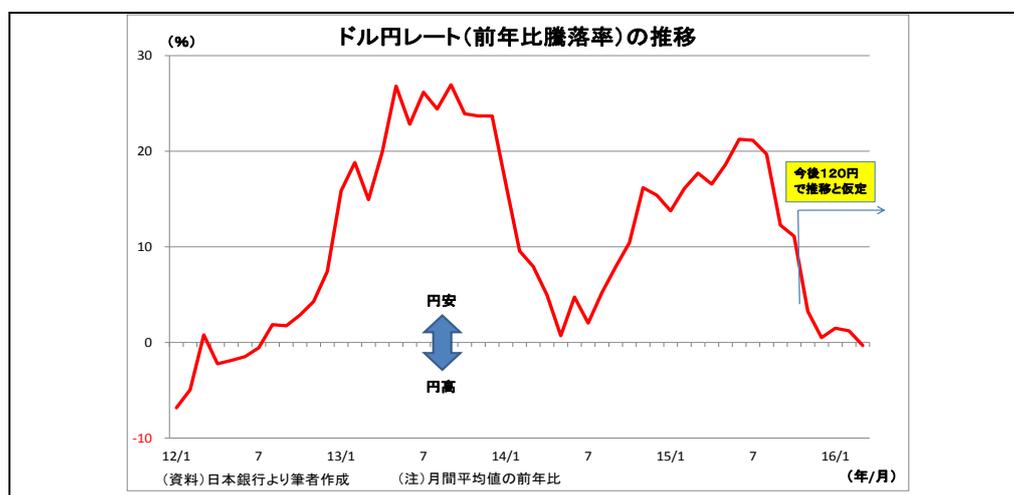


Weekly
エコノミスト・
レター追加緩和完全スルー、それでも追加緩和ありと信じる理由
～金融市場の動き(11月号)

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. **(金融政策)** 日銀は10月末の会合において追加緩和を見送るとともに、物価目標の達成時期を「16年度後半頃」へ後ろ倒しした。ゼロ回答となったわけだが、筆者はそれでも追加緩和はいずれあると見ている。今回設定した「16年度後半に物価上昇率2%達成」の実現性は低いが、さらに時期を後ろ倒しするとすれば、消費税率引き上げの関係で大幅に後ろ倒しする必要が生じ、日銀のコミットメントが完全に形骸化する恐れがあるためだ。従って、その前にチャレンジを試みると予想する。では追加緩和はいつか？まず、展望レポート発表時である可能性が高い。来年、展望レポートを発表する会合は、1月、4月、7月、11月に予定されているが、11月では遅すぎる。次に焦点となるのは「物価の基調改善」だ。今後は円安がほぼ一巡することなどから、日銀が拠り所としてきた「物価の基調改善」が変調するリスクが高まる。時期としては、1月にはそうした状況となり、追加緩和の条件が整うと見ている。そのため、1月、4月、7月の全てに可能性があることになるが、4月は参院選前という政治的要因からやや可能性が低い。残りの中では、今のところ1月の方が可能性が高いと見ている。理由は「賃上げ」だ。日銀は賃金が伸び悩む中で物価が上昇することに懸念を強めている。そこで、来春闘での賃上げを側面支援するため、円安による賃上げ原資確保を狙った追加緩和に踏み切ることには一定の合理性がある。追加緩和に消極的とみられる政府を説得する材料にもなるだろう。
2. **(市場の動きと予想)** 10月はやや円安ドル高、ユーロドルは下落、長期金利は若干低下した。当面は正念場を迎える欧米金融政策変更への見方が為替を左右。基本シナリオは円安ドル高、ユーロドル下落、長期金利は若干上昇と予想するが、波乱含み。



1. 金融政策：追加緩和完全スルー、それでも追加緩和ありと信じる理由

日銀は10月末の金融政策決定会合において追加緩和を見送った。同時に、物価安定目標の達成時期を従来の「16年度前半頃」から「16年度後半頃」へと約半年後ろ倒しにした。今回は、消費者物価上昇率の低迷や内外経済の下振れを受けて、事前の期待が高まっていた中での完全なゼロ回答となった。具体的な追加緩和の提案すらなかったとのことで、政策の見通しが一層不透明になった感があるが、逆に今回の会合を経て明らかになった点も存在する。改めて、今後の追加緩和の可能性を考えてみたい。

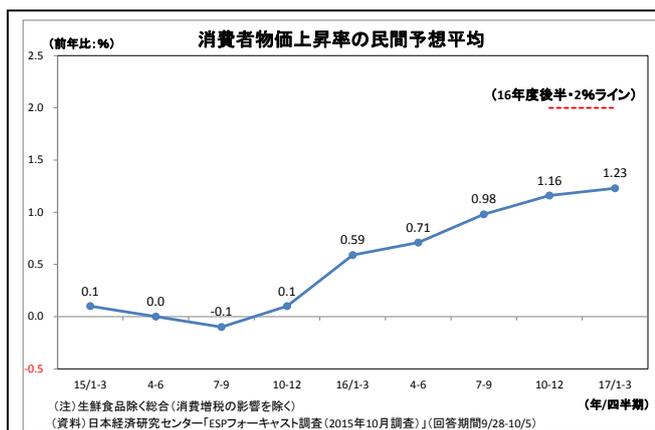
（動かない日銀ではなく、容易に動けない日銀）

まず、今回の緩和見送りの評価であるが、筆者はもともと10月末緩和には懐疑的であった。その最大の理由は、日銀の追加緩和余地があまりないとみられるためだ。現行の質的・量的緩和の主力は大規模な国債買入れだが、既にその継続可能性には疑問を持たれている。これ以上、大幅に国債買入れ額を増額すると、単に継続可能期間を短縮することになりかねない。ETFの買入れ増額は可能とみるが、それだけでは市場の失望を買いそうだ。付利の引き下げは有効な手段と考えるが、再び金利目標に戻る印象を与えるため、従来のマネタリーベース目標を自ら否定することにもつながりかねず、これまでの緩和手段である買入れ規模の拡大よりもハードルは高めだ。現在はまだ、「物価の基調は改善」という主張でしのぐことが可能であることから、そこまで踏み込むとは見ていなかった。

（達成時期のさらなる後ろ倒しはリスクを伴う）

今回、物価目標の達成時期を約半年後ろ倒しにしたことで、時間的猶予は出来た形だが、それでも「16年度後半に物価上昇率2%達成」は非常に楽観的だ。弊社も含めた予測機関は16年度後半の2%達成に懐疑的だ。日本経済研究センターが取りまとめている「ESPフォーキャスト」（10月調査）におけるコアCPI上昇率の見通しは、41機関の平均で1.1~1.2%台に留まっている。

物価目標の期限内達成が危ぶまれたとき、日銀がさらに達成時期を後ろ倒しすることは可能ではあるが、これまでよりもリスクを伴う。それは17年4月に消費税率引き上げが予定されているためだ。まだ、実施されると完全に決まったわけではないが、17年4月の引き上げを前提とすると、17年度の前半は消費税率引き上げ直後にあたり、景気に逆風が吹く。そうした時期に物価上昇率（消費税の影響除き）が上昇幅を広げ、2%を達成するというのは無理があるため、後ろ倒しするとすれば、「17年度後半」もしくは「18年度」とするのが自然だろう。そうなるとう度は物価目標を「できるだけ早期に」達成するとして13年のコミットメントが完全に形骸化する恐れがある。さらに、その際、今年4月や10月のように「原油価格低迷」という不可抗力の影響を主張できる状況であればまだ良いが、そうでな



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

ければ従来の政策効果を否定することにも繋がる。

従って、さらなる後ろ倒しの前に、もう一度追加緩和というチャレンジを試みると予想する。

（追加緩和はいつか？）

それでは、追加緩和のタイミングはいつか？まず、展望レポート発表時か否かという点では発表時の可能性が高い。近年を振り返ると、2012年以降に追加緩和を決定した8回のうち4回、つまり50%は展望レポート発表時（中間評価を含む）であった。年間に決定会合回数（全14回）に占める展望レポート発表会（4回）の割合が29%に過ぎないことを考えると、展望レポート発表時の追加緩和確率が高いことがわかる。展望レポートでは、経済・物価情勢を幅広く見直して説明するため、政策変更との相性が良いこと、また、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るため、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得力を持たせる誘因が働くためと考えられる。

さらに、来年1月からは決定会合の回数が現行の14回から8回に減り、その半分にあたる4回で展望レポートを発表することになる。従って、緊急時で無い限り、あえて展望レポートの無い会合で追加緩和を決定する動機は乏しい。

来年、展望レポートを発表する決定会合は、1月29日、4月28日、7月29日、11月1日に予定されている。この中で可能性が高いのはいつだろうか？

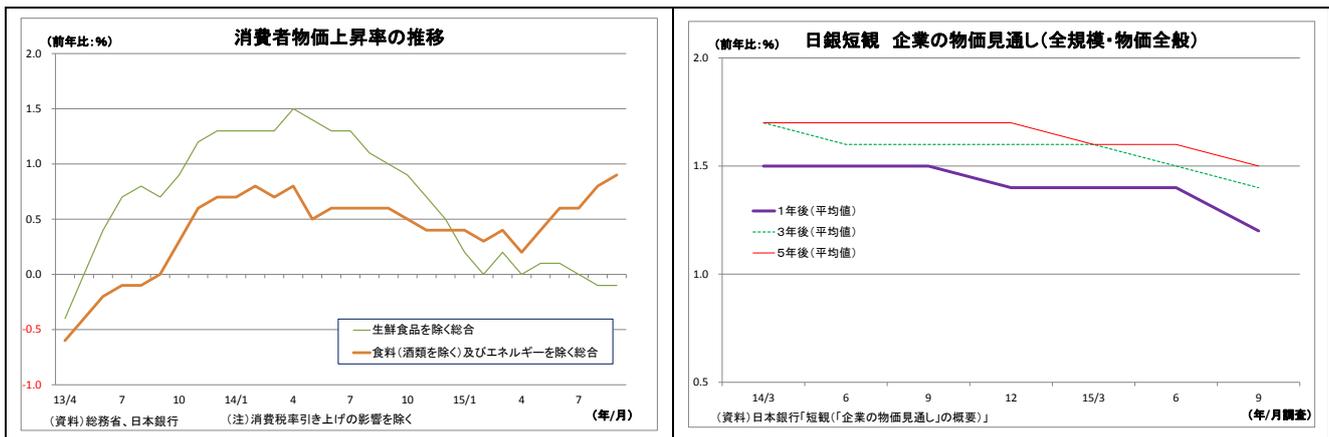
まず、11月1日は可能性が低いと見る。既に物価目標達成時期の16年度後半にかなり食い込んでおり、金融政策が波及する際のタイムラグを考えると遅すぎる。

残りの候補は、1月29日と4月28日、7月29日になるが、次に焦点となるのは「物価の基調改善」だ。

今後は、かねてより日銀が緩和効果を正当化する理由としている「物価の基調改善」が日銀の想定と乖離するリスクが高まると考えられる。

日銀は「物価の基調」（需給ギャップや期待インフレ率、賃金、企業の価格設定など）が改善していることを主張する材料として、エネルギーを除く物価上昇率を用いる。直近9月のコアコアCPI上昇率（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合）は前年比0.9%、最近多用している生鮮食品とエネルギーを除く総合の上昇率は前年比1.2%と、確かにともに改善傾向にある。しかし、これから先は一筋縄にはいかないだろう。もうじき円安効果がほぼ一巡するためだ。最近の食品等を中心とする値上げには、過去の円安による輸入物価の転嫁という側面が強い。しかしながら、ドル円レートの前年比上昇率（表紙図表参照）は既に低下してきており、このまま1ドル120円が続くと仮定した場合、11月には前年比の伸び（ドル高幅）が3.3%に縮まる。実際には、米利上げ（観測）から円安ドル高が進むと見ているが、それでも前年比で見た円安の度合いはこれまでよりも低減するため、今後は円安を価格に転嫁する動きが鈍る可能性がある。

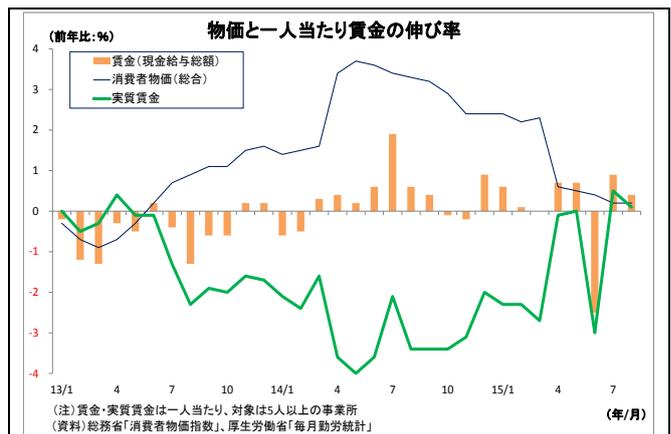
また、「物価の基調」の構成項目である需給ギャップと期待インフレ率にも下振れリスクがある。今月中旬に発表予定の7-9月期GDPはマイナス化が予想されるほど弱く、景気の足踏みが需給ギャップの改善を阻害しているとみられる。さらに、9月の日銀短観において、企業の期待インフレ率には明確な下振れが確認されたが、足元の物価（総合）の低迷を受けて、12月短観ではさらなる低下も予想される。



時期としては、1月の展望レポート発表時には、これまで日銀がより所としてきた「物価の基調改善」が変調するリスクが高まり、追加緩和の条件が整うと見ている。その意味では、1月29日、4月28日、7月29日は全てに可能性があることになるが、4月28日は政治的要因からやや可能性が低いと見ている。円安による物価上昇をもたらしかねない追加緩和は家計の負担感を増幅させる可能性があるため、参議院選を7月に控えた政治からの反発が予想されるためだ。

残りの1月29日と7月29日では、今のところ、前者の方がより可能性が高いと見ている。その理由は「賃上げ」だ。

10月末の総裁会見において、黒田総裁は、物価の持続的な上昇のためには、賃上げなど経済全体のバランスが重要との主張を繰り返すとともに、現在の賃上げ状況に関しては労働市場や企業収益からすると不十分との認識を示した（詳細は P6 参照）。賃金の伸びが限定的な中で物価が上昇し、実質賃金が伸び悩むと、結果として家計の消費行動に悪影響が出る事態に対して、日銀は警戒を強めているようだ。



その意味において、来年の春闘でどれだけ賃上げが進むか？は極めて重要になる。もし、賃上げがたいして進まなければ、来年度も家計は物価上昇に耐えられなくなるためだ。

一方で企業の立場からすると、内外の経済環境と見通しは今年の春闘時と比べて悪化している。しかも、現在の過去最高水準の企業収益を支える円安は、既述のとおり既にほぼ一巡しつつある。

そこで、2月頃から本格化する労使での賃金交渉における賃上げの進展を側面支援するため、日銀が円安による賃上げ原資の確保を狙った追加緩和に踏み切ることは一定の合理性があると考えられる。追加緩和に消極的とみられる政府を説得する材料にもなるだろう。

2. 日銀金融政策(10月)：物価目標期限を後ろ倒し、追加緩和は見送り

(日銀) 現状維持

日銀は10月6～7日に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の総括判断は、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている」と、前回の判断を据え置いた。個別項目も変更無し。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、変更は無かった。

その後、10月30日に開催した金融政策決定会合でも、日銀は現行の金融政策を維持した(賛成8反対1)。

会合後に公表された展望レポートでは、景気の総括判断こそ前月から据え置いたものの、15・16年度の成長率を前回(7月)から下方修正、コアCPI上昇率も大幅に引き下げられた(17年度分はほぼ据え置き)。これに伴って、物価安定目標の達成時期も従来の「16年度前半頃」から、「16年度後半頃」へと後ろ倒しされた。さらに、今回から公表開始となった政策委員のリスク評価によれば、コアCPI上昇率は各年度ともに上振れリスクよりも下振れリスクの方が大きいとの見方となっており、しかも年々「下振れリスクが大きい」とする政策委員の人数が増加している。

今回の展望レポートの下方修正は、予想していたよりも大幅であったが、それでも下振れリスクが大きいとの見方が示された形だ。

展望レポート(15年10月) 政策委員の大勢見通し(中央値)				展望レポート(15年10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
15年度	今回	1.2% ↓	0.1% ↓	15年度	今回	0	6	3
	前回	1.7% ↓	0.7% ↓		前回	--	--	--
16年度	今回	1.4% ↓	1.4% ↓	16年度	今回	1	4	4
	前回	1.5%	1.9% ↓		前回	--	--	--
17年度	今回	0.3% ↑	1.8%	17年度	今回	0	4	5
	前回	0.2%	1.8% ↓		前回	--	--	--

(注) 前回は15年7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

(注) 前回は15年7月時点
コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く
(資料) 日本銀行

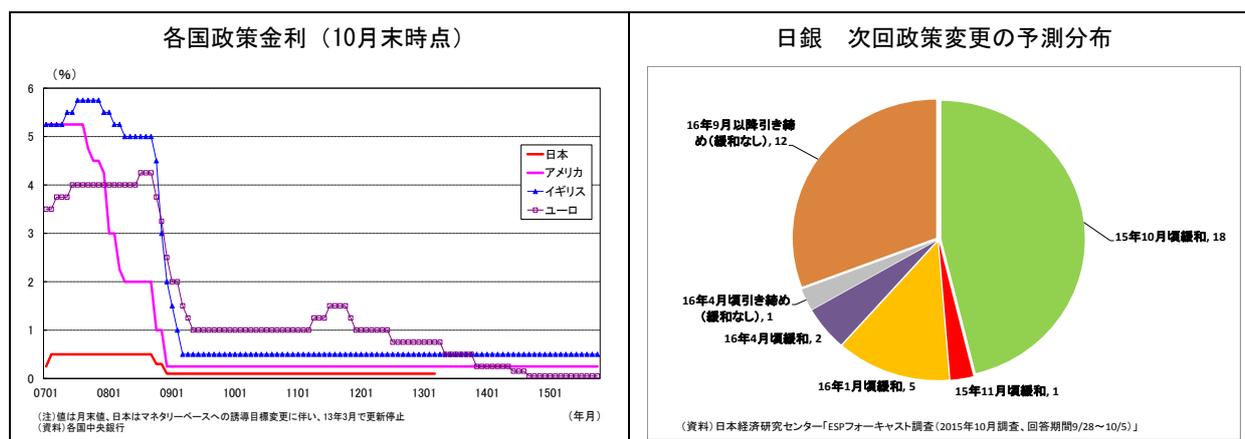
その後の黒田総裁会見では、物価目標達成時期の後ろ倒しについて、「主としてエネルギー価格の下振れによるもの」であり、「物価の基調は着実に改善しており、原油価格下落の影響が剥落するに伴って2%を実現していく」との見通しを示した。

4月に続く目標の後ろ倒しが日銀に対する信認に与える影響を問われた場面でも、「物価の基調は確実に改善してきている」、「量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮している」として、信認の低下を否定した。

事前に一部期待が高まっていた中で見送った追加緩和に関しては、具体的な追加緩和の提案はなかったことを明らかにしたが、「必要があれば躊躇なく追加緩和であれ何であれ、金融政策の調整を行う用意がある」と従来のスタンスを表明するとともに、「その手段について限界があるとは全く思っていない」と述べ、将来の追加緩和の可能性に含みを残すことも忘れなかった。金融市場における追加緩和期待を一気に消滅させないための配慮と考えられる。

ちなみに、今回の総裁会見で最も印象的であったのが、「経済全体のバランス」への言及だ。具体的には、「物価だけ上がればよいのではなく、賃金も上がっていく、企業収益も増えていく、経済全体がバランスのとれた形で目標を達成するのでなければ、持続的・安定的に達成することは非常に難しい」という発言だ。同様の主旨の発言が複数回繰り返された。さらに賃金については、今後上がっていくとの見通しは示しつつも、「労働市場が極めてタイトな割には、あるいは企業収益が史上空前のレベルにある割には、賃金が上昇していないことも事実」と伸び悩みを認めている。賃金の伸びが限定的な中で物価が上昇し、結果として家計の消費行動に悪影響が出る事態に対して、日銀は警戒を強めているようだ。

今後の金融政策を考えるうえでは、今回の追加緩和見送りを正当化する最大の理論武装となった日銀が言うところの「物価の基調」の動向に加え、賃上げがカギになりそうだ。



3. 金融市場（10月）の動きと当面の予想

（10年国債利回り）

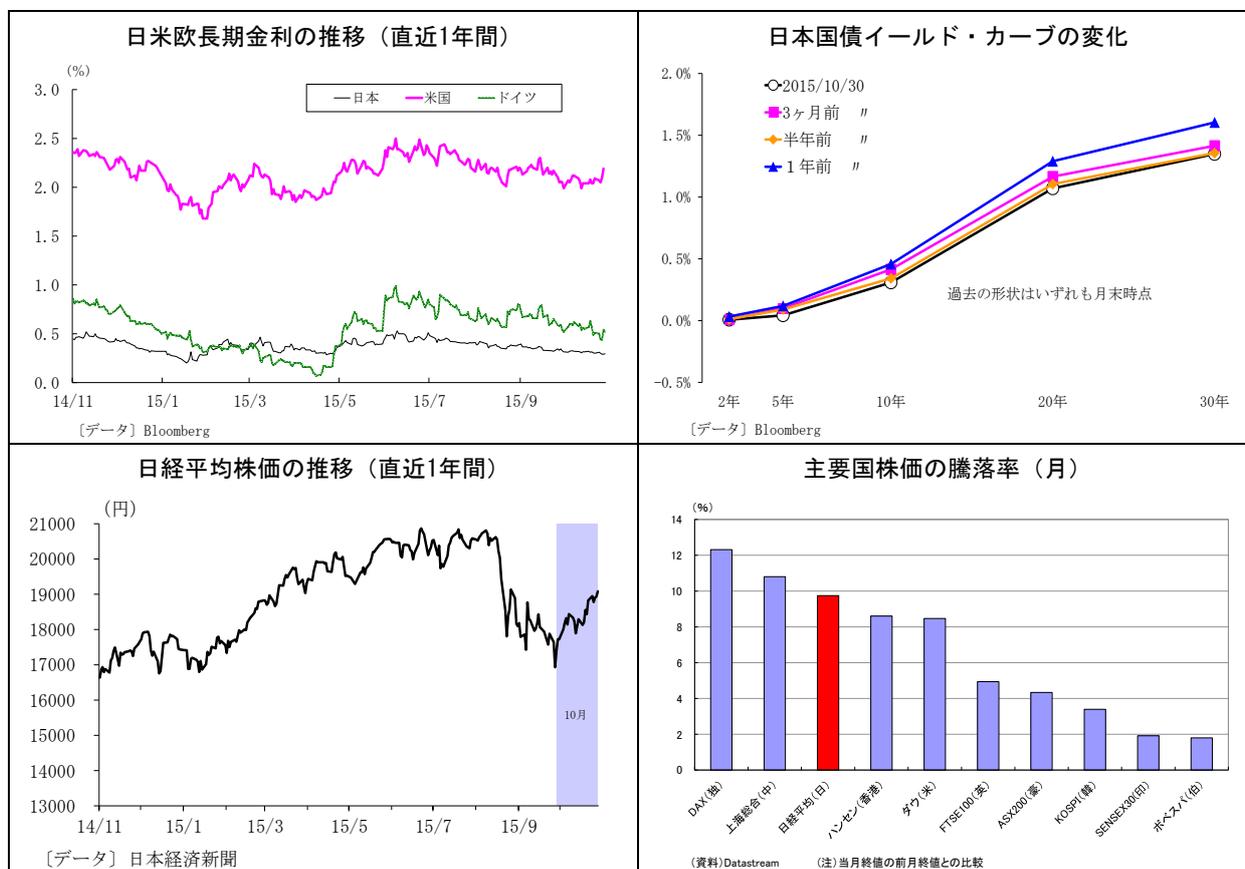
10月の動き 月初0.3%台前半からスタートし、月末は0.3%に。

月初、日銀追加緩和観測の台頭と雇用統計悪化を受けた米利上げ観測の後退によって、先月末の0.3%台半ばよりもやや低い0.3%台前半での推移に。以降、同水準での低迷が長らく続く。23日にはECB総裁による追加緩和の可能性示唆を受けた欧州金利低下の余波を受け、0.3%を付ける。その後、28日には日銀会合を間近に控えて追加緩和観測が高まり、0.2%台後半へ。月末にはFOMC声明文を受けた米利上げ観測の高まりや日銀決定会合での追加緩和見送りを受けて、0.3%を回復。

当面の予想

今月に入り、株価上昇などから若干上昇し、足元は0.3%台前半で推移している。最近の長期金利は、下は債券価格の高値警戒感によって、上はタイトな需給によって押さえられ、極めて値動きが限定的な

状況が続いている。タイトな債券需給に当面変化は予想できず、長期金利は 0.3%台での推移を予想する。そうしたなかでの変動要因は海外の長期金利となる。年内利上げ観測の動きを受けた米金利上昇が上昇圧力に、追加緩和観測に伴う欧州金利の低下が低下圧力になる。前者の影響が勝ると考えるが、当面の金利上昇余地は小さい。



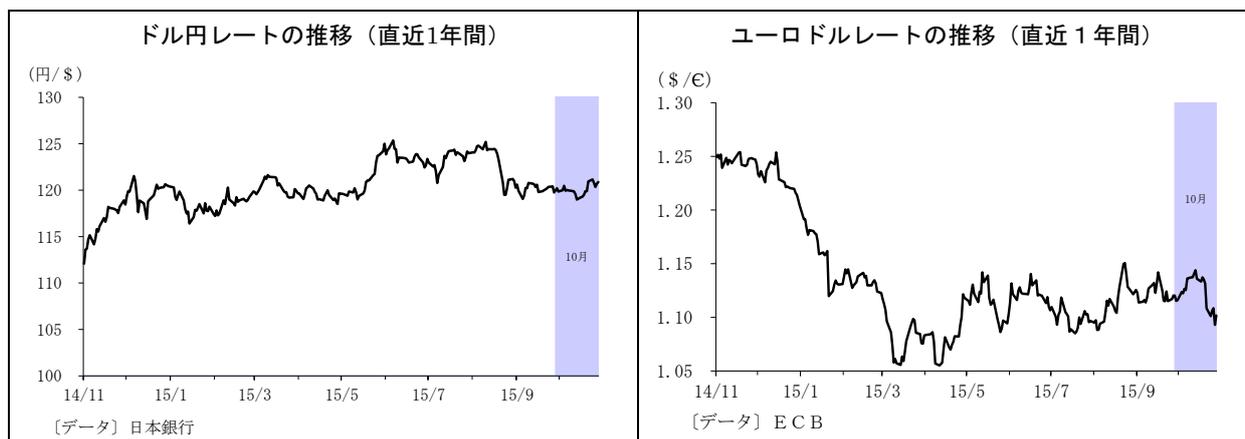
（ドル円レート）

10月の動き 月初 120 円台前半からスタートし、月末は 120 円台後半に。

月初、米雇用統計は悪化したが、利上げ観測後退に伴うリスクオンの円売りもあり、120 円近辺の水準を維持して推移。その後、米小売指標やページブックの弱い内容を受けてドル売りが強まり、15 日には 119 円に。しばらく 119 円台前半の推移となったが、貿易収支の赤字を受けて 21 日に 119 円台後半に回復。その後、ECB 追加緩和観測の高まりや中国の利下げを受けたリスクオン、ドル買いによって 26 日には 121 円台を付ける。月末には日銀の追加緩和見送りで円買いが強まったが、補正予算を巡る報道を受けたリスクオンの円売りが吸収し、120 円台後半を維持した。

当面の予想

今月に入り、イエレン FRB 議長が議会証言で 12 月利上げの可能性に言及したことで、足元は 121 円台後半に上昇。米国の 12 月利上げ有無が為替市場の最大の焦点となる中で、その前提条件が整うか？今後 2 回の雇用統計結果が極めて重要になる。まずは本日夜の 10 月雇用統計結果が試金石となる。10 月 FOMC 声明文を見る限り、FRB は 12 月の利上げへのこだわりを見せているため、雇用者数増が市場予想の 18 万人強（Bloomberg 集計）程度を確保すれば、利上げ期待が高まることで 122 円台半ばまでドル高が進むと予想。ただし、強すぎる場合は利上げ観測の急拡大で株価が崩れ、リスク回避の円高というシナリオも。逆に、弱すぎる場合はドル安に振れることになるが、利上げ後ずれ観測に伴うリスクオンの円売りが円高進行を抑制するだろう。



(ユーロドルレート)

10月の動き 月初 1.11 ドル台半ばからスタートし、月末は 1.10 ドル台前半に。

月初に 1.11 ドル台半ばでスタートした後、冴えない米雇用統計を受けたドル安で、5日に 1.12 ドル台前半に。以降も米利上げ観測後退を受けてユーロが買われ、9日には 1.13 ドル台後半に。さらに株安を受けたリスク回避的なユーロ買いもあって、14日には 1.14 ドル台に到達。その後、1.13 ドル台での高止まりが続いたが、ドラギ ECB 総裁が追加緩和の可能性を示唆したことで、23日にユーロが 1.10 ドル台へと急落。米 FOMC でのタカ派的な声明を受けた 29日には 1.09 ドル台を付ける。月末は若干戻し、1.10 ドル台前半で着地。

当面の予想

今月に入り、米 12 月利上げ観測が高まったことで、追加緩和を視野に入れる ECB との政策格差が際立ち、足元は 1.08 ドル台後半にまでユーロ安が進んでいる。ECB の 12 月緩和は既に相当織り込まれていると見るが、今後はさらに意識されやすくなり、ユーロドルは月末にかけて下落しやすい地合いが続くだろう。ただし、ドル円同様、目先のカギは本日夜の米雇用統計となる。市場予想に大きく届かなければ、利上げ後ずれ観測に伴うドル安圧力によって、一旦ユーロが買い戻される展開も。

金利・為替予測表 (2015年11月6日現在)

		2015年		2016年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0.50	0.50	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	2.2	2.4	2.7	2.9	3.3
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)	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
ドル円	(平均)	122	123	125	126	128
ユーロドル	(平均)	1.11	1.09	1.07	1.06	1.07
ユーロ円	(平均)	136	134	134	134	137

(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。