

原油安と金融緩和の行方

発表日：2015年1月21日（水）

～2015年度を中心に2%達成する見通しを堅持～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

展望レポートの1月の中間評価は、2015年度の消費者物価の伸び率が、原油下落によって▲0.7～▲0.8%ポイント押し下げられて、1.0%（中央値）という見通しになった。黒田総裁の記者会見では、「2015年度を中心とする期間に2%に達する」という見通しが繰り返されたが、仮に経済的ショックやマーケットの混乱が起こったならば、追加緩和を行って、消費者物価上昇率2%の展望を維持するつもりなのだろう。当面、追加緩和含みの展開が続く。

原油価格の想定変化が、物価見通しを下方修正させる

2015年1月の決定会合では、追加緩和は見送られた。焦点になっていたのは、2015年度の消費者物価（除く生鮮食品、除く消費税要因）である。1月の中間評価では、中央値が+1.0%（大勢見通し+0.4～+1.3%）となっていた。10月末の見通しでは、+1.7%（中央値）だったので、ここから伸び率が▲0.7%ポイントほど下方修正されたことになる。日銀は、この下落を説明する材料として、原油価格が下落する要因がどのくらい2015年度の下方修正に効いたかを明らかにしている。

すなわち、原油価格（ドバイ）の想定が1バレル

55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度になるという見通しである。2015年度の物価見通しに対しては、コアCPIを▲0.7%～▲0.8%ポイントほど押し下げるインパクトになると説明している。この押し下げ寄与を当てはめると、前回の2015年度コアCPI見通しが+1.7%から、ちょうど今回の+1.0%へと押し下げられることになる。つまり、中間評価における物価見通しの修正は、ほぼ原油要因ということになる。

しかし、原油要因によって物価見通しが変わることは、金融政策に対してニュートラルだと言えるのだろうか。かつて日銀が2014年10月31日に追加緩和をしたときには、黒田総裁の記者会見で次のような説明をしていた。

「（原油下落が）今後さらに続くとすれば、やはり物価上昇期待に対する影響も懸念されますし、そもそも好循環にマイナス影響を与えるリスクがあります。そういったリスクに未然に対処するために、『量的・質的金融緩和』の拡大を決定した」

この発言を素直に信じれば、消費者物価の見通しが原油要因であっても下振れたときには、日銀は追加緩和によって物価上昇率を持ち上げてもおかしくはない。総裁記者会見では、「2015年度を中心とする期間に2%に達する」という見通しを、今回も総裁が繰り返している。そこでは、2015年度を中心とする期間は、「ある程度、幅があり得る」とも答えており、厳しい質問に対しては「時期が何月頃と言っていないが、従来のようなこの期間に2%達成の可能性が高い」とも切り返している。

さらに、実質長期金利についても、黒田総裁の立場は苦しい。同じ10月31日の記者会見では、「実質的な金利、あるいは実質的なリスクプレミアムを圧縮することを通じて投資や消費を刺激」と答えていた。しかし、物価

(図表1) 2015年1月の展望レポート・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)	
2013年度	+2.3	+0.8	
2014年度<1月中旬>	+0.2～+0.7(+0.5)	+0.9～+1.2(+1.2)	
2015年度<1月中旬>	+1.8～+2.3(+2.1)	+0.4～+1.3(+1.0)	
2016年度<1月中旬>	+1.5～+1.7(+1.6)	+1.2～+2.3(+2.2)	
前回	2014年度	+0.2～+0.7(+0.5)	+1.1～+1.4(+1.2)
	2015年度	+1.2～+1.5(+1.5)	+1.1～+1.9(+1.7)
	2016年度	+1.0～+1.5(+1.3)	+1.2～+2.3(+2.1)
前々回	2014年度<7月中旬>	+0.6～+1.3(+1.0)	+1.2～+1.5(+1.3)
	2015年度<7月中旬>	+1.2～+1.6(+1.5)	+1.2～+2.1(+1.9)
	2016年度<7月中旬>	+1.0～+1.5(+1.3)	+1.3～+2.3(+2.1)

注：政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。()内はその中央値。

出所：日本銀行

見通しが下振れするということは、実質金利のマイナス幅が縮小することにはほかならない。たとえ原油要因であろうが、なかろうが、消費者物価の見通しに変化するときには、実質金利（＝名目長期金利－物価上昇率）のマイナス幅は縮小する（図表 2）。つまり、限界的に政策効果は乏しくなるということだ。

今、求められているのは長期金利の低下なのか

現状、日銀のスタンスをみる限り、今後の追加緩和の可能性は否定できないと感じる。例えば、何らかのショックで、「2015年度を中心とする期間に2%に達する」という展望が脅かされたのであれば、そこでショックに対する手当てとして追加緩和をぶつけてくる可能性はある。

一方、現在、日銀が既往最低にまで低下した長期金利をさらに押し下げる必要があるのだろうか。筆者は、長期国債の買入増を追加する必要性は乏しいと考える。今回、日銀の物価見通しの下方修正に過度に注目が集まったために、見通しが修正されれば、日銀の緩和が行われる可能性は高まるという観測だけが先行してしまった。

言うまでもなく、最近のイールドカーブは、全体として低下が進んでいる（図表 3）。追加緩和を行わなくても金利低下の恩恵はそれなりにある（それなりの弊害もある）。

また、付利金利を引き上げる可能性についても、総裁会見の質問では出た。長期金利 0.20% のとき、補完当座預金制度で適用している 0.10% の付利を引き下げれば、長期金利にも押し下げ効果が及ぶのではないかというアイデアに基づく質問である。

しかし、こうした手直しを行ったとしても、大きな政策効果を生み出せるとは思えない。日銀は、杓子定規の金融政策ではなく、費用対効果を見極めながら政策運営をしようとしている点で、追加緩和を現時点で慎重にみていることは、賢明だと考えられる。

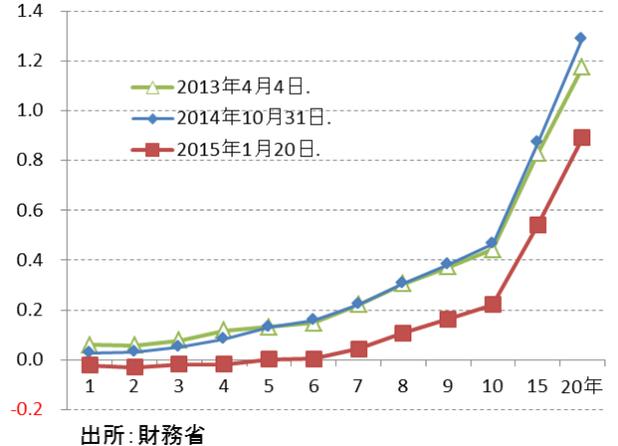
追加緩和の行方

今回の決定会合から言えることは、追加緩和までの距離感は縮まったということだろう。原油価格の下落によって、ヘッドラインの消費者物価上昇率は押し下げられており、追加緩和の名目的理由は成り立つという状況である。無論、实体经济には原油安はプラスだから、何も混乱が起これなければ追加緩和は行われぬ。一方、目先の原油安には、一部の新興国の混乱を引き起こすトリガーになる可能性がある。もしも、そうした金融面でのダウンサイドリスクが顕在化したならば、「2015年度を中心とする期間に2%に達する」という見通しが見通せなくなったと評価を変えて、追加緩和を行うだろう。そのほかにも、2015年には年央にFRBの利上げ観測が控えている。そこでの混乱もまた日銀は警戒しているはずだ。筆者の追加緩和の予想時期は、2015年10月であるが、それまでに経済的ショック、あるいは米利上げに対する混乱があれば、そこで追加緩和をする可能性がある。当座は、ECBの金融緩和や、原油安のネガティブな反応を見極めようとするだろう。

図表2) 長期金利と物価の関係



図表3) イールドカーブの推移



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。