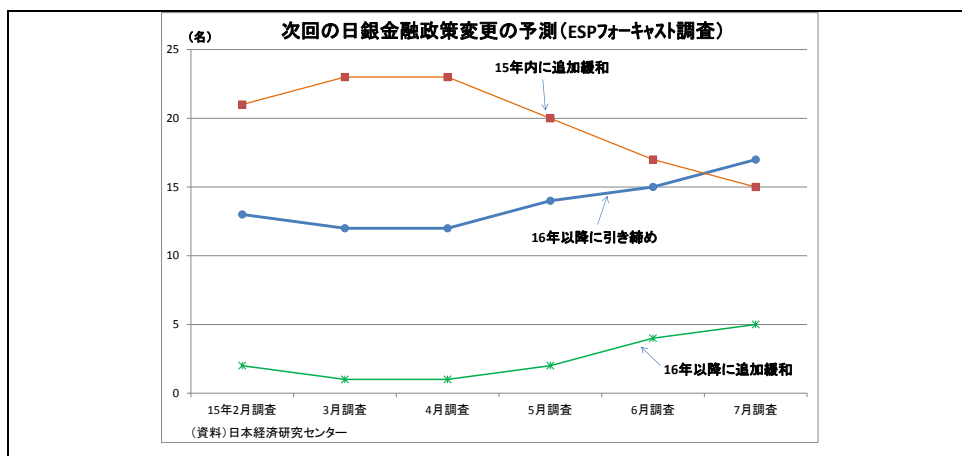


# Weekly エコノミスト・ レター

## 割れる追加緩和観測、緩和を巡る 論点整理と見通し ～金融市場の動き(8月号)

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (政策)エコノミストなどの追加緩和に対する見通しが大きく割れており、「緩和あり派」と「緩和なし派」がほぼ拮抗状態にある。ただし、日銀が掲げる「16年度前半に物価上昇率 2%達成」が困難ということはほぼ共有されており、期限内の物価目標達成が困難であることが明らかとなった時の日銀の対応についての見方が分かれていることが、緩和見通しが割れている要因になっている。具体的な論点としては、①緩和の限界をどう見るか?②追加緩和なしの物価目標変更は有り得るか?③日銀はこれ以上の円安を望んでいないのか?という点があり、それぞれの見解によって、追加緩和「あり」と見るか、「なし」と見るかに分かれる。ちなみに、筆者は「追加緩和あり」だと考えており(理由は本文に記載)、時期は来年1月が濃厚と見ている。日銀は出来る限り追加緩和を温存するが、「秋からの物価上昇加速」が想定を下回ることが冬に事実として判明し、追加緩和に踏み切るというシナリオだ。今年末以降は米利上げ(12月と予想)に伴って、金融市場が不安定化するリスクもあるため、その場合には市場対応という意味合いも帯びる。緩和手段としては、ETFの買入れと付利の引き下げ、買入れ対象の拡大を予想している。なお、リスクシナリオも存在する。原油安によってインフレ期待が剥落する事態、景気が7月以降も回復しない事態だ。この際には年内に追加緩和に踏み切る可能性がある。
2. (日銀金融政策)日銀は7月ならびに8月の決定会合で金融政策を維持した。近頃、輸出や消費に弱い動きがみられるが、日銀は強気の見方を維持している。
3. (市場の動きと予想)7月は円とユーロに対してドルが上昇。長期金利はやや低下した。目先は米雇用統計がカギを握るが、基本的に9月利上げ観測が高まりやすい地合いが見込まれ、ドル円は堅調、ユーロドルは弱含み、長期金利は若干の水準切り上げを予想。



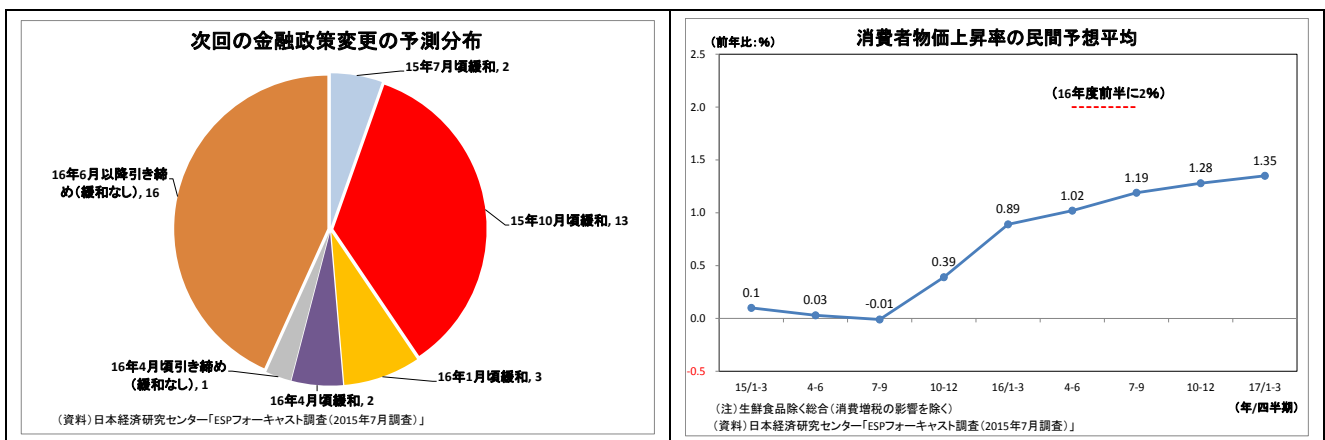
# 1. 政策：割れる追加緩和観測

昨年10月末に追加緩和を実施して以降9ヵ月あまりが経過したが、日銀の金融政策は現状維持が続いている。この間に、日銀が政策目標とする物価上昇率は、原油価格下落の影響を受けて大きく鈍化し、日銀の掲げる2%の物価目標から遠のいているが、日銀は「物価の基調は改善」、「原油安の影響が一巡する秋以降に物価上昇率は上昇」との見解を盾に、追加緩和に動くそぶりを見せていない。

## (比較的早期の追加緩和観測は後退)

こうした状況にあって、エコノミストや市場関係者の追加緩和に対する見通しも大きく割れている。一例として、日本経済研究センターが民間エコノミストを対象に調査している「ESPフォーキャスト調査(2015年7月調査、回答期間6/25~7/2)」における「次回の金融政策変更の予測」を見ると、有効回答37社のうち、次回の政策変更は、いずれかの時点で「追加緩和」とした回答が20社である一方で、次回は「金融引き締め」(すなわち追加緩和なし)とした回答が17社であり、見解が殆ど真っ二つになっている。

同調査について、過去からの推移を見ると(表紙図表参照)、今年度に入った頃から、徐々に早期(年内)の追加緩和派が減少する一方で、引き締め派が増加してきた様子が鮮明に現れている(この間に来年以降の追加緩和派もやや増加している)。日銀が4月に物価目標達成期限を「16年度前半頃」へと後ろ倒ししたうえ、物価が伸び悩む状況においても、強気のメッセージを発信し続けていることが影響していると考えられる。結果として、直近では「緩和あり派」と「なし派」がほぼ拮抗することとなった。



日銀は2%の物価目標を安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」(以下、異次元緩和)を継続するとしており、2%の達成時期は「2016年度前半頃」としている。従って、本来は今後の物価見通しが金融政策見通しに大きな影響を与えるはずなのだが、「16年度前半に2%」が達成可能と見ている民間エコノミストはかなり少数派だ。先ほどのESPフォーキャスト調査を見ても、16年度前半の物価上昇率は平均で1%強に留まり、日銀見通しである2%とは相当な距離がある。つまり、「16年度前半に物価上昇率2%達成」は困難との見方が大勢を占めていることになる。

## (緩和を巡る論点整理)

それでは、日銀が掲げる「16年度前半に物価上昇率2%達成」が困難ということがほぼ共通認識となっている中で、何故追加緩和に対する見通しが分かれるのだろうか。それは、期限内の物価目標達成が困難であることが明らかとなった時、もしくはその状況が見えてきた時の日銀の対応についての見方が

分かれているためだ。そして、その背景には、いくつかの論点における見解の相違がある。

### （論点1）緩和の限界をどう見るか？

一つ目の論点は、現在の異次元緩和の継続性についての見解の相違だ。現在の日銀は長期国債を保有残高が年間 80 兆円増加するペースで買入れており、市中が既に保有している国債を大量に買い取っているわけだが、「金額が巨大すぎて、あまり続けられない」との見方がある。この見方を支持するのであれば、物価目標達成が困難となっても、限界が近づいている異次元緩和をさらに拡大することは難しく、日銀は追加緩和に踏み切らない（踏み切れない）との意見になる。一方、「限界は遠い」とする場合、またはこれまでの主軸であった国債買入れ以外の追加緩和方法を探ると予想する場合は、「追加緩和有り」が選択肢に入ってくる。

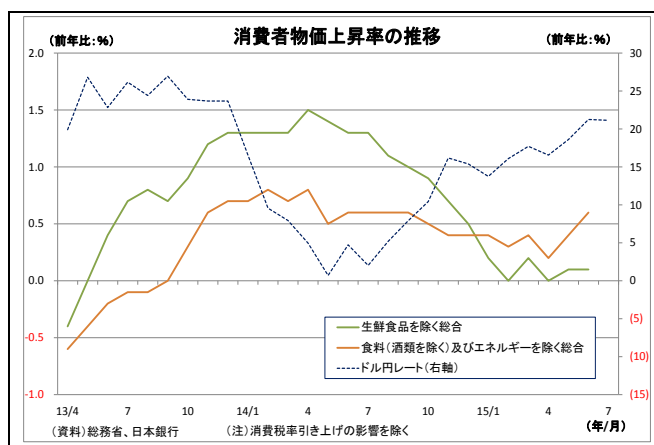
### （論点2）追加緩和なしの物価目標変更は有り得るか？

二つ目の論点は、物価目標変更時の対応に関する見解の相違だ。「16年度前半に物価上昇率 2%達成」という日銀の物価目標が未達になる、またはそれが見えてきた場合、日銀は物価目標の達成時期をさらに後ろ倒しするか、柔軟化（「早期の達成を目指す」に変更など）せざるを得なくなる。ただし、今後景気回復に伴って需給ギャップが改善すると見込まれるので、デフレに戻る可能性は低下している。

このような状況が想定される中で、「2%には達しないにせよ、デフレ懸念は後退しており、物価目標変更は許容される」と見るのであれば、「追加緩和なし」との見方になるのに対し、「日銀金融政策への信認低下リスクがある」と見るのであれば、もう一度その前に追加緩和を実施するか、目標変更とセットで追加緩和に踏み切るとの見方になるだろう。

### （論点3）日銀はこれ以上の円安を望んでいないのか？

三つ目の論点は、「日銀がこれ以上の円安を望んでいない」と見るかどうかの見解の相違だ。最近も円安による輸入コスト増加を商品価格に転嫁する動きが続いており、物価の上昇圧力になっている。そのこと自体は物価目標達成の追い風となるが、一方で家計にとっては実質賃金押し下げに作用するため、消費の重石となるリスクを含有している。政府の円安に対する姿勢も歓迎一辺倒ではなくっており、日銀も配慮せざるを得ないとの見方もある。



この見方を支持するのであれば、「さらなる大幅な円安をもたらしかねない追加緩和はない」との見方になる一方、「物価目標のためには、円安基調は必要」と見るのであれば、追加緩和の可能性を排除しないとの見方になる。

### （筆者の見通し）

このように、今後の金融政策を巡る論点は複数存在しており、それぞれをどう見るかによって、追加緩和「あり」と見るか、「なし」と見るかに分かれる。

ちなみに、筆者は以下の理由により、「追加緩和あり」だと考えている。

- ・大規模緩和の継続性は確かに気になるが、差し迫ってはいないと見られるほか、国債買入れ増額以外

の追加緩和手段も残されている<sup>1</sup>。

- ・「16年度前半に物価上昇率 2%達成」が困難なことが見えてきた時に、今年の4月に続いて、単に物価目標だけを大きく変更してしまうと、日銀の物価目標達成に対する本気度が疑われ、インフレ期待が後退するリスクがある。従って、物価目標変更の前にもう一度動くか、同時に動く可能性が高い。
- ・円安には確かにデメリットもあるが、もともとハードルが高い物価目標を達成するためには円安基調である方が望ましいうえ、政権が歓迎する株高をもたらす効果もあるため、さらなる円安を避けるために追加緩和を行わないという見方には同調できない。問題は円安のペースにある。

そして、追加緩和の時期は来年1月が濃厚と見ている。日銀の追加緩和余地は小さくなってきているため、出来る限り温存するが、「秋からの物価上昇加速」が日銀の想定を下回ることが冬に事実として判明し、それを確認した後に追加緩和に踏み切るというシナリオだ。今年末以降は米利上げ（12月と予想）に伴って、金融市場が不安定化するリスクもあるため、その場合には市場への対応という意味合いも帯びる。

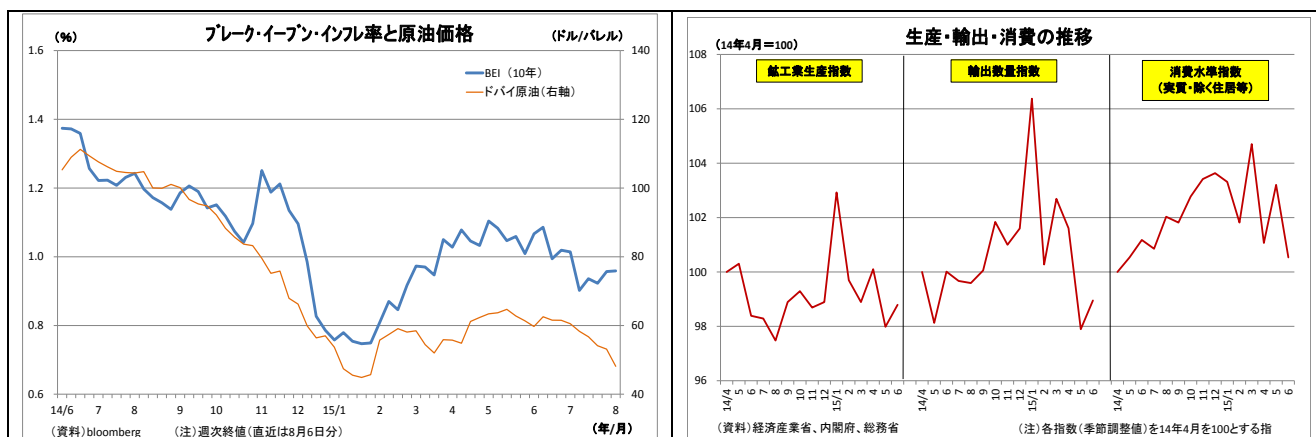
追加緩和の手段としては、国債買入れの大幅な増額は難しい。市中の国債保有量に限界がある中で増額をすると、国債買入れの継続可能期間を縮めてしまうためだ。従って、ETFの買入れと日銀当座預金への付利（現行は0.1%）の引き下げ、買入れ対象の拡大を予想している。付利の引き下げによって、現在の直接の政策目標であるマネタリーベースの積み上げが進まなくなるのであれば、マネタリーベース目標自体を止め、単なる各資産の買入れ額目標に置き換えることも可能と考える。

## （2つのリスクシナリオ）

上記がメインシナリオとなるが、最近では、それより前に追加緩和に踏み切ることになりかねないリスクも目立ってきた。

一つは原油安だ。最近では再び原油価格の下落が進んでおり、それにとまって債券市場の織り込む期待インフレ率であるブレイク・イーブン・インフレ率にも下振れの傾向が見える。今後、さらなる原油価格下落などから、この傾向がより顕著となり、企業や家計のインフレ期待にも下振れの兆候が出てくる場合は、「デフレマインドの復活を防ぐ」意味合いで早期の追加緩和に踏み切る可能性がある。

そして、もう一つのリスクが景気だ。最近では輸出の減速が目立っているうえ、消費も弱含んでおり、4-6月期の実質成長率はマイナス化する可能性が高い。日銀は既に4-6月の落ち込みを「一時的なもの」として織り込んでいるが、7月以降も回復が見られない場合には、追加緩和へ向かう可能性がある。



<sup>1</sup> IMF が個人名義で3日に発表した論文では、「現状の国債買入れの限界は17年～18年」とされている。



## 2. 日銀金融政策(7月)：悪いことは「一時的」、回復シナリオ維持

### (日銀) 現状維持

日銀は7月14～15日にかけて開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した(賛成8反対1)。引き続きマネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債・ETF等の資産買入れを継続する。なお、議案に反対した木内委員はこれまで同様、マネタリーベースならびに長期国債が45兆円ペースで増加するよう資産買入れを行うべきと主張したが、反対多数で否決された。

声明文における景気判断は、「緩やかな回復を続けている」と、前回の表現を据え置いた。個別の需要項目についても前回から大きな変更はなかったが、輸出と生産について、「振れを伴いつつも、持ち直している」と、それぞれ前回の「持ち直している」に「振れを伴いつつも」という表現を加えている。近頃の弱含みを「振れ」と認識することで、トレンドとしての持ち直しという判断を維持している。

また、景気と物価の先行きについても、それぞれ「緩やかな回復を続けていく」、「当面0%程度で推移する」とし、前回からの変更は無かった。

なお、同日に公表された展望レポートの中間見直しでは、前回の4月から、15年度の実質成長率を0.3%ポイント下方修正。消費者物価(生鮮食品除く)については、15～17年度の各年度の上昇率をそれぞれ0.1%ずつ小幅に下方修正している。

会合後の黒田総裁会見では、最近の輸出と生産の鈍化について「一時的なものと考えている」とし、今後は海外経済の回復などから、ともに「振れを伴いつつも、緩やかに増加していく」との見通しを示すとともに、「日本経済の4～6月の若干弱い状況が、7～9月以降ずっと続くとは全くみていない」と述べた。

懸念が高まっている中国経済の動向に関しても、「注意深くみていきたい」としつつも、「総じて安定した成長を維持している」、「(先行きについても)成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路を辿る」と楽観的とも言える見方を示している。

展望レポートにおける16年度の物価上昇率が0.1%下方修正され、2%を切ったことに関しては、「2%程度という時には、1.9%も2%程度に入る」と説明。従来同様、原油安の影響が剥落するにつれて、物価上昇率が高まり、16年度前半頃に2%程度を達成する可能性が高いとの見通しを繰り返した。また、足元で進んでいる原油安に関して、原油価格と政策変更の関連性を問われた場面では、「それが非常に大きな変化で、物価上昇率とか物価上昇期待に大きな影響を与えて、物価の基調に変化をきたすということになれば、当然、必要に応じて政策を調整することになる」としつつも、「現時点で政策を変えるつもりはない」と、早期の追加緩和期待に対して釘を刺した。

ちなみに、出口戦略については、これまで同様「具体的に議論するのは時期尚早」と述べるに留めている。

足元の内外景気には鈍化の傾向がみられるが、これまで同様強気のスタンスが維持されており、

展望レポート中間見直し(15年7月)  
政策委員の大勢見通し(中央値)

		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
15年度	今回	1.7% ↓	0.7% ↓
	前回	2.0%	0.8%
16年度	今回	1.5%	1.9% ↓
	前回	1.5%	2.0%
17年度	今回	0.2%	1.8% ↓
	前回	0.2%	1.9%

(注) 前回は15年4月時点、矢印は前回からの変更部

コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く

(資料) 日本銀行

物価上昇への自信にも変化がみられない。

その後、8月6～7日にかけて開催された金融政策決定会合においても、現行の金融政策が維持された（賛成8反対1）。

声明文における景気判断も総じて7月と同様であったが、住宅投資の評価を「持ち直している」と前回の「持ち直しつつある」から上方修正した。景気・物価の先行きに関する表現も7月から変化はなかった。

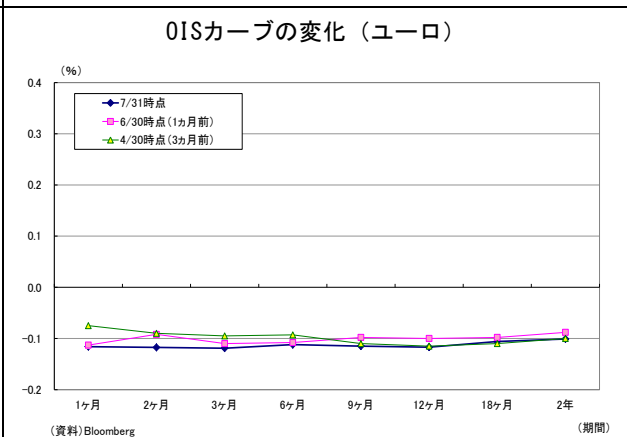
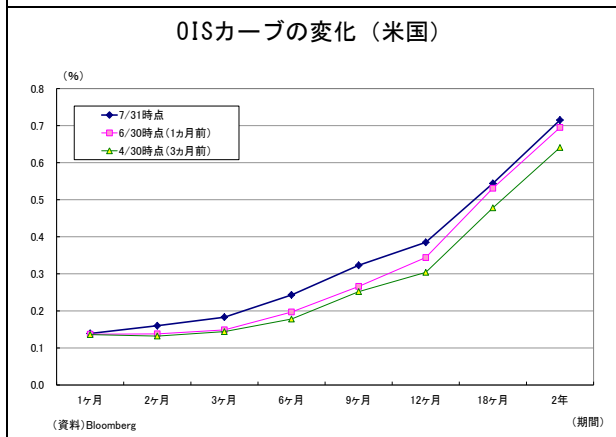
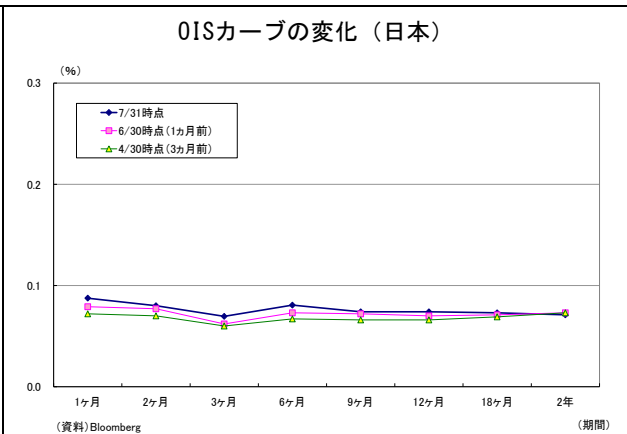
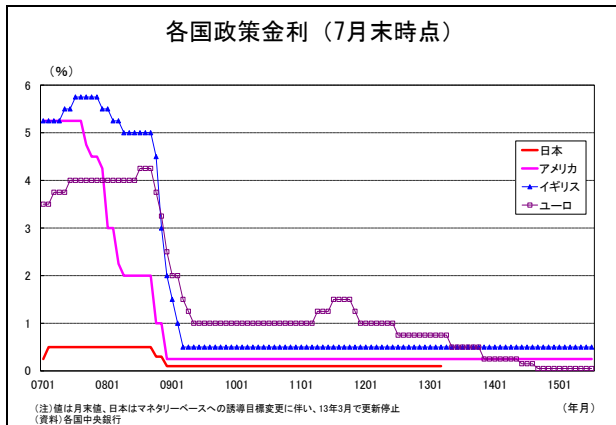
なお、7日には同時に来年の金融政策決定会合日程が公表された。先般発表されているとおり、来年から会合の回数が8回（現行は14回）となる。

日銀の会合は既に公表されているFRBの会合（FOMC）日程と極めて近い日に設定されており、総裁は会見で否定したが、FOMCを意識した設定であることが推測される。さらに、どちらかと言えばFOMCの直後に設定されている月が多いことから、来年に利上げを続けるとみられる米金融政策を受けて、柔軟に対応しやすい日程と言える。

日米欧の金融政策会合日程(2016年)

	FRB	ECB	日銀
1月	26-27日	21日	28-29日
2月			
3月	15-16日	10日	14-15日
4月	26-27日	21日	27-28日
5月			
6月	14-15日	2日	15-16日
7月	26-27日	21日	28-29日
8月			
9月	20-21日	8日	20-21日
10月		20日	31-翌1日
11月	1-2日		
12月	13-14日	8日	19-20

(資料)各中央銀行



政策金利<sup>2</sup>の先行きに対する市場の見方を示すOIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の7月末時点における利回り曲線を見ると、日本とユーロ圏については前

<sup>2</sup> 日銀は2013年4月4日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。

月末から殆ど変化がない。利回り曲線もほぼフラットの形状を維持しており、少なくとも2年以内の利上げは織り込まれていない。一方、米国の利回り曲線は今回明確に上方シフトしている。特に2ヵ月以上のゾーンが全般的に前月から上振れており、9月の利上げの可能性を織り込む形となっている。この動きは7月16日から発生しており、15日から16日にかけて行われたイエレン議長による議会証言の内容が思ったほどハト派的ではなかったことが影響した可能性が高い。

### 3. 金融市場(7月)の動きと当面の予想

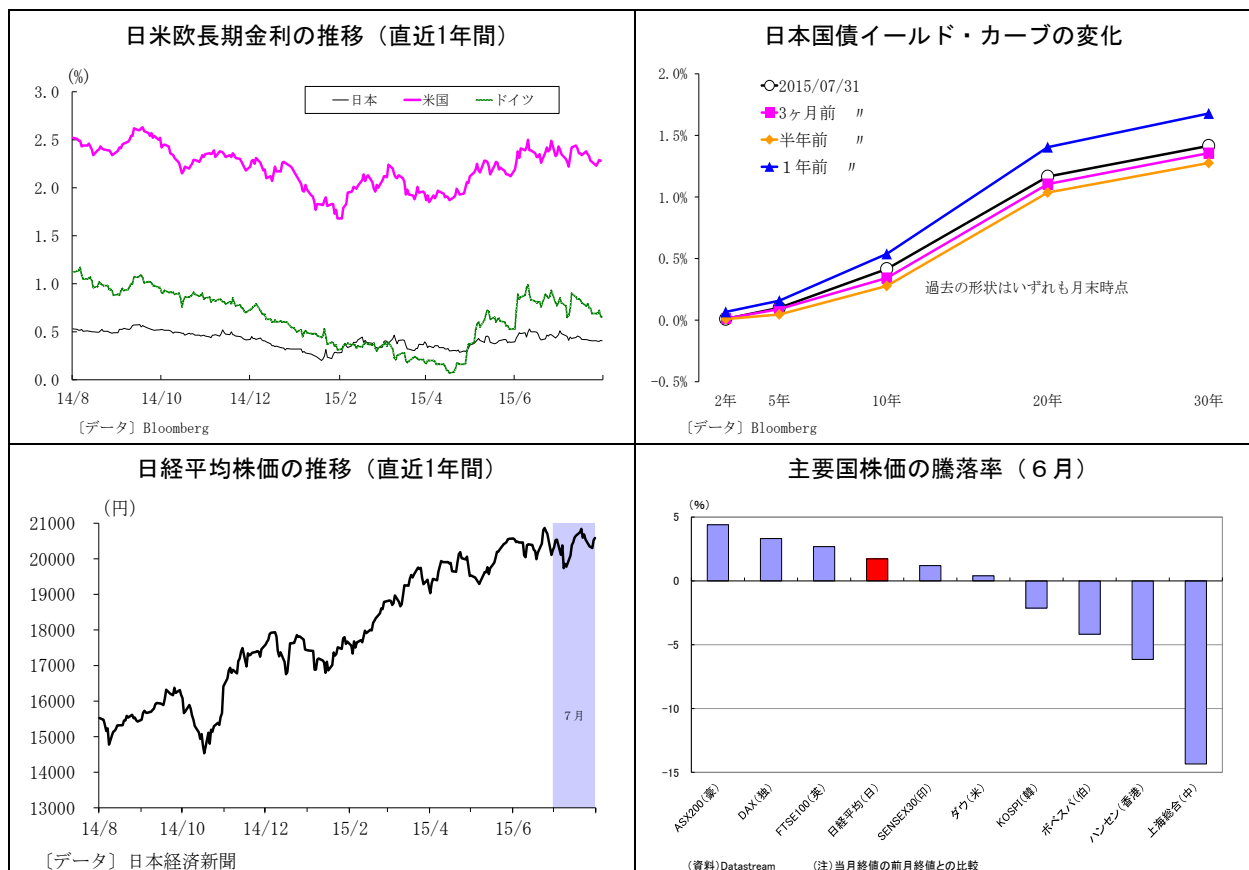
#### (10年国債利回り)

**7月の動き** 月初0.4%台後半からスタートし、月末は0.4%台前半に。

月初、流動的なギリシャ情勢を受けた買い控えから長期金利が上昇し、7日に0.5%台に乗せる。しかし、その後は弱めの米雇用統計、ギリシャ情勢の緊迫化、中国株の急落などを受けて低下基調となり、8日には0.4%台前半を付ける。以降しばらく0.4%台半ばでの一進一退が続いたが、日銀買入れオペによる需給逼迫観測により17日には0.4%台前半へと低下。その後も中国株や商品価格の下落などから金利は低迷し、月末も0.4%台前半で終了した。

#### 当面の予想

今月に入り、原油価格下落などから一旦0.4%を割り込んだ後、足元は0.4%台前半にある。今後も日銀の国債買入れが継続される中で大幅な金利上昇は見込みがたく、基本的にはボックス圏での動きが予想される。ただし、FRBが年内の利上げを模索する中で、当面は9月利上げ観測が台頭しやすい地合いが見込まれる。このことから、米長期金利上昇を通じて本邦長期金利も0.5%程度に若干水準を切り上げる可能性が高いと見ている。



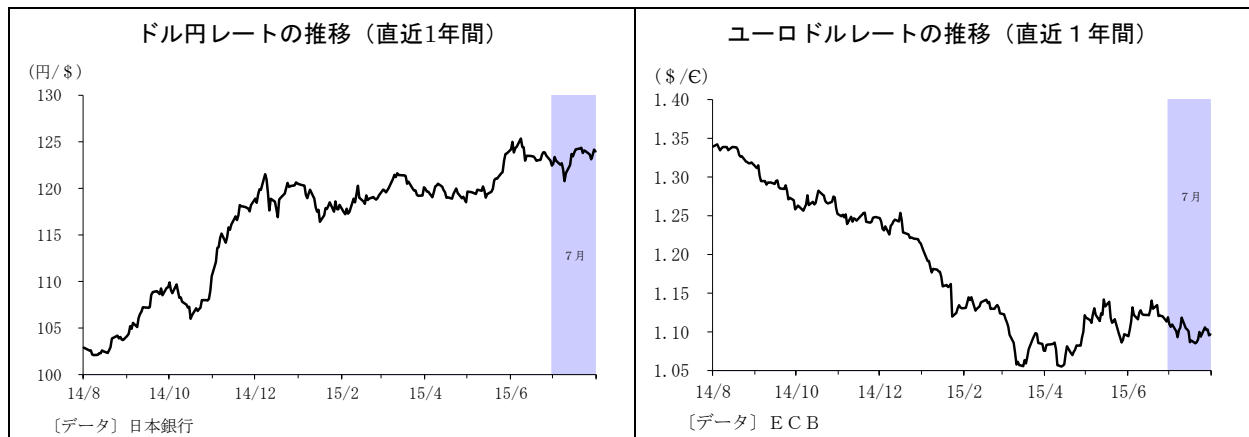
## (ドル円レート)

**7月の動き** 月初 122 円台後半からスタートし、月末は 124 円に。

月初、米雇用統計への期待が高まり、123 円台前半へと水準を切り上げたが、ギリシャ国民投票での緊縮策否決を受けたリスク回避の円高で 6 日には 122 円台後半へ。さらに、中国株の急落を受けてリスク回避地合いが強まったことで、9 日には 120 円台まで円高が進行した。その後は、ギリシャ支援の合意や中国株の持ち直しにより円売りが優勢となり、14 日には 123 円台後半まで値を回復。さらにイエレン FRB 議長の議会証言が思ったほどハト派的ではなかったことで利上げ観測が高まり、17 日には 124 円台に乗せる。以降は中国株などを材料に一進一退の推移が続き、月末も 124 円で着地した。

### 当面の予想

今月に入り、アトランタ連銀総裁による 9 月の利上げ示唆、ISM 非製造業指数の大幅な改善を受けて 9 月利上げ観測が高まり、足元は 124 円台後半で推移。目先のカギはやはり本日の米雇用統計となる。「非農業部門雇用者数 20 万人強増加+平均時給の明確な伸び」が確認できれば、ドルの支援材料となり、125 円台へ突入すると予想されるが、125 円超では円安けん制への警戒も高まりやすく、上値は重くなりそうだ。雇用統計がかなり悪い結果でない限り、その後についても基本的に 9 月利上げへの思惑が高まりやすい地合いが続くと考えられ、ドル円は堅調な推移を予想している。



## (ユーロドルレート)

**7月の動き** 月初 1.11 ドル台前半からスタートし、月末は 1.09 ドル台後半に。

月初に 1.11 ドル付近で推移した後、ギリシャ国民投票での緊縮策否決を受けてユーロが売られ、7 日には 1.09 ドル台前半となる。その後はギリシャ協議の合意期待からユーロが買われ、10 日には 1.11 ドル台後半を付ける。その後、ギリシャ協議は合意したが、市場の目線が欧米の金融政策に向かいユーロは下落基調となり、15 日のイエレン議会証言を受けた 16 日には 1.08 ドル台へ下落。その後しばらく膠着した展開となったが、ギリシャ議会における改革法案可決などによるユーロ買いもあり、23 日には 1.10 ドルへ上昇。その後は 1.10 ドルを挟んだ展開となり、月末も 1.09 ドル台後半で終了した。

### 当面の予想

今月に入り、ドル高圧力が高まり、足元は 1.09 ドル台前半で推移している。ドル円と同様、当面の最大の焦点は本日の米雇用統計となるが、かなり悪い結果とならない限り、米利上げ観測が高まりやすい状況が続くだろう。また、そもそもギリシャ問題が一段落したことで、ユーロドルでは米欧金融政策の方向性の違いに再び意識が向かいやすくなってきたとみられ、ユーロドルは弱含み



を予想している。

金利・為替予測表 (2015年8月7日現在)

		2015年			2016年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0.50	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	2.2	2.4	2.6	2.9	3.1
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8
ドル円	(平均)	121	124	125	126	127
ユーロドル	(平均)	1.11	1.09	1.07	1.06	1.07
ユーロ円	(平均)	134	135	134	134	136

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。