

日銀追加緩和の可能性を考える
～金融市場の動き（3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

- （トピック）今後の日銀の追加緩和について、筆者は「追加緩和有り」だと見ている。期限内の物価目標達成の見込みが低いからだ。目標時期を延期する手もあるが、日銀への信認低下を招き、その後の政策効果を阻害してしまうリスクがある。最終的には延期せざるを得なくなるにせよ、何もせずに延期するとは考えづらい。緩和のタイミングは、展望レポート発表時（1・4・7・10月）になるだろう。近年の緩和は展望レポートの発表時に行われる傾向が強まっている。物価目標を明確化したため、展望レポート時に乖離が目立つときには、同時に緩和を行うことで説明力を持たせる誘因が働くと考えられる。ただし、4月末の展望レポート発表時は、物価や賃上げの情報が不足しているという点でやや早すぎる。一方、10月末になると、物価目標達成が危ぶまれる状況が明確化するため、市場の追加緩和期待が高まってしまい、追い込まれる形での緩和になりかねない。従って、タイミングは7月と考えている。ただし、その時点で追加緩和期待が大いに高まっていないことが条件になるだろう。7月に緩和予想が集中する事態が予想される場合には、サプライズ演出のために前後に若干ずらす可能性がある。緩和の内容については、国債買入れの増額余地を計りつつ、ETFの買入れ増額と、その他の買入れ資産（地方債、財投債、金など）への拡大を検討すると見ている。さらに、ECBのように量的緩和とマイナス金利政策を両立させることを検討の俎上に載せる可能性もある。
- （日銀金融政策）日銀は2月の決定会で現行の金融政策を維持した。会見では原油価格そのものではなく、「物価の基調」の重要性を強調。目先の追加緩和は否定する一方で、物価上昇期待を損なわないように、将来の可能性には含みを持たせた。
- （金融市場の動き）2月は円安ドル高、ユーロは小動き、長期金利は上昇した。当面の為替は米雇用統計次第だが、FOMC後は利上げ早期化観測が強まり、ドルが円、ユーロに対して上昇すると予想。長期金利はしばらく0.4%を挟んだ展開が続くと見ている。

日銀追加緩和回数のまとめ（2008年～）

	追加 緩和 回数	うち 展望レポート 発表時 (割合)
2008年～	20回	7回 (35%)
うち 2012年～	8回	4回 (50%)

（注）貸出支援策ならびに各施策の延長は除いた

（資料）日銀ホームページより筆者作成

1. トピック：日銀追加緩和の可能性を考える

昨年10月末に電撃的とも言える追加緩和を決定した日銀だが、その後は原油価格下落等に伴う物価上昇率鈍化にもかかわらず様子見姿勢を維持している。市場でも、今後の日銀の対応については見方が分かれており、改めて追加緩和の可能性を考えてみたい。

(追加緩和の有無)

まず、今後の追加緩和の可能性については、筆者は「追加緩和有り」だと見ている。

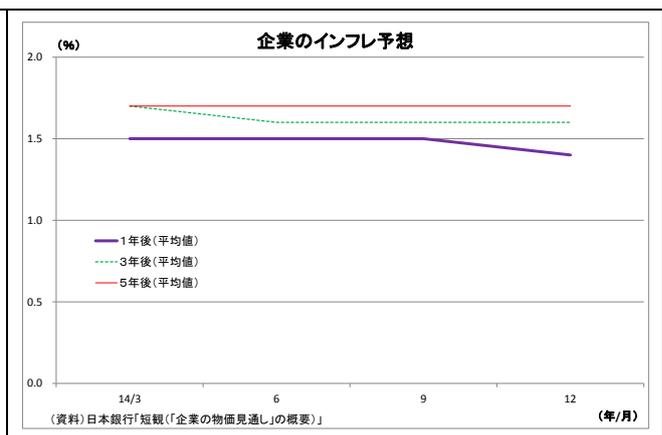
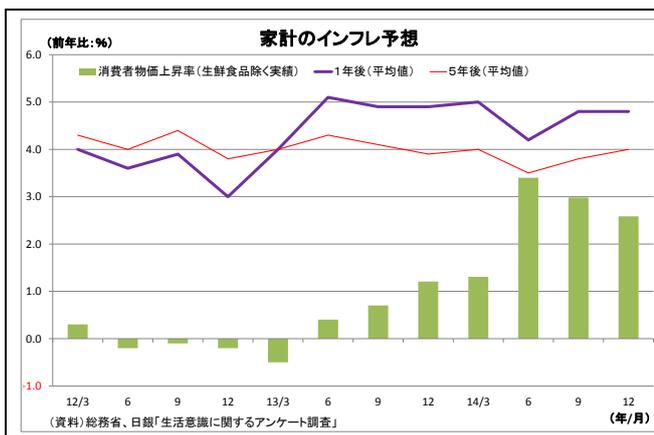
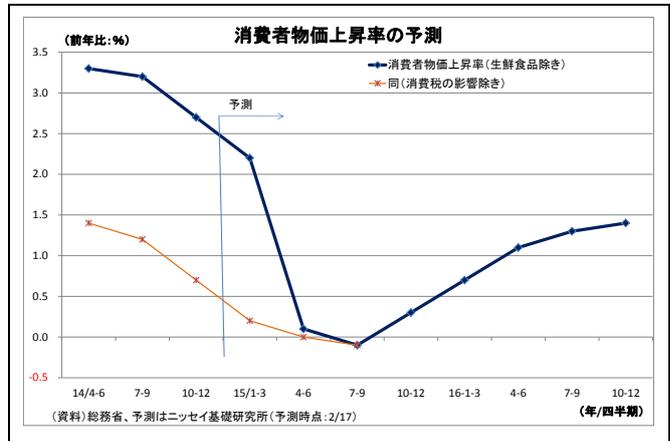
その理由は、期限内の物価目標達成の見込みが低いからだ。日銀は現在、「2015年度を中心とする期間に2%に達する可能性が高い」とし、時期については、「前後に若干はみ出る部分はある」(1/22 黒田総裁会見)と、多少の後ずれについては許容されるとの見方を示してはいるものの、それでも達成は厳しいだろう。

弊社の直近の物価見通しでは、15年度中の消費者物価上昇率は期間を通じて前年比1%に届かず、16年度に入っても2%まではかなり距離を残すと予想している。もともと2%という目標設定がかなり高いうえ、15年度の景気回復について日銀ほどは強気に見ていないからだ。

2%の目標時期延期に関しては、最近も黒田総裁が否定的な見解を表明している(2/28 講演)。そもそも黒田日銀は「期待への働きかけ」を政策目標達成のための重要なルートと位置づけているため、達成期限の延期は日銀への信認低下を招きかねず、その後の政策効果を阻害してしまうリスクがある。従って、最終的には延期せざるを得なくなるにせよ、まだ猶予がある段階で、このまま何もせずに期限を延期するとは考えづらい。

また、人々の物価上昇期待(インフレ期待)が低下するリスクも今後は高まる。日銀は前回の追加緩和の理由について、「需要面での弱めの動きや原油価格の下落が物価の下押し要因として作用し、デフレマインドの転換が遅延するリスクが生じたため」と説明し、その評価については、「物価上昇期待は比較的保たれており、効果があった」(2/19 黒田総裁会見)とするなど、インフレ期待を重視している。

これから先は、遅れていた原油価格下落が反映される形で、物価上昇率が鈍化を続け、春ごろにはほぼゼロ%へ、夏頃には一旦マイナスに転じる可能性が高い。人々のインフレ期待は実際の物価動向の影



響を受ける面がある。物価上昇率の大幅鈍化を受けてインフレ期待下振れのリスクが高まれば、前回同様、追加緩和に踏み切る可能性が高い。

(追加緩和のタイミング)

次に日銀が追加緩和を実施する場合、そのタイミングはいつになるだろうか。

タイミングを考えるにあたり、まず、過去の追加緩和のタイミングについて振り返ると、近年の追加緩和が、日銀が先行きの経済・物価見通しを説明する「展望レポート」の発表時（4月、10月）と中間評価発表時（1月、7月）に行われる傾向が強いことが確認できる。

日銀が緩和期に入った2008年から14年までの追加緩和状況をまとめたのが下の一覧表となるが、期間を通じてみると、合計20回の追加緩和のうち7回（合計に占める割合は35%）が展望レポート発表時に行われている（表紙図表参照）。2012年以降に限ると、同年以降の追加緩和8回のうち4回（合計に占める割合は50%）が展望レポート発表時となっている。日銀の金融政策決定会合の年間回数14回のうち、展望レポートを発表するのは4回にすぎないことを考えれば、展望レポート発表同時緩和の確率が、通常の会合時よりもかなり高いことが分かる。

この背景には、物価目標明確化の動きがあると考えられる。日銀は2012年2月に「物価安定の目処（1%）」を導入、13年1月には「物価安定目標（2%）」としてターゲット色をさらに強めた。その結果、展望レポートでは物価目標に向けた道筋を数字で示す必要性が生じ、足元で乖離が目立つときには、同時に追加緩和を行うことで説明力を持たせる誘因が働くと考えられる。

日銀追加緩和の推移一覧(2008年～)

時期	展望レポート発表時	主な追加緩和内容
2008年	10月31日	○ 利下げ
	12月19日	利下げ、長期国債買入れ増額
2009年	1月22日	○ CP買入れ
	2月19日	社債買入れ
	3月18日	長期国債買入れ増額
	12月1日	固定金利オベ導入
2010年	3月17日	固定金利オベ増額
	8月30日	固定金利オベ増額
	10月5日	利下げ、資産買入れ基金の創設
2011年	3月14日	資産買入れ増額
	8月4日	資産買入れ増額
	10月27日	○ 資産買入れ増額
2012年	2月14日	資産買入れ増額、物価安定の目処(1%)導入
	4月27日	○ 資産買入れ増額
	9月19日	資産買入れ増額
	10月30日	○ 資産買入れ増額
	12月20日	資産買入れ増額
2013年	1月22日	○ 資産買入れ基金オープン化、物価安定目標(2%)導入
	4月4日	量的・質的金融緩和導入
2014年	10月31日	○ 資産買入れ増額

(注) 貸出支援策ならびに各施策の延長は除いた

(資料) 日銀ホームページより筆者作成

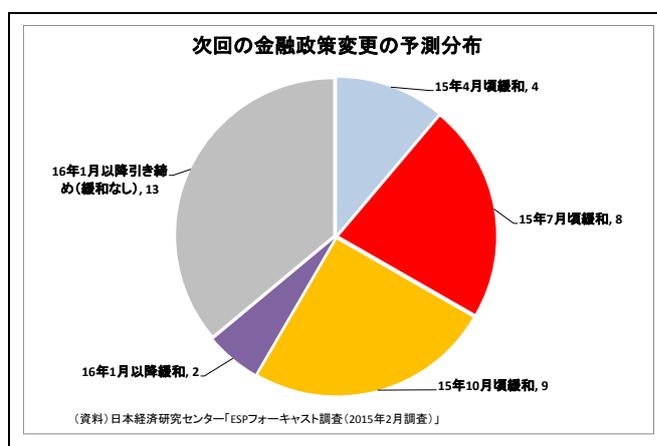
従って、次回の追加緩和も展望レポート発表時の可能性が高い。具体的には 15 年 4 月末、7 月、10 月末、16 年 1 月が候補になるが、最も可能性が高いのは 7 月だと考えている。

まず、4 月末はやや早すぎる。消費税の影響が一巡し、見た目の物価上昇率が大きく低下する 4 月の物価が明らかになるのは 5 月末だ。さらに景気やインフレ期待への影響から日銀が注視している来年度の賃上げ情勢も、4 月の段階では全容が明らかになっていない。政治的にも、統一地方選挙は終えたばかりの時期にあたり、評価が分かれる円安を加速しかねない追加緩和はしにくい。

しかし、10 月末では遅すぎるだろう。この頃になると、2015 年度を中心とする期間での物価目標達成が危ぶまれる状況がより明確化するため、市場等の追加緩和期待が勝手に高まってしまう。サプライズを起こしにくくなるうえ、追い込まれる形での追加緩和になりかねない。

従って、早すぎもせず、遅すぎもしないのは 7 月ということになる。この時期は、実際の物価上昇率低下を受けて、人々のインフレ期待が低下するリスクが高まるタイミングでもある。

ただし、7 月の追加緩和には条件がある。それは、その時点において市場の追加緩和期待が大いに高まっていないということだ。黒田日銀は市場のサプライズを狙う傾向が非常に強いため、7 月に緩和予想が集中する事態が予想される場合には、展望レポート発表のタイミングではないものの、前後に若干ずらす可能性がある。その際には、サプライズ感を醸成するために、直前まで追加緩和期待の沈静化に努めると予想される。



(追加緩和の内容)

その際大きな問題になるのが、追加緩和として、「何をするか？」だ。金額の規模で見ると、現在の量的・質的金融緩和の主力は国債買入れだが、既に巨額の買入れを実施しており、最近既に表面化もしているが、これ以上の拡大は債券市場の不安定化のような副作用のリスクもある。従って、国債買入れの追加余地を計りつつ、ETF の買入れ増額と、その他の買入れ資産（地方債、財投債、金など）への買入れ対象拡大を検討するのではないかと見ている。さらに、ECB の緩和政策では、今月から開始する量的緩和と従来からのマイナス金利政策を両立させる設計となっている。日銀は現在、日銀当座預金の付利引き下げ議論はしていないと明言しているが、今後検討の俎上に載る可能性もある。

2. 日銀金融政策(2月)：「物価の基調」の重要性を強調

(日銀) 現状維持

日銀は 2 月 17～18 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：反対した木内委員は前回同様、追加緩和前の政策が適当と主張）。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。

声明文における景気判断は、「緩やかな回復基調を続けている」とし、従来記載を続けてきた「駆け込み需要の反動」に関する部分を削除。反動減が収束しつつあることを反映したとの説明があっ

た。個別項目では、輸出と生産について、「持ち直している」とそれぞれ前回の「持ち直しの動きがみられている」、「下げ止まっている」から上方修正した。一方、個人消費については、「全体としては底堅く推移」としつつも、「一部で改善の動きに鈍さがみられる」との表現が加わった。

先行きについても、「緩やかな回復基調を続けていくとみられる」と、景気判断同様、駆け込み需要の反動」に関する表現を削除。物価については、「エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる」と、前回の表現を踏襲した。

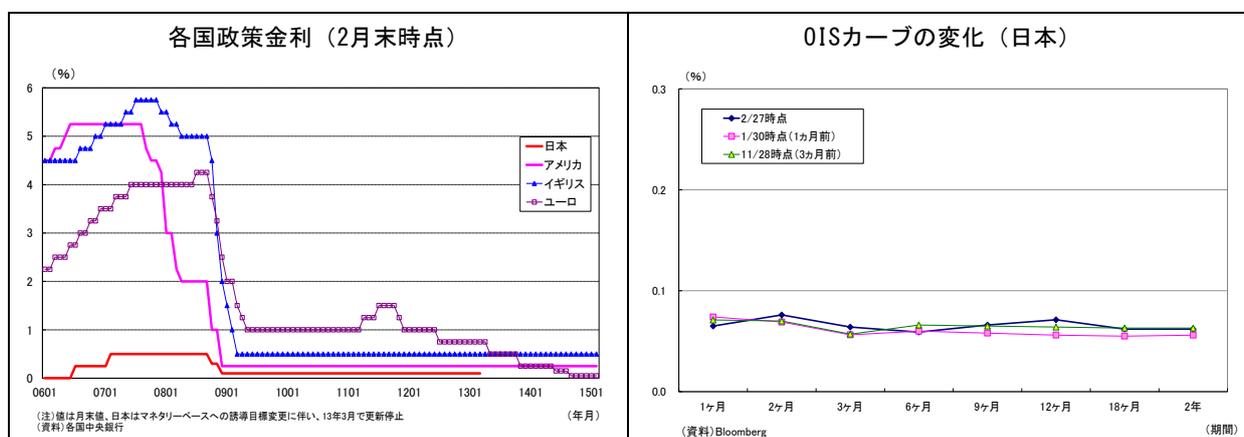
会合後の総裁会見では、今後前年比マイナス化も予想される物価と金融政策の関係についての質問に対し、黒田総裁は「物価の基調的な動きが重要。この点、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される物価の基調は改善傾向を辿る」、原油価格の下落は「原油価格そのものというより、それが予想物価上昇率をはじめとする物価の基調にどのような影響を与えるかが重要」との見方を改めて説明した。

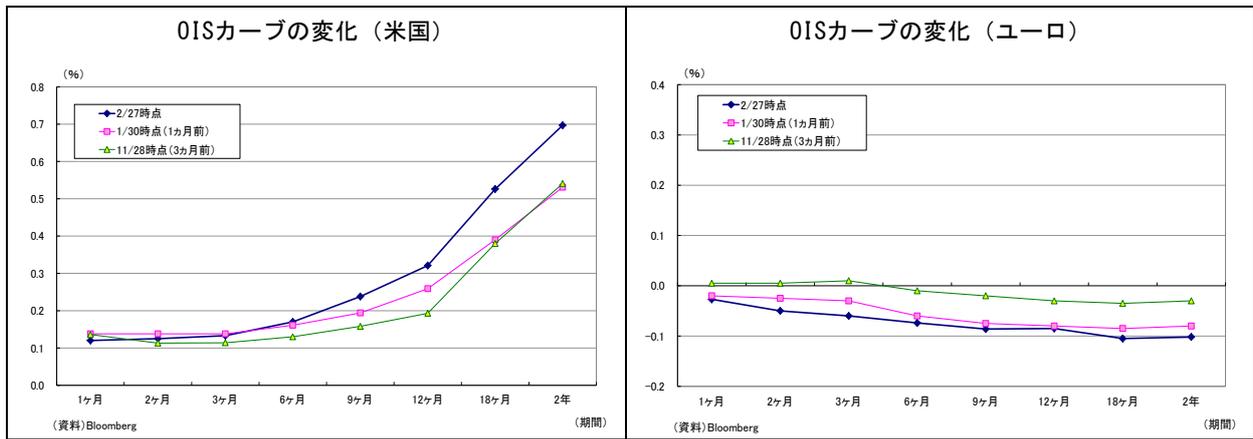
追加緩和については、「今のところ、物価の基調に変化が生じているとは全く思っていないので、直ちに追加的なことを考える必要はない」とする一方、「今後、仮に物価の基調に変化が生じることがあれば、躊躇なく調整する」と、将来の可能性としての追加緩和へ含みを持たせている。

なお、「日銀内で、現時点で一段の追加緩和を行うことは逆効果との声が出ている」との先般の報道については、「(前回10月末の追加緩和は)逆効果があったとは全く思っていない」、「今後とも(拡大された)政策を続けることで、累積的に経済・物価に対してプラスの効果を持っていく」と一蹴。これに関連して、円安の影響についても、「為替がファンダメンタルズを反映して安定的に推移している限り、経済にとってマイナスになるということはない」との判断を示した。

また、最近の債券市場の不安定化が金融政策の弊害である可能性についての質問には、「基本的には市場における調整」、「何か大きな問題が起こってはいない」と回答した。

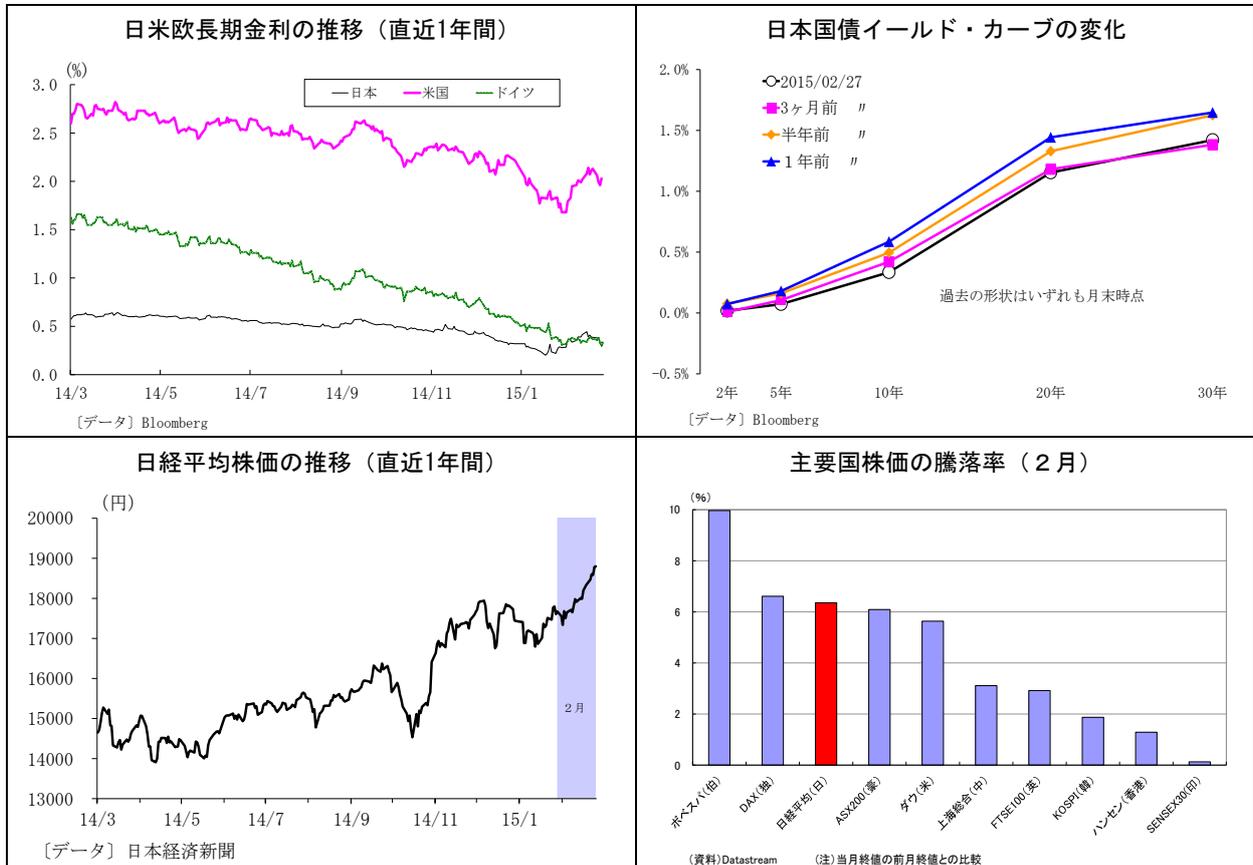
金融政策において、人々の期待に働きかけることを重視している以上、緩和の効果を強調するとともにその弊害は出来る限り否定、さらに今後の追加緩和の可能性への期待も剥落させないように配慮しているようだ。ただし、原油安で今後も物価上昇率の鈍化が確実である中で、カードが少なくなっている追加緩和期待が過度に膨らむことも日銀としては避けたいとみられ、難しい舵取りを余儀なくされている。





政策金利¹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2月末時点における利回り曲線を見ると、日本は前月から殆ど変化がなし。ユーロも、前月からの変化は殆どないものの、やや右下がりが目立ってきており、将来のマイナス金利拡大観測が一部織り込まれている可能性がある。一方、米国については、引き続き右上がりの形状を保っており、さらに6ヵ月以上のゾーンでは前月末から上方シフトが起きている。月後半にはFOMC議事録やイエレン議会証言ではやや利上げに慎重な姿勢が目立ったものの、非常に好調であった月前半の1月雇用統計結果を受けて、市場では利上げ前倒し観測が強まった。

3. 金融市場(2月)の動き：円安ドル高、ユーロ小動き、長期金利は上昇



¹ 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。

(10年国債利回り)

2月の動き 月初0.2%台後半からスタートし、月末は0.3%台前半に。

月初、翌3日には10年債入札が不調に終わったことで金利が急上昇し、0.3%台後半となる。その後の30年債入札が無難な結果になったことで6日には一旦0.3%台前半まで低下したが、好調な米雇用統計を受けた米金利上昇やボラティリティ上昇を受けた買い意欲低下で再び上昇に転じ、10日には0.3%台後半へ、16日には0.4%台半ばを付けた。17日の好調な20年債入札を受けて金利はやや低下、以降0.4%を挟んだ展開に。月終盤は、入札や日銀オペで需給改善が確認されたことでさらに低下、月末は0.3%台前半で終了した。

当面の予想

今月に入り、入札不調などから再び上昇し、足元は0.4%近辺にある。金利の不安定感に対する市場の警戒感はいましばらく払拭されないだろう。ただし、従来と比べて抜本的に何かが変わったわけではなく、日銀の国債買入れのもと、基本的に債券への需要は強い。金利上昇局面では、これまで買い控えていた投資家による買いが期待できるため、上昇余地は引き続き限定的だろう。当面は0.4%を挟んだ一進一退の展開を予想する。

(ドル円レート)

2月の動き 月初117円台半ばからスタートし、月末は119円台前半に。

月初は、ギリシャ不安によるリスク回避の円買いや米景気への懸念からドル円の上値は重く、117円台での推移が続いたが、好調な米雇用統計結果を受けた9日には118円台後半へ水準を切り上げる。その後も米金融当局者の発言などを手掛かりに早期利上げ観測が強まり、12日には120円台を回復した。しかし、その後は日銀追加緩和期待の後退や本邦金利上昇、ギリシャ不安などから円買いが優勢となり、16日には118円台に戻る。その後は118円台を中心とする一進一退が続いたが、下旬にはギリシャとEUとの間の債務延長合意を受けてやや円安に振れ、119円台前半に。月末も119円台前半で着地した。

当面の予想

堅調な米経済指標などを受け、今月に入ってドル円はやや上昇、足元は120円台付近で推移している。目先の注目材料はやはり本日の米雇用統計で、雇用者数の増加幅と平均時給の伸びが焦点となる。その後、18日のFOMCでは、声明文中のゼロ金利解除時期に関する「忍耐強く待つ」との表現の変更が予想される。イエレン議長は政策の自由度を確保すべく、「利上げは経済情勢次第」とのスタンスを強調するだろうが、市場では利上げ前倒し観測がやや強まり、ドル高の反応が出そうだ。FOMC後には121円台への上昇も有り得ると見ている。

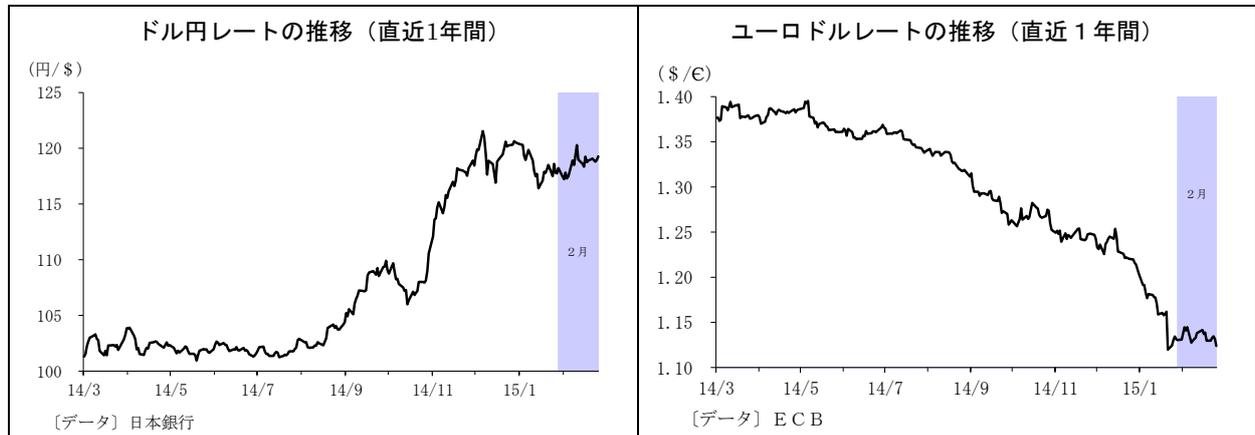
(ユーロドルレート)

2月の動き 月初1.13ドル台前半からスタートし、月末は1.12ドル台前半に。

月初、ギリシャ新政権による交渉開始見通しを受けて、ややユーロが持ち直し、4日に1.14ドル台を回復したが、好調な米雇用統計によるドル買いにより、9日には1.12ドル台後半へと下落。その後は米景気の不透明感などから16日に再び1.14ドル台を回復したが、ギリシャを巡る交渉への懸念から20日には再び1.13ドル付近へ下落するなど方向感を欠く展開に。月終盤はギリシャ懸念が後退したものの、堅調な米経済指標を受けてドル高圧力がやや強まり、月末は1.12ドル台前半で終了した。

当面の予想

今月に入ってから、ドル高圧力の高まりと、今月から開始される ECB 量的緩和を意識したユーロ安圧力の高まりで、足元は 1.10 ドル台前半まで下落している。ECB の量的緩和については、1 月に決定されたものであり、材料としてはほぼ織り込み済みとみられるため、改めてユーロ急落の材料になるとは考えにくい。ただし、FOMC 後は米利上げ前倒し観測によるドル高圧力の高まりを受けて、ユーロが対ドルで弱含むと見ている。



金利・為替予測表 (2015年3月6日現在)

		2014年	2015年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	2.3	1.9	2.3	2.4	2.6
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)	0.8	0.4	0.5	0.6	0.7
ドル円	(平均)	115	119	122	122	123
ユーロドル	(平均)	1.25	1.13	1.09	1.08	1.07
ユーロ円	(平均)	143	135	133	132	132

(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。