

Market Side Mirror

発表日: 2024年8月8日(木)

日銀はタカ派からハト派に変身か？

～タカ派の植田総裁記者会見、びっくりするほど市場に優しい内田副総裁発言～

第一生命経済研究所 経済調査部
研究理事 佐久間 啓 (Tel: 050-5221-4503)

【要旨】

7月31日の日銀による利上げ以降、金融市場は大荒れの展開が続いている。植田総裁の記者会見は思っていたよりタカ派的トーンの強い内容だった。

米国ではISM製造業指数、雇用統計がいずれも市場予想に反し景気減速の加速を示したことからソフトランディング・シナリオ実現に疑問符がつき、株式市場は急落。8月5日には日経平均株価が史上最大幅の急落。市場はパニック状態に。

8月7日、内田日銀副総裁は「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはありません」と発言。市場に優しいハト派発言で、市場は一定の落ち着きを取り戻した。

では、この先も、“金融市場が不安定”になったら日銀は市場に優しいハト派発言で落ち着かせてくるのか。やはり、今回は特別で、これまでの情報発信をみていると、ハト派に変身することは期待できないだろう。日銀・プットを期待するのは早い。

そもそも、今回の金融市場のボラティリティー上昇は、米国経済のソフトランディング・シナリオ実現の可能性が急激に萎んできたことによるものだ。今後の金融市場は、米国経済がどこまで落ち込むのか、を探ることになる。一度大きく上昇したボラティリティーは、簡単にはもとに戻らない。暫く金融市場のボラティリティーが高い状態が続くことは覚悟しておいた方が良さそうだ。

7月31日の日銀による利上げ以降、金融市場は大荒れの展開が続いている。前回6月の決定会合で、次回7月には国債買入れ減額の具体策が決定されることがアナウンスされていたことから、流石に、所謂“QT（量的引締め）”と利上げの同時決定はないだろうというのが事前の市場コンセンサスとなっていたので、市場にとってはサプライズとなった。

決定会合後の会見で植田総裁は、「物価安定目標の持続的・安定的な実現という観点から、今回、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整することが適切であると判断」したとし、先行きについても「経済・物価情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく方針」と、追加の利上げにも意欲をみせた。また、過去30年、超えたことがない、政策金利0.5%は壁として意識するのか、という問いに対し、「そこは特に意識しておりません」と答えている。

政策金利引上げと国債買入れ減額を同時に決定したことについても、前回6月会合で、買入れ減額の大きな枠組みとしてはアナウンス済みなので、既にかかなりの程度、市場は織り込んでいたし、残

高の減少も大きくないことから、長期金利上昇圧力はたいしたものではないとした。

総じて、物価安定目標の実現に自信を深め、2025年後半に向けて、政策金利を引き上げていくスタンスを明確にした印象で、思っていたよりタカ派的なトーンの強い会見内容だった。

同じ、7月31日、FRBもFOMCを開催。政策金利は据え置きとしたが、声明の中で「目標とするインフレ率2%に向けて、若干の前進が見られた」とし、会議後の会見でパウエル議長は、「9月に利下げが検討される可能性がある」と発言。日米の金融政策の方向が、全く逆を向いていることが明確になった。

8月1日には、7月の米ISM製造業指数が発表された。市場予想では、6月の48.5を上回る48.8の予想に対し、実績は46.8。事前予想だけでなく、前月をも下回る数字だったことから、米国の景気減速懸念が急速に高まった。2024年4月～6月期の企業決算、今後の見通しが、市場期待に届かず調整モードに入っていたNY株式市場は急落。翌8月2日には7月の雇用統計が発表されたが、これも、非農業部門雇用者数が市場予想に届かず、失業率も悪化。市場での注目度の高い2つの米経済指標が予想以上の景気減速を示したことから、市場を支えていた“米国経済のソフトランディング・シナリオ”の実現が怪しくなってきたことで、株式市場は急落。

そうした動きを受けて、週明け、8月5日の月曜日には日経平均株価が、前日比▲4,451.28円の史上最大の下落幅を記録した。先物市場でサーキットブレーカーが発動し、ポジションを一気に解消するような動きで、売りが売りを呼ぶ展開となり、主要大型株でも軒並み10%を超える下落やストップ安を記録するパニック状態に陥った。この間、ドル円相場も、一時141円台まで円高が進んでいる。

8月7日、日銀の内田副総裁が函館市金融経済懇談会で挨拶。この中で、副総裁は、ここ1週間弱の株価・為替相場の大幅な変動が日銀の経済・物価見通しに影響を与えるとし、「市場の変動の結果として、見通しやその上下のリスク、見通しの確度が変われば、当然金利のパスは変わってきます。もともと、欧米の利上げプロセスとは異なり、わが国の場合、一定のペースで利上げをしないとビハインド・ザ・カーブに陥ってしまうような状況ではありません。したがって、金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはありません」と述べている。決定会合後の植田総裁会見時のタカ派的印象から一変した、このハト派的発言が伝わると、株式市場は反発の動きを強め、ドル円相場はドル高方向に動いた。

この、「金融市場が不安定な状況で、利上げをすることはありません」という発言には驚いた。市場が混乱しているときに利上げができないことは、多くの市場参加者が感じているし、ある意味当然であるが、これを公式に発言したことの意味は大きいように感じる。

もともと、決定会合後のタカ派的な印象の総裁会見を受けて、年4回の展望レポートの公表に合わせ、先行きの経済・物価見通しや、その上振れ・下振れ要因を点検し、オントラックであれば、その都度利上げを実施していくのではないかと、といったタカ派の見通しも出始めていたので、予定されていた懇談会の挨拶で、ややトーンの修正を図る意図があったのかもしれない。しかし、予想以

上に金融市場が不安定になったことで、これまででは想定できなかった、かなり踏み込んだ発言に繋がったのだろう。

では、この先も、“金融市場が不安定”になった場合、日銀はマーケットフレンドリーな発言で市場を安定させてくれるのだろうか。

今回の発言は、日経平均株価が7月11日の高値42,224.02円から8月5日の31,458.42円（いずれも終値）まで、16営業日で▲10,765.6円、▲25.5%と暴落した後の最初のリバウンド局面であり、これ以上のボラティリティー上昇を抑える意味でも重要なタイミングで行われている。日銀の利上げに対するタカ派的スタンスの明確化が、円キャリー取引のポジション解消を急がせ、金融市場の不安定化に繋がっているのであれば、日銀から何らかの情報発信が必要な局面だったので、これまでにない踏み込んだ発言になった、ということだろう。

一時期、米国で、利上げ観測から株式市場が不安定になると、FRBパウエル議長のマーケットフレンドリーな発言で下値が支えられるような動きが続いた。市場では、そうした発言を通称“パウエル・プット”と呼んでいた。FRBにはプット発動の意図はなかったと思うが、これは何時しか、「FRBは株式市場に優しい」という認識になり、「株式市場がOKサインを出さなければ利上げできない」という見方に繋がった。そして、それをFRBも認識していたからこそ、インフレ懸念が本物のインフレになったにもかかわらず利上げが遅れたのではないか、という見方すらある。

これまでの日銀の情報発信を踏まえると、急に、“市場に優しいハト派”に変身したわけではないように感じる。今回は、かなり踏み込んだ発言であるが、金融市場が大きく動いた場合は、その経済・物価への影響を詳しく評価するために時間が必要になると言っているに過ぎないようにも受け取れる。「日銀がハト派に転換」、「日銀・プット発動」と囁し立てるむきもあるが、今度は日銀から、そうした見方にカウンターを浴びせるような発言がでてくる可能性すらあるだろう。今回の発言は特別なタイミングでの特別な発言だ。“日銀・プット”を期待するのは早い。

そもそも今回の金融市場のボラティリティー上昇は、米国経済のソフトランディング・シナリオ実現の可能性が急激に萎んできたことによるものだ。金融市場のポジションの多くが、このシナリオの下で構築、積み上がったものだ。それが、企業業績、ISM、雇用統計の結果を見て、シナリオ実現に不安を覚え、多くの投資家がポジションを一気に縮小しているのが直近の金融市場の動きだ。今後の金融市場は、米国経済がどこまで落ち込むのか、を探ることになる。一度大きく上昇したボラティリティーは、簡単にはもとに戻らない。暫くボラティリティーが高い状態が続くことは覚悟しておいた方が良さそうだ。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。