

## 2014年1月決定会合、動かざる意図

発表日：2014年1月22日（水）

～景気・物価シナリオに自信を深める日銀～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

今のところ、日銀の景気シナリオは順調に進んでいる。黒田総裁の記者会見では、「これまでのところリスクは顕在化していないし、顕在化しなければ現在の政策は続く」と追加緩和期待をけん制する発言もあった。日銀にすれば、基本シナリオが崩れない限り、大規模な追加緩和をすると矛盾に陥るし、強まった期待を放置すると、思惑が外れておかしな円高が進むことにもなりかねないと警戒しているのだろう。

## 消費税増税を睨んで循環メカニズムを強めたい日銀

今年初めての日銀決定会合は、現状維持に終わった。今回のポイントは、展望レポートの中間評価と総裁会見でどういった内容に言及があるのかにあった。

筆者が感じたのは、黒田総裁の思いが記者会見ににじんだことである。今回は、今まで以上に自分の考え方をメッセージとして伝えようとする意図が目立っていたように思う。例えば、「2015年10月の消費税増税を前提に金融政策や見通しを決めている」という発言は、規定路線通りに消費税の増税を進めるべきだという意図に基づくものだろう。2013年7～10月にかけては、消費税増税を再検討するようなニュアンスが安倍政権から聞かれたために、そうした見方が金融市場の変動を大きくした。言うまでもなく、消費税増税を途中で日本政府が断念すれば、それは財政リスクを大きくする。黒田総裁は、消費税増税を成功させたいと強く願っていることがわかる。

言うまでもないことだが、金融市場を含めて国民が期待するのは、持続的な経済成長である。その「持続的」の意味は、財政再建を先送りせず、波乱を起こさないという意味を持つ。黒田総裁は、消費税を増税しても景気拡大のシナリオが崩れることはなく、消費税増税を継続することに肯定的なのである。

もう1つ、思いがにじんでいるのは、春闘の「ベースアップを注目している」とか、「ベアが実現する過程で個人消費に顕著な改善がみられてくるだろう」という発言である。日銀は、企業のベースアップを強く望んでおり、賃上げが進めば、自律的な循環メカニズムをより力強く働かせることになる。最近の日銀関係者は、様々な場所で、「企業の皆さん、賃上げをしましょう」という趣旨の発言を繰り返している。これは、企業が賃上げに動いてこそ、消費税の反動減の対策になるし、物価上昇を後押しする好影響も期待できるという思いを背景にしたものだろう。日銀は「前向きな循環メカニズムが働いている」と述べるとともに、もっと循環メカニズムが働いてほしいとも感じているのだろう。

## 中間評価の数字から読めること

冒頭に述べたように、今回の注目点は、昨年10月の展望レポートの中間評価であった。数字が動かされたのは、僅かに2014年度の実質GDP見通し（前回1.5%→今回1.4%）だけだった（図表1）。

（図表1）2014年1月の展望レポートの中間評価

| 前年比%   |                  |                  |                  |
|--------|------------------|------------------|------------------|
| 大勢の見通し | 実質GDP            | CPI除く生鮮(除く消費税要因) | 消費税要因を含む         |
| 2013年度 | +2.5～+2.9 (+2.7) | +0.7～+0.9 (+0.7) |                  |
| 2014年度 | +0.9～+1.5 (+1.4) | +0.9～+1.6 (+1.3) | +2.9～+3.6 (+3.3) |
| 2015年度 | +1.2～+1.8 (+1.5) | +1.0～+2.2 (+1.9) | +1.7～+2.9 (+2.6) |

|    |        |                  |                  |                  |
|----|--------|------------------|------------------|------------------|
| 前回 | 2013年度 | +2.6～+3.0 (+2.7) | +0.6～+1.0 (+0.7) |                  |
|    | 2014年度 | +0.9～+1.5 (+1.5) | +0.8～+1.6 (+1.3) | +2.8～+3.6 (+3.3) |
|    | 2015年度 | +1.3～+1.8 (+1.5) | +0.9～+2.2 (+1.9) | +1.6～+2.9 (+2.6) |
|    |        |                  |                  |                  |

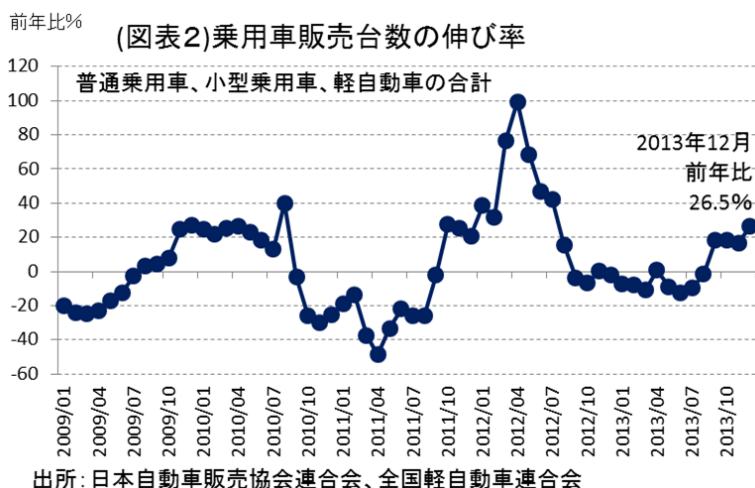
出所：日本銀行

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

筆者は、2013年7-9月の二次速報で予想よりも成長率が下振れしたので、2013年度の成長率見通しが下方修正されてもおかしくないと考えていた。それが横ばいになったのは、きっと2014年1-3月の成長率が駆け込み需要を以前よりも大きく見ているからであろう。つまり、7-9月で下方修正された分は、駆け込み需要で上方修正された分と相殺されているのである。2014年度の成長率見通しは、駆け込み需要を大きく見積もった部分が、大きく剥落するという予想を背景に、▲0.1%ポイントほど下方修正されたと理解できる。

具体的には、耐久消費財の駆け込み需要、とりわけ自動車販売の増加を予想しているのだろう。12月の自動車販売では、普通乗用車、小型車、軽自動車がいずれも、2~3割の前年比増加になった（図表2）。筆者を含めて、この販売増加はやや予想以上の数字だという受け止めである。日銀もそうした実績を見ながら、10-12月と1-3月の成長見通しを考えているのだろう。

なお、経済成長率の見通しは、日銀と内閣府では接近することが多い。政府の見通しは、昨年12月21日に閣議決定され、2013年度の実質成長率は2.6%、2014年度は1.4%となっていた。日銀は、それとも歩調を合せて、今回は2013年度2.7%（中央値）、2014年度1.4%と数字を調整してきた格好になっている。



## 景気シナリオの実現性は高まる

決定会合における変更点は、発表資料の中で主に次の2つである。1つは海外経済の現状判断のところで、「先進国を中心に回復しつつある」と、前回までの「全体として緩やかに持ち直している」という評価を上方修正させたところだ。これまでの日銀は、海外経済は「ひとつの大きなリスク要因だ」と重視してきた。今回はそのリスク要因の重みを以前よりも軽くして、メインシナリオを変更させる蓋然性が低下したとしている。これに連動するように、リスク要因の記述でも、これまでの「日本経済の不確実性は引き続き大きい」という表現が削除されている。

もう1つの変更点は、現状の物価を「1%台前半となっている」と表現し、さらに先行きも「暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」と実数をイメージさせる記述にしたところだ。これは、前回の「当面、プラス幅を拡大するとみられる」よりも、物価上昇を強調する表現だ。ここには日銀が「2年で2%」あるいは「なるべく早期に2%」というターゲットに接近していることを意識させたいという意図があるのだろう。消費税率の引き上げを目前に控えて、金融政策が物価に与える影響力を意識させるのは、日本経済の成長ペースに自信を深めているというメッセージだとも受け取れる。

また、金融市場にある「消費税率が4月に引き上げられた後、追加緩和があるだろう」という観測をけん制することも頭の隅にあるかもしれない。筆者は、消費税増税で日銀のシナリオが崩れない限りは、当面の追加緩和はないとみている。しかし、その一方で、日銀が4月（あるいは4-6月、7-9月）に緩和するかもしれないという見方が市場に強く織り込まれると、かえって4月に追加緩和なしの失望が起こりかねない。その場合には、為替市場では、「追加緩和ありきの円安予想」が裏切られることで、「追加緩和がないから円高になる」というおかしい状況に向かっていくリスクがある。そうすると、一部には日銀の市場との対話が失敗したという根も柢もない批判が起こる可能性もある。

日銀は、こうした心理が行き過ぎることにも注意を払いながら、景気・物価のシナリオが思っていた通りだという

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

メッセージを送っているのだと理解できる。黒田総裁の記者会見における発言の中には、「これまでのところリスクは顕在化していないし、そういうリスクが顕在化しなければ現在の政策が続いていくということであろう」というメッセージがあった。今後、追加緩和の予想が強まりすぎるとすれば、ほかにも牽制球を投げてくる可能性がある。

### 根強くある追加緩和期待

金融市場には、追加緩和への期待感が引き続き強くある。この緩和予想は、ずいぶんと長く前から存在するものだ。基本的には、消費税増税の反動を抑えるために、日銀が側面支援の追加緩和に応じてくるのではないかと観測に基づく。

しかし、こうした議論は、一步踏み込んで、どんな追加緩和の手法があるのかという内容にまで踏み込むと、曖昧な期待感になってしまう。すでに、日銀は新規国債発行の7割を吸収するような活発な国債買入を行っている。これ以上に国債買入を増やすと、管理相場の様相がますます強まる。日銀が買入額を無理やり増やそうとすると、もっと債券価格を吊り上げるような操作になってしまい、市場の価格形成は一段と歪んでくる。おそらく、日銀は買入額を増やすことは技術的に可能だろうが、それを実施することのメリットは小さいとみているのだろう。むしろ、一旦、追加緩和期待に火をつけたならば、再現のない緩和期待が生じるのではないかと警戒しているに違いない。

黒田総裁の意図は、すでに大規模化している量的・質的金融緩和をそのまま2014年末まで実施したいというものだろう。その間、今の金融緩和は、市場が予想している以上に円安・株高へ作用を及ぼすことになってほしい。基本シナリオは、欧米景気が拡大して、日米長期金利差が拡大すれば、自然と円安が進む。輸入物価が上昇して、円安効果が消費者物価を押し上げる。これが黒田総裁の基本的な想定であろう。

今回の会合で「先進国を中心に回復しつつある」と表現を変えたことは、黒田総裁の腹積もりに沿って景気が動いているという理解になる。