

順調に増産

～日銀はオペ「是正」に着手か 同時にYCC調整への距離を感じる～

2018年1月31日（火）

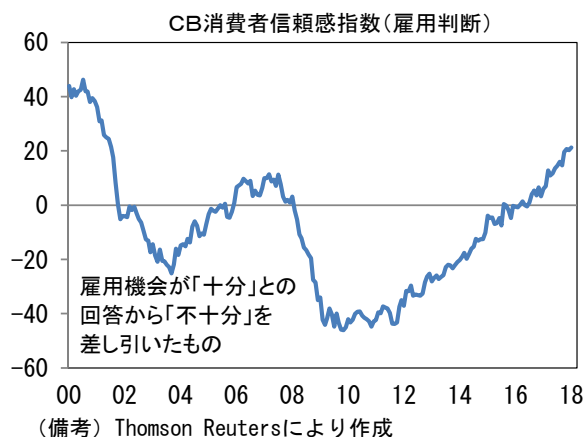
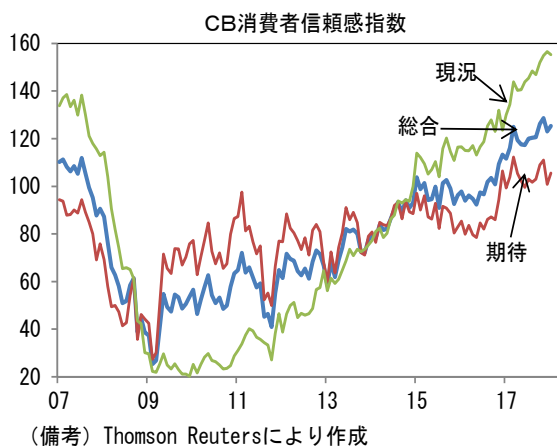
第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 藤代 宏一

TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・1月米CB消費者信頼感指数は125.4と、市場予想（123.0）を上回り、12月から2.3pt改善。現況（156.5→155.3）が僅かに低下した反面、期待（100.8→105.5）が2ヶ月ぶりに改善。雇用統計の先行指標として注目される雇用判断DI（雇用機会が「十分」との回答から「不十分」との回答を差し引いたもの）は+21.2と前景気拡大局面のピークを上回って2000年代前半の水準へと上昇した。完全雇用が近づいていることもあって、労働市場の拡大ペースは一部に鈍化の兆しがみられるものの、全体としてみれば強さを維持している可能性が高い。

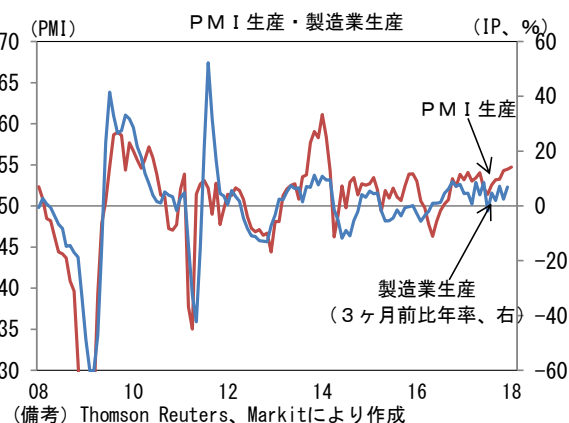
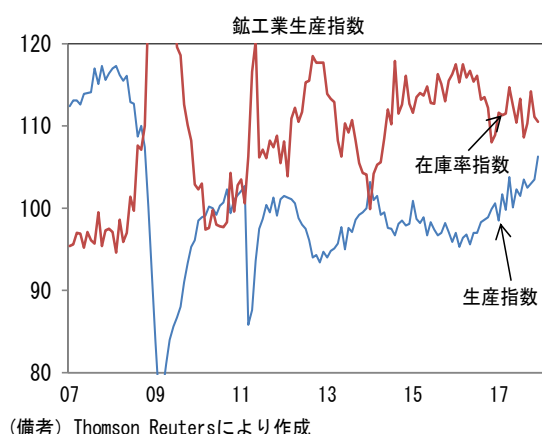


【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続落。前週に主要3指数が揃って最高値を更新したこともあって利益確定売りが優勢。米長期金利の上昇が嫌気されたことも一因となった。WTI原油は64.50ドル（▲1.06ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDがやや弱めの展開。米長期金利が上昇し、ムニューシン財務長官からドル高肯定発言があったものの、米国株が下落するなどリスクオフの流れが強まる下で調達通貨が買われた。一方、原油価格の下落を受けてNOK、AUDは下落。USD/JPYは108半ばまで水準を切り下げ、EUR/USDは1.24を突破した。
- ・前日の米10年金利は2.720%（+2.6bp）で引け。堅調な株式市場を横目に金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.683%、▲1.1bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも小動き。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株安に追随して安寄り後、もみ合い（11：00）。
- ・12月鉱工業生産は前月比+2.7%と市場予想（+1.5%）や経産省試算値（+1.8%）を上回った。前月比では3ヶ月連続、四半期ベースでは7四半期連続の増産となり、年ベースでは+4.5%と3年ぶりの増産であった。水準は2008年10月を回復。前月比では出荷が+2.7%と強く伸び、在庫（▲0.4%）と在庫率（▲0.5%）が共に2ヶ月連続で減少し、バランスは好転。前年比でみた出荷・在庫バランスも3ヶ月ぶりにプラス圏へ浮上した。生産の先行き占う上で有用な生産予測調査は1月が▲4.3%、2月が+5.7%と非常に大きな振れを伴いつつ緩やかな増産計画が示され、これを基に経産省が独自に試算した1月の予測値は▲4.3%であった。先行指標の製造業PMIが12月に54.0、1月に54.4と好調であったことを踏まえると、実態の生産動向は（IP統計に反して）堅調に推移していたとみられ、2月まで均してみれば増産傾向を維持する可能性が高い。従って、8四半期連続の増産は十分に達成可能とみられる。



- ・本日発表された日銀金融政策決定会合（1月22-23日開催分）の「主な意見」では、1月9日のオペ減額とその後の反応を念頭に国債オペに関する記載があった。「国債買入れオペの金額やタイミングは、金融政策決定会合で決定された調節方針に沿って実務的に決まるものであり、オペの運営が先行きの政策スタンスを示すことはない」との基本見解が再確認され、その上で「超長期国債の買入れ減額が、金融政策の意図せざるシグナル効果を持ち得るのであれば、是正すべき」との記載があった。
- ・これは[1月24日付当レポート「オペは何も語らないというが・・・」](#)で指摘したとおり、現段階ではさほど問題になっていなくとも、出口が近づき、金融政策決定会合の意図を市場に浸透させたい時に直面する実務上の難しさについて、ボードメンバーが問題意識を表明したものと思われる。たとえば10年金利引き上げを市場に織り込ませたい場合など、指値オペの水準を徐々に引き上げると、それが政策変更のシグナルとなってしまう、結果的に市場局の判断が金融政策決定会合の決定に先行してしまうことになる。一方で利上げ織り込み度合いが高まり、10年金利に上昇圧力がかかった場合、それが（指値）オペで潰されてしまうと、日銀の意図が不明確になり、結果として金融市場のボラティリティを高めてしまう可能性がある。
- ・現行オペの枠組を是正すべきとの声がボードメンバーからあがったことは、意図せざる引き締めシグナルを未然に防止すべきという観点のほか、上記のように出口戦略の実行段階における問題を事前に解決しておきたい意図があったとみられる。幅広い意味での出口戦略が始まった印象を受けるが、その一方でこうした問題意識が今になって検討され始めたことに鑑みると、年央にもYCCが調整されるとの一部予想は時期尚早に感じられる。