

追加緩和ある？なし？いつ？ Q&A

2015年2月18日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部
藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

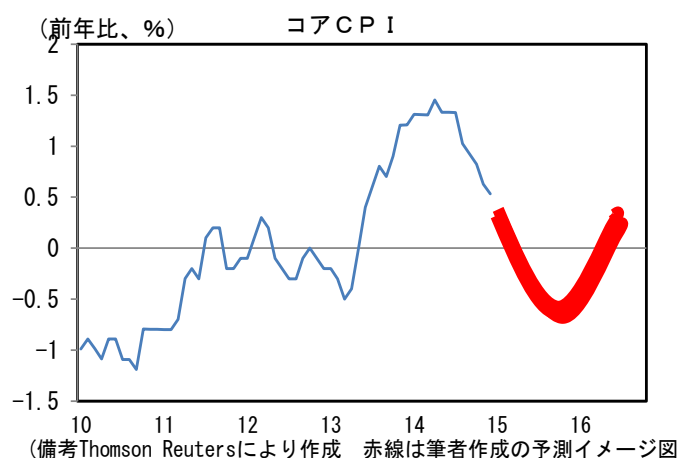
Q：追加緩和の有無についてコンセンサスは？

A：ブルームバーグが実施した調査（調査期間：2/5-10日）によると3/4程度のエコノミストが追加緩和を予想している。タイミングは展望レポートの発表及び評価が予定されている4月、7月、10月に集中。一方、追加緩和なしの予想も1/4程度とそれなりに存在する。

日銀はいつ追加緩和に踏み切るか？		
	35	調査機関
2月	0.0%	0
3月	0.0%	0
4月8日	2.9%	1
4月30日	17.1%	6
5月	2.9%	1
6月	0.0%	0
7月	22.9%	8
8月	0.0%	0
9月	0.0%	0
10月7日	0.0%	0
10月30日	28.6%	10
11月	0.0%	0
12月	0.0%	0
2016年1月以降	2.9%	1
追加緩和なし	22.9%	8

Q：日銀が重視するコアCPIの見通しは？

A：弊社日本経済チームの予測は以下のとおり。コアCPI（生鮮食品を除く総合）は消費税を除いたベースで14年12月の前年比+0.5%から、先行きは一段の伸び率低下が確実視される。原油価格下落によりエネルギー価格が大幅に下落、15年夏にはコアCPIへの寄与が▲1%pt以上に達するだろう。エネルギー以外の部分がこれを打ち消すとは考えにくいので、15年夏のコアCPIはマイナス圏で推移するだろう。15年冬以降は、前年の裏が出る形でコアCPIも再加速するが、15年度平均では+0.1%に留まる。



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。

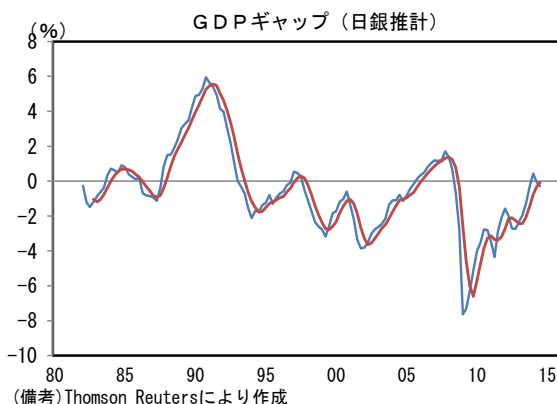
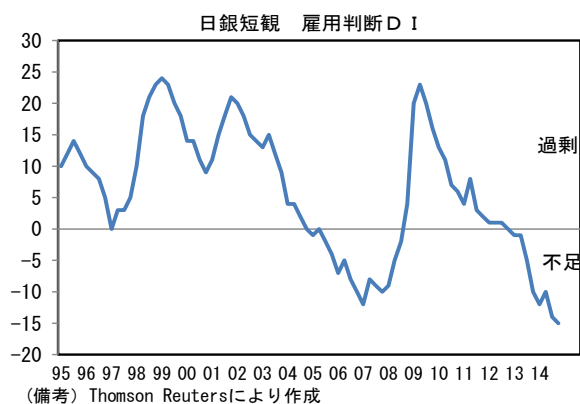
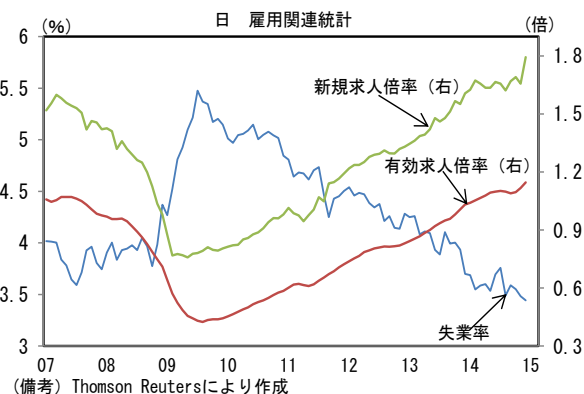
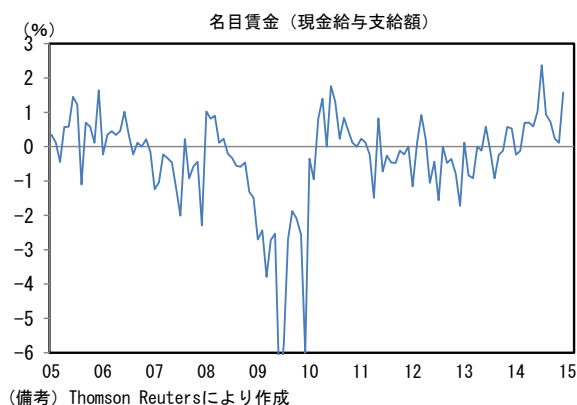
Q：物価以外の経済前提は？ また昨年10月との相違点は？

A：弊社日本経済予測チームは、2015年度の実質GDP成長率を+2.0%と見込んでおり、昨年12月時点から0.2%pt上方修正した。原油価格の前提を大幅に引き下げたことが、上方修正の主因。15年度は実質賃金減少の足かせが外れるため、所得増を伴った消費の回復ができるほか、設備投資や輸出も増加が見込まれる。内外需そろった形でバランスの良い成長が見込まれ、潜在成長率を大きく上回る回復が実現可能である、と予想している。

昨年10月時点では、15年10月の消費増税が既成事実として扱われていたため単純比較はできないが、消費増税後のテクニカルリセッション（2四半期連続マイナス成長）の真っ只中にいた当時と比べると、現在の方がムードは遥かに良好。マイナスの需給ギャップが物価を下押しする可能性は低下しており、寧ろディマンドプル型のインフレ率押し上げが期待できる状況になりつつある。

Q：インフレ動向に重大な影響を与える賃金は？

A：一人当たりの名目賃金（現金給与総額）は14年にプラス圏に浮上。特別給与（ボーナス）の高い伸びに牽引された側面があるものの、最重要項目の所定内給与が0%台前半まで緩やかに持ち直しており、安定的にプラス圏を確保している。そして15年度も賃金動向は明るい。特に大企業は業績回復が著しく、売上高経常利益率（日銀短観ベース）は既往ピークを更新しており、賃上げ余力は高いと判断される。春闘では昨年（+2.19%）を上回る賃上げが実現するだろう（当社予想：2.40%）。中小企業は依然として厳しい収益環境に置かれているが、失業率が完全雇用と整合する水準まで低下するなか、雇用不足感を解消するにあたって賃金を上げざるを得なくなるだろう。これらは日銀に自信を与える有力な材料の一つだ。

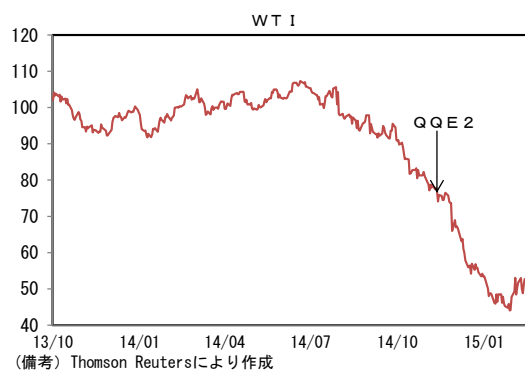
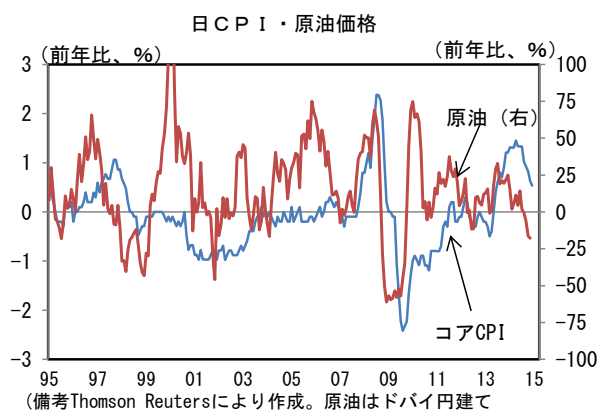


Q：「日銀内で追加緩和が悪影響を与えるとの見方が浮上している」との報道があったが、政策委員の考えに変化はないのか？

A：昨年10月のQQE 2導入時に反対票が4票も投じられたことから明らかなように、審議委員の見解が一枚岩で無くなっているのは紛れもない事実。マスコミ報道でも円安の弊害が取り上げられており、一段の金融緩和に否定的な意見も目立ち始めている。ただし、最重要人物である黒田総裁の考えに変化があるとは思えないため、日銀の積極的な緩和姿勢に変化はないと判断される。その次に重要な岩田副総裁も同様だ。たとえ内心に変化があったとしても、QQE 2導入時の会見で「デフレ脱却に向けた日本銀行の揺るぎない決意」という言葉を用いたからには、そう簡単に口には出せないだろう。黒田総裁は揺るぎない決意を貫くはずだ。また、審議委員の構成をみても日銀が変化する可能性は低い。新たに就任予定の原田泰氏は岩田副総裁と近い考えを持つことで知られており（過去に岩田副総裁との共著あり）、現行の金融緩和（特にマネタリーベース拡大）に肯定的だろう。また、QQE 2に反対票を投じた森本審議委員は6月末で退任となるが、その後任に森本審議委員よりもQQEに否定的な人物が就任する可能性は低いだろう（もっとも、仮にそうなったとしても追加緩和の賛成多数は確保できる可能性が高い）。

Q：追加緩和をしない場合、日銀はどのような理論武装をするか？

A：昨年10月に日銀は「原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する」としており、原油価格下落を主因とする物価下落を例外的に扱う可能性がある。また、黒田総裁は夏頃までにコアCPIがマイナス圏に突入する可能性について言及した経緯があるため、既にそれは“想定範囲内のシナリオ”になっている。この点を上手く強調できれば、インフレ率がマイナス圏に突入しても金融政策の「現状維持」を貫くことの正当性をアピールできる。追加緩和なしの可能性としては25%程度を想定。



Q：FEDとの関連は？

A：日米金融政策のベクトル相違を印象付けることによって緩和効果を高めることができる、と日銀が判断する可能性がある。その場合、FEDが利上げした直後の会合で追加緩和を発動するというシナリオが浮上する。QQE 2が、QE 3終了から（日本時間で起算すると）僅か1日半後に決定されたことを思い出されたい。FEDの利上げが6月なら7月会合、9月なら10月会合が有力視される。こうした政策変更は、為替市場に強烈に働きかけるほか、FEDのタカ派傾斜で収縮する緩和マネーを日銀の緩和が補うことでグローバル金融市場のリスク選好が保たれるという副次的効果が期待できる。FEDが利上げをした直後の会合に注目したい。

Q：4月緩和の可能性は？

A：先ず4月の場合、前回の緩和から僅か半年しか経過しておらず、また「2015年度を中心とする時期」のデッドラインまで時間的余裕があるため、敢えてそのタイミングで動く理由に乏しい。一方で、先行きのコアCPI鈍化（マイナス転化）が確実視されるなか、“先手必勝”で緩和措置を講じるという積極性をアピールできるのは、緩和効果を高めるという観点で魅力的な選択肢だろう。サプライズ感を演出するには絶好のタイミングかもしれない。追加緩和の可能性としては15%程度を想定。

Q：7月緩和の可能性は？

A：次に7月の場合。この頃になるとコアCPIは既にマイナス圏に突入している（またはそれが確実視される）可能性が高く、市場関係者のみならず世論や政治家など幅広い層から2%目標の達成に対して、疑問符が投げかけられているはずだ。また、6月には政府の成長戦略が発表されるため、政府との足並みと揃えるという観点からも、日銀がCPIのマイナス転化を放置することに対して風当たりは強くなる。そうした状況下で現状維持を貫けば、市場から「無策」「諦め」という不本意なレッテルが貼られる可能性があるほか、QQE2導入時の声明文に謳われた「短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持する」という言葉の真意が問われよう。この時期は日銀にとって非常に厳しい状況となろう。ただし、「2015年度を中心とする時期」までの時間的余裕や日本経済のファンダメンタルズ（特に夏のボーナスが反映される賃金）の底堅さを踏まえると、敢えてこのタイミングで動く必要性に乏しい。また、コアCPIもこの頃がボトム圏である可能性が高いことから、“ここさえ辛抱すれば”という感覚が生じ易いだろう。追加緩和の可能性としては35%を想定。

Q：10月緩和の可能性は？

A：最後に10月の場合。この頃になると、いよいよ「2015年度を中心とする時期」のデッドラインが近付いてくる。日銀は“2年で2%”の目標達成が可能なのか否かを市場関係者のみならず国民に対して説明する必要がでてくるだろう。総裁は「2015年度を中心とする時期」の定義について「2016年度も含まれる」と明言しているため、多少の前後は許容されるだろうが、それでも“2年”のコミットが崩れるなら、ゼロ回答を貫くのは困難だろう。

しかしながら2015年10月と言え、原油価格が下落し始めてから凡そ1年が経過する時期だ。前年比でみたインフレ率はこの頃からベース効果によって高めに出易くなるので、日銀は物価モメンタムについて強気見通しを維持し易くなる。もちろん、原油価格や為替の大幅な変動も有り得るため幅を持つ必要はあるが、2016年1-3月期のインフレ率は前年の“裏”に助けられる可能性が高いだろう。目先の物価モメンタムが上向く可能性が高いのであれば「現状維持」も筋が通る。追加緩和の可能性としては25%弱を想定。

Q：4・7・10月、結局どこで追加緩和？それとも追加緩和なし？

A：このように追加緩和の有無とそのタイミングについてはそれぞれ一長一短だ。故に市場参加者の見方にもバラつきがあるのだが、前述のとおり筆者は7月の可能性が最も高いと予想している。①10月まで待つ、②追加緩和見送りという選択肢も有力視されるが、黒田総裁のサプライズ好きな性格を踏まえるとそれは考えにくい。10月がコンセンサスなら7月に追加緩和、追加緩和見送りがコンセンサスなら追加緩和、という具合に市場を驚かせるからだ。QQE2導入時、市場関係者がそのタイミングに度肝を抜かれたことを思い出されたい。