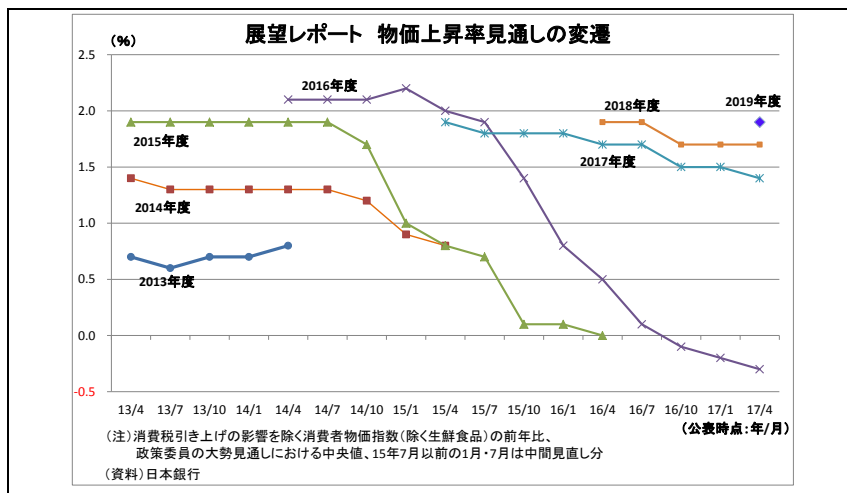


Weekly エコノミスト・ レター

日銀、「6度目の正直」も困難か ～金融市場の動き（5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. (トピック) 日銀が先週 27 日に公表した展望レポートでは、今後の物価上昇率は急ピッチで上昇を続け、「2018 年度頃」には物価目標である 2%程度に達するとの見通しが維持された。日銀は黒田総裁就任以降、物価目標の達成期限を 5 度も後ろ倒ししているが、「6 度目の正直」も難しそうだ。もともとの目標水準が高いうえ、いくつものハードルが存在するためだ。主なものとしては、賃上げ動向、将来不安、海外経済動向が挙げられる。よほど強い追い風が吹かない限り 18 年度頃に物価目標を達成することは困難だろう。過去の日銀の物価見通しの改定状況を見ると、当初 2%前後という水準が示された後、当該年度が近づくタイミングで下方修正が入り始め、以降も下方修正が繰り返されるパターンが定着している。今後についても、早ければ今年度後半、遅くとも来年度前半には 18 年度の物価見通しを引き下げ、目標達成時期を後ろ倒しする事態が予想される。ただし、既に追加緩和余地は乏しいことから、物価目標に向けた「モメンタムは維持されている」として、現行の金融政策を粛々と続けるという展開が続きそうだ。なお、これまでの大規模緩和の結果、日銀の総資産の GDP 比は既に主要国で突出した規模に膨らんでいる。このことは、将来日銀に多大な損失が発生するリスクも膨らんでいることを示している。つまり、現行の大規模な金融緩和を続ければ続けるほど、将来の収束、すなわち出口戦略のハードルも高まっていくという難題を日銀は抱えている。日銀は出口戦略の説明を避け続けているが、今後も出口への市場の不安は解消されるどころかますます高まっていく恐れがある。事前の十分な市場との対話が求められる。
2. (金融市場) 今後は、今後は仏大統領選（決選）の無難な通過に伴うリスク回避姿勢の後退と 6 月の米利上げ観測によって円安ドル高方向に進むだろう。長期金利もやや上昇へ。

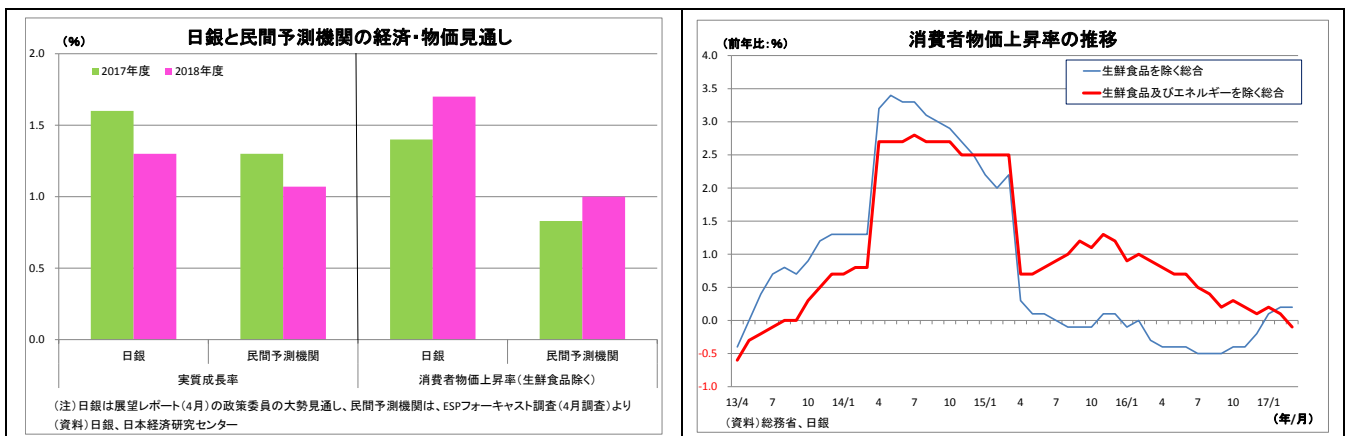


1. トピック：日銀、「6度目の正直」も困難か

日銀が先週 27 日に公表した展望レポートでは、今後の物価上昇率は急ピッチで上昇を続け、「2018 年度頃」には物価目標である 2%程度に達するとの見通しが維持された（会合の結果詳細は P4～5 参照）。日銀は黒田総裁就任以降、物価目標の達成期限を既に 5 度後ろ倒ししているが、「6 度目の正直」も難しくそうだ。

今回示された日銀の経済・物価見通しを民間予測機関の中心的な見通し（直近の ESP フォーキャスト調査より）と比較すると、2018 年度の実質成長率は民間予測機関の 1.07%に対し、日銀は 1.3%とやや強めである。さらに、同年度の物価上昇率については、民間予測機関の 1.0%に対し、日銀は 1.7%と大きく乖離しており、日銀の見通しはかなり強気なものになっている。今後の景気や物価の方向性に関しては民間も同様であり、筆者自身も異論がないものの、とりわけ日銀の物価上昇率見通しの高さは際立っている。

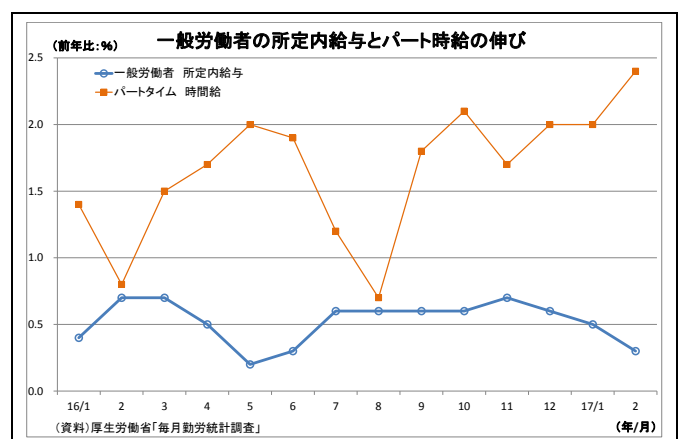
総裁会見における黒田総裁の説明によれば、今後の物価上昇のメカニズムは、①需給ギャップがプラス幅を拡大していくもとで、賃金の上昇を伴いながら物価上昇率が緩やかに高まっていくという好循環が作用、②現実の物価上昇率が高まっていくもとで、いわゆる「適合的な期待形成」の面から、予想物価上昇率が上昇傾向を辿っていくことで、物価上昇率が 2%に到達するというものだ。



ただし、物価目標の早期達成は難しい。もともとの目標水準が高いうえ、幾つものハードルが存在するためだ。主なものは以下の通りである。

① 賃上げ動向

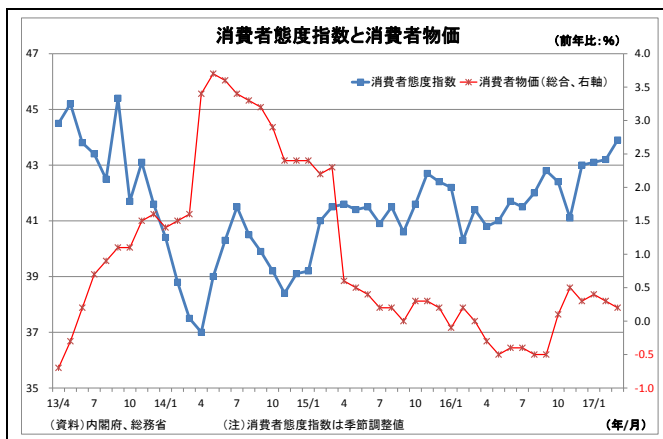
まず、今後も潜在成長率を上回る景気回復が続く、需給ギャップが改善していくことに関しては異論がないが、その際の賃金上昇は限定的に留まる可能性がある。これまで労働需給は引き締まってきたが、顕著な賃金上昇がみられるのはパートやアルバイトのみであり、一般労働者（フルタイム）の所定内給与の伸びは鈍い。今春闘でのベアの幅も昨年をやや下回っているとみられる。企業の成長期待が低く、先行きへの警戒も強いことか



ら、雇用調整が容易な非正規社員以外の賃上げがなかなか進まないという事象が起きている可能性がある。今後も賃上げが限定的に留まれば、消費が勢いを欠いてしまう。

また、賃上げが十分に進まない場合は、物価上昇自体がその後の物価上昇を抑制する可能性がある。

日銀の「生活意識に関するアンケート調査」によれば、8割以上の家計が物価上昇について「どちらかと言えば、困ったこと」と捉えている。実際、過去の物価上昇率と消費者態度指数（マインド）の推移を見ると、物価上昇局面では実質的な所得の目減りを受けて、消費者のマインドが悪化する傾向が強い。

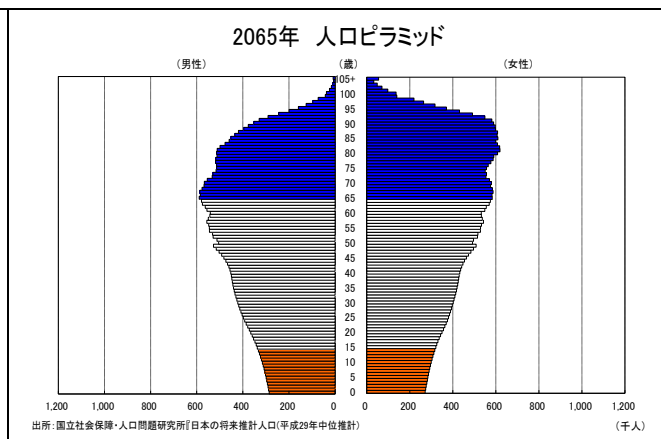
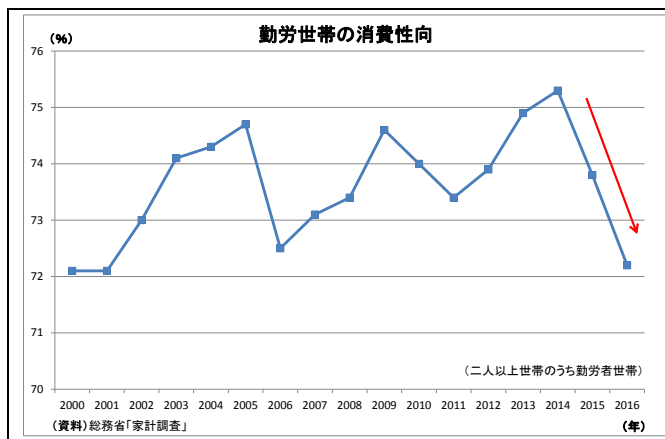


実際の物価が上がることで、適合的に予想物価上昇率が上がったとしても、かえって家計が防衛色を強めてしまえば、企業は価格引き上げを躊躇し、物価上昇も抑制されてしまう。実際、最近では複数の小売業等において、価格引下げの動きが目立ってきている。

② 将来不安

そして、将来不安もハードルとなる。近年では、勤労者世帯の消費性向の低下（貯蓄率の上昇）が目立っており、将来不安が大きく影響している可能性がある。日本が中長期的に未曾有の高齢化社会を迎えることはほぼ確実となっており、よほど信頼性のある社会保障の姿が示されない限り、際限ない社会保障費負担増や、将来の年金受取額減額に対する不安が台頭しやすい。

将来への不安が高まると、現役のうちに貯蓄を用意しておく動機が強まる。たとえ賃上げが進んだとしても、消費に回らなくなり、物価上昇圧力が抑制される可能性がある。



③ 海外経済動向

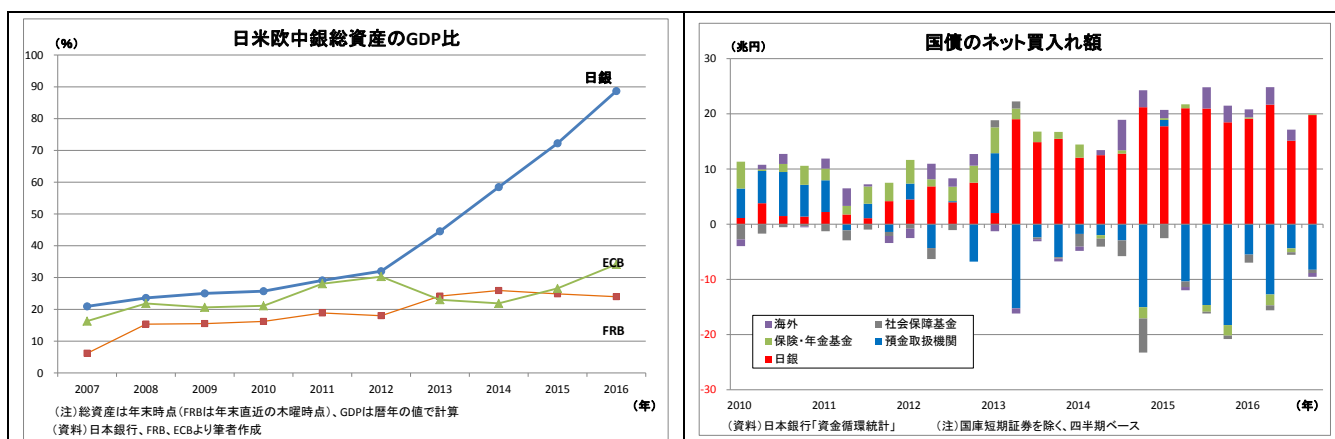
また、日本にとっては外部環境にあたる海外経済の動向もハードルになる。とりわけ米国経済の重要性が高い。海外経済が順調であれば、円安も進みやすくなり、輸入物価の上昇に加えて、輸出の増加や採算改善が日本経済と物価の追い風になる。一方、海外経済が減速してしまえば、円高進行も相まって、物価に強い逆風が吹くことになる。少なくとも海外経済が安定していることが、必要な条件となる。

以上のように、日銀が物価目標を達成するには、様々なハードルがあり、よほど強い追い風が吹かない限り 18 年度頃に達成することは困難だろう。日銀自身も「期待に働きかける」目的から強気の見通しを示し続けざるを得ない事情があり、民間予測機関とのギャップに繋がっている面もあるとみられる。

過去の日銀の展望レポートの物価見通しの改定状況を見ると（表紙図表参照）、当初（2年後の物価上昇率を初めて公表する際に）2%前後の水準が示された後、当該年度が近づくタイミングで下方修正が入り始め、以降も下方修正が繰り返されるパターンが定着している。今後についても、早ければ今年度後半、遅くとも来年度前半には 18 年度の物価見通しを引き下げ、物価目標達成時期を後ろ倒しする事態が予想される。ただし、金利が下がりすぎることには副作用があることを既に日銀自身が認めており、追加緩和余地は乏しいことから、物価目標に向けた「モメンタムは維持されている」として、現行の金融政策を粛々と続けるという展開が続きそうだ。

なお、これまでの大規模な金融緩和の結果、日銀の総資産の GDP 比は既に主要国で突出した規模に膨らんでいる。このことは、将来日銀に多大な損失が発生するリスクも膨らんでいることを示している。また、国債市場では圧倒的な買い手として市中の国債を吸収し続け、またイールドカーブ・コントロールの担い手として、非常に強い影響力を及ぼしているため、日銀の将来の政策転換が市場に大きなショックを与えるリスクも高まっている。

今後も物価目標の達成時期が逃げ水のように遠ざかっていくことが想定されるが、現行の大規模な金融緩和を続ければ続けるほど、将来の収束、すなわち出口戦略のハードルも高まっていくという難題を日銀は抱えている。日銀は市場の混乱を懸念して、出口戦略の説明を避け続けているが、今後も出口への市場の不安は解消されるどころかますます高まっていく恐れがある。そうした事態を避ける意味でも、事前の十分な市場との対話が求められる。



2. 日銀金融政策(4月)：景気判断を引き上げ、楽観シナリオを維持

(日銀) 現状維持

日銀は 4 月 26 日～27 日に開催された金融政策決定会合において、金融政策を維持した。長短金利操作（マイナス金利▲0.1%、10 年国債利回りゼロ%程度）、資産買入れ方針（長期国債買入れメド年間 80 兆円増、ETF 買入れ年間 6 兆円増など）において、従来の方針を維持した（賛成 7 反対 2）。

声明文とともに発表された展望レポートでは、景気の現状判断を「緩やかな拡大に転じつつある」

とし、前回（「緩やかな回復基調を続けている」）から一步前進させた。「拡大」の文言が使用されるのは2008年3月以来となる。内訳の項目についても、輸出と生産において判断を引き上げている。政策委員の大勢見通しでは、17・18年度の実質成長率見通しを前回（1月）から上方修正する一方、17年度の物価見通しを小幅に引き下げたが（総裁会見では、「携帯電話機や通話料値下げなどの一時的な要因」と説明あり）、18年度分は維持（下表参照）、物価目標達成時期も従来同様、「18年度頃」とした。なお、今回から初めて公表された19年度の物価上昇率は消費税引き上げの影響を除くベースで1.9%となり、概ね2%を達成した姿が示されている。

会合後の総裁会見では、今後の物価について、「需給ギャップがプラス幅を拡大していくも、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まっていくという好循環が作用していく」うえ、「現実の物価上昇率が高まっていくも、いわゆる「適合的な期待形成」の面からも、（予想物価上昇率が）上昇傾向を辿っていく」ことで2%に向けて上昇率を高めていくと説明。

現在年間80兆円増を割り込んでいる国債買入れペースについて、「ある程度の幅をもって変動することになる」、「年間80兆円のめどについては、ゼロ%程度という長期金利の操作目標を実現するという点で、問題が生じているとは考えてない」と、市場の減額観測をけん制した。

出口戦略についての度重なる質問に対しては、従来同様「時期尚早」とのスタンスを繰り返した。その理由として、「具体的な出口戦略というのは、そのときの経済・物価・金融情勢如何によって、（中略）決まってくる」ため、「今から出口戦略について具体的に話すことは、かえってマーケットに混乱を招くおそれがある」と説明。出口戦略のタイミングについては、「2%の物価安定の目標を実現することが、出口についての議論の始まり」とした。

展望レポート(17年4月) 政策委員の大勢見通し(中央値)				展望レポート(17年4月) 政策委員のリスク評価(コアCPI) (名)				
		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)			上振れ リスク大	概ね バランス	下振れ リスク大
16年度	今回	1.4%	-0.3% ↓	17年度	今回	0	4	5
	前回	1.4% ↑	-0.2% ↓		前回	0	4	5
17年度	今回	1.6% ↑	1.4% ↓	18年度	今回	0	3	6
	前回	1.5% ↑	1.5%		前回	0	4	5
18年度	今回	1.3% ↑	1.7%	19年度	今回	0	3	6
	前回	1.1% ↑	1.7%		前回	-	-	-
19年度	今回	0.7% -	1.9% -					
	前回	-	-					

(注) 前回は17年1月時点、矢印は前回からの変更部
コアCPIは消費税引き上げの影響を除く
(資料) 日本銀行

(注) 前回は17年1月時点
(資料) 日本銀行

今後については、米大統領選後の円安と底堅い原油価格はともに物価の上昇に作用するため、日銀が追加緩和を迫られる可能性は低下している一方で、2%の物価目標は依然として遠い。従って、日銀は長期にわたって現行金融政策の維持を続けるだろう。長期金利目標の明示的な引き上げも時期尚早（市場動向によっては許容レンジを若干引き上げていく対応は有り得る）。ただし、現在年間約80兆円増としている長期国債買入れペースについては、市中残存額との関係で長期には続けられないため、今年中に変更される可能性が高いとみている。明確な減額はテーパリングと誤解されるおそれがあるため、声明文から金額を削除する（イールドカーブ・コントロールに一本化）といった対応が予想される。

3. 金融市場(4月)の動きと当面の予想

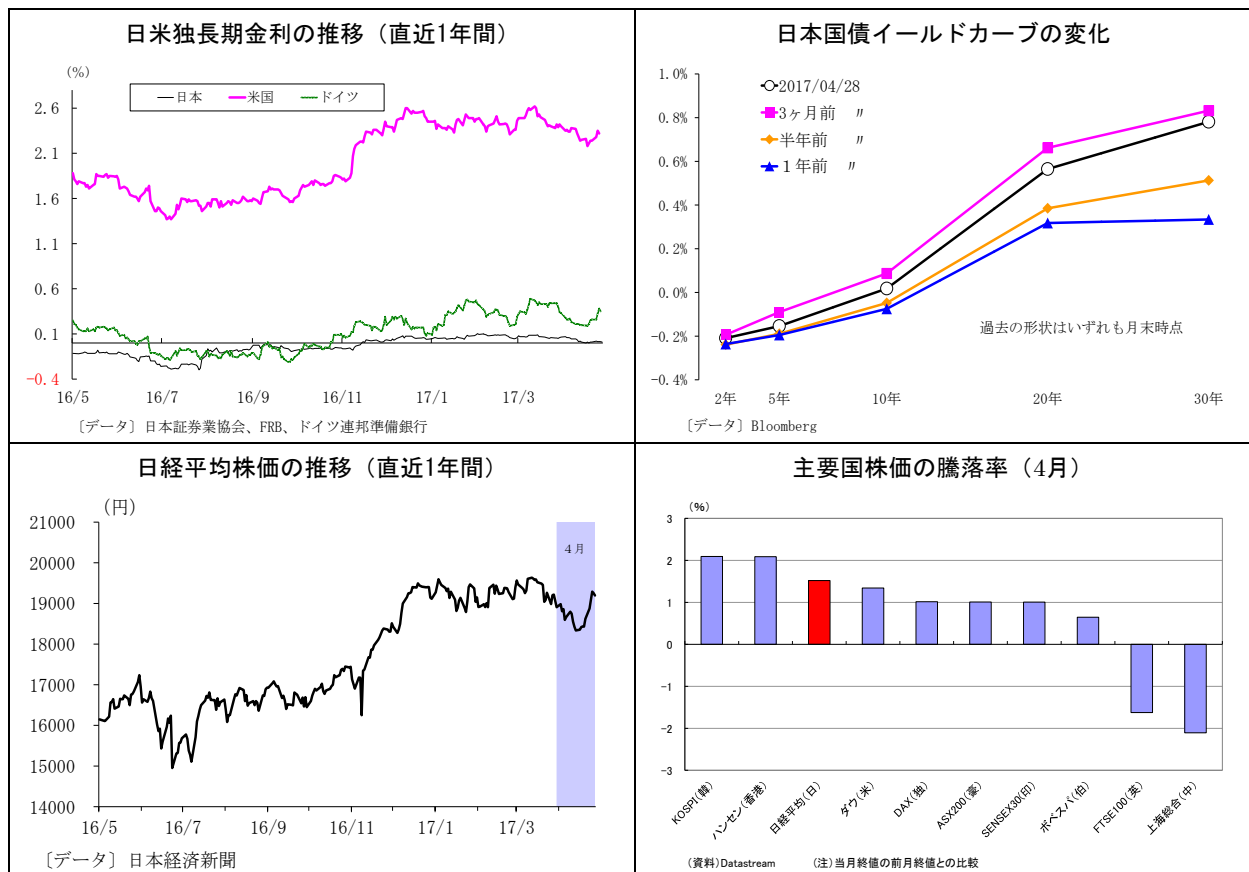
(10年国債利回り)

4月の動き 月初0.0%台後半からスタートし、月末は0.0%台前半に。

月初、0.0%台後半で推移した後、米国のシリア空爆を受けてリスク回避姿勢が強まり、7日に0.0%台半ばに。その後も、中東に加えて北朝鮮の軍事的緊張の高まりや仏大統領選への警戒から安全資産が選好される動きが継続、長期金利は低下基調となり、17日には0.0%に。月の下旬には、仏大統領選(1回目)が想定通りの結果になったことを受けてリスク回避姿勢が緩和し、金利はやや上昇したものの、月末にかけて0.0%台前半での推移が続いた。

当面の予想

足元も0.0%台前半で推移。緊張が続く北朝鮮情勢は引き続き金利の抑制要因になるが、今後は仏大統領選(決選)の無難な通過によって欧州リスクが後退、さらに米経済指標が堅調さを取り戻し、6月利上げ観測上昇に伴う米金利上昇を通じて金利上昇圧力が強まると予想。また、5月下旬にかけて、OPEC等の原油減産延長決定や米ドライブシーズン入りを受けて原油価格が持ち直すことも、米インフレ期待上昇を通じて本邦長期金利の上昇をサポートすると見ている。



(ドル円レート)

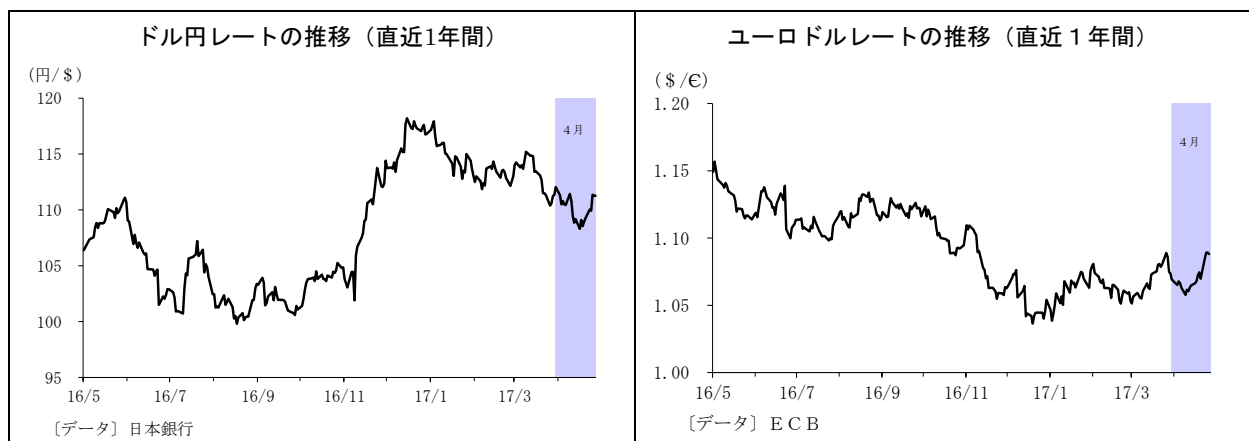
4月の動き 月初111円台前半からスタートし、月末は111円台前半に。

月初、トランプ政権への期待後退や仏大統領選への警戒に伴うリスク回避姿勢の強まりから、4日に110円台へ下落。以降も、北朝鮮問題等地政学リスクへの警戒から円が買われ、12日には109円台に。さらにトランプ大統領のドル高けん制を受けた13日には108円台後半へと円高ドル安が進んだ。以降は109円を挟んだボックス圏での推移が続いたが、仏大統領選(1回目)が想定通り

の結果になったことを受けてリスク回避姿勢が緩和し、24日には110円を回復。26日には111円台を回復した。月終盤に発表されたトランプ政権の税制改革案は殆ど前向きには評価されず、月末も111円台前半で終了した。

当面の予想

今月に入り、米国で9月までの予算が合意に至ったことを受けて足元では112円台前半にある。今後は仏大統領選（決選）の無難な通過によって欧州リスクが後退、さらに米経済指標が堅調さを取り戻し、6月の利上げ観測が上昇することで円安ドル高方向に進みそうだ。ただし、5月下旬にG7サミットを控え、トランプ米大統領によるドル高けん制等への警戒から大幅なドル高進行は見込みづらい。当面のドルの上値は114円台前半と見ている。



(ユーロドルレート)

4月の動き 月初1.06ドル台後半からスタートし、月末は1.09ドル近辺に。

月の上旬から中旬にかけては、トランプ期待剥落や弱めの米経済指標を受けてドル安圧力が強まる一方で、仏大統領選への警戒からユーロ安圧力も強く、主に1.06ドル台での膠着した推移が継続した。その後、19日には英メイ首相による選挙前倒しの発表を好感したポンド買いにつられ、ユーロ高圧力がかかり、1.07ドル台を回復。さらに仏大統領選（1回目）を無難に通過してことで、24日には1.08ドル台半ばに上昇した。月末は予想を上回るユーロ圏の物価指標を受けて1.09ドル台付近で着地した。

当面の予想

足元は1.09ドル台前半で推移。今後は7日の仏大統領選（決選）で大方の予想通りマクロン氏が勝利することで、一旦ユーロ高圧力が高まりそうだ。ただし、米経済指標の持ち直しによって6月の利上げ観測が高まることでドル高圧力も高まるため、ユーロドルの上値は限定的になると見込まれる。ユーロドルは方向感の出にくい地合いが続くと見ている。

金利・為替予測表 (2017年5月2日現在)

		2017年				2018年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
アメリカ	FFレート (期末)	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50
	10年金利 (平均)	2.4	2.3	2.5	2.7	2.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
ドル円	(平均)	114	112	113	115	117
ユーロドル	(平均)	1.07	1.08	1.08	1.08	1.08
ユーロ円	(平均)	121	120	122	124	126

(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。