergの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

※本文、図中の\*については、最終ページの<補足>をご覧ください。

※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

**〈当資料に関するご留意事項〉**

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。