

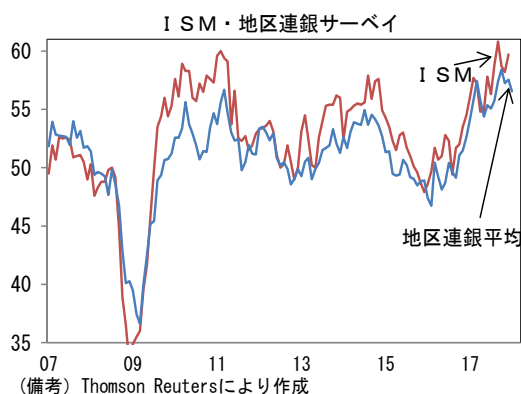
オペは何も語らないというが・・・

2018年1月24日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 1月リッチモンド連銀製造業指数は+14と12月から6pt低下し、ISM換算では57.6へと0.7pt低下した。既発表の地区連銀サーベイをISM換算して合成した数値は56.5と12月から2.0pt低下し、1月ISMの軟化を示唆。



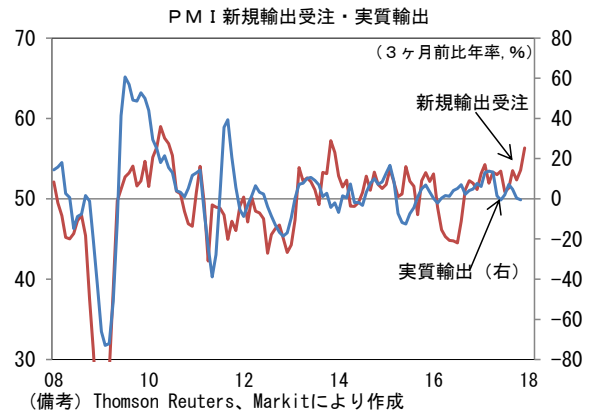
【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株式市場は堅調。NYダウは横ばい（▲0.01%）も、S&P500は3日続伸（+0.21%）。この日決算を発表した一部銘柄の下落がNYダウを下押ししたが、株式市場全体としてみれば買い優勢。WTI原油は64.47ドル（+0.90ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はJPYが最強となり、それに欧州の低金利通貨が続いた。米長期金利が低下するなか、USDの全般的な弱さが続き、USD/JPYは110前半へと水準を切り下げ、EUR/USDは1.23近傍へと水準を切り上げた。ドルインデックス（DXY）は2014年12月末以来の低水準を記録。
- ・ 前日の米10年金利は2.613%（▲3.7bp）で引け。特段の材料がないなか、アジア時間に先物主導で金利低下となった後、米国時間は堅調な株式市場を横目にもみ合いとなった。欧州債市場（10年）はドイツ（0.561%、▲0.6bp）、フランスが横ばい、イタリア、スペインが金利低下。対独スプレッドはイタリア、スペインがタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・ 日本株は米国時間のUSD/JPY下落が嫌気されてか、反落スタート（9:30）。
- ・ 12月貿易統計によると輸出金額は前年比+9.3%、輸入は+14.9%、貿易収支は3590億円の黒字。季節調整値では輸出金額が前月比+1.3%、輸入金額が+4.4%、貿易収支は868億円の黒字であった。一次産品価格上昇を受けて輸入が増加傾向にあり、貿易収支は縮小傾向にある。輸出を為替・物価変動を除去した実質輸出（当社作成、季節調整値）でみると前月比▲0.7%となったものの、3ヶ月平均では+1.5%と堅調であった。世界経済が好調に推移する下で水準は既往最高の2008年1-3月期に比肩している。先行きは、先行

指標の製造業PMIの新規輸出受注が56.3と、2013年11月以来の高水準に達しており、更なる増加が期待される。



<#オペはシグナルではなくても #認めることはある?>

- ・昨日の展望レポートでは成長率・物価見通しが双方とも前回展望レポートから不変。このところの実体経済の強さを踏まえると、2018年度の成長率見通しが据え置かれたことはやや慎重な印象を受けたが、潜在成長率を明確に上回る成長軌道が描かれていることには変わりはなく、引き続き楽観的なシナリオが維持されている。日銀にとっては、インフレ率上昇を説明し易く、心地良い状況だろう。
- ・総裁会見では1月9日のオペ減額とその後のマーケットの反応に関する質問が多く寄せられた。総裁はオペを通じて政策変更のシグナルを発することはないと趣旨の回答に終始したが、コア物価（除く生鮮食品）が+0.9%と、節目の1%に近づいていることもあって、日銀の僅かな行動変化が出口観測に繋がり易い。また10年金利ターゲットの“0%程度”を幅広く解釈することで明示的な政策変更、すなわち政策金利引き上げ（レートアナウンスメント）を伴わずに10年金利を引き上げていくとの予想が一部にあることも意識されているだろう。
- ・筆者は明示的な政策変更の前段階において、日銀（市場局）が10年金利の（指値）オペの水準を現行の0.11%から0.15%や0.20%へと引き上げる、いわゆる“ステルス利上げ”を実施することはないと予想する。しかしながら、仮に利上げ織り込み度合いが100%に近づくようなことがあった場合は、その限りではない可能性がある。利上げが予想される金融政策決定会合の前後で10年金利の水準に、利上げ幅相当（たとえば30bp程度）の断層が生じることが確実に予想されるならば、投資家は当然のことながら保有債券の売却を急ぐが、その際に日銀が指値オペを連発するかといえば、それも疑問だ。従って、オペを通じて政策変更のシグナルが発せられることはないにしても、声明文など何らかの形で強い政策変更のシグナルが事前に示された場合は、それを追認する形でオペの方針が変わる可能性があるだろう。日銀の政策変更が債券保有者の評価損益に直結するという事情を踏まえると、利上げの地均しとして、金融政策決定会合の方針をオペにどのように反映させるか、その仕組みづくりが重要となるだろう。出口のシグナルを探るにあたっては、そうした動きにも注目したい。