

ひっそりと金融政策決定会合 ～金利操作目標引き上げのシグナルに注目～

2017年3月14日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

3月15-16日の日程で開催される日銀金融政策決定会合は、筆者を含むほぼ全ての市場関係者が金融政策の現状維持を予想している。政策変更の可能性が低いこともあって注目度は高くない。強いて言うならば、声明文の「保有残高の増加額年間約80兆円」という文言が変更・削除されるとの指摘が一部にあるものの、「量」の拡大をコミットする看板を敢えてこのタイミングで降ろす意味に乏しい。その可能性は低いだろう。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）（賛成7反対2）^(注1)

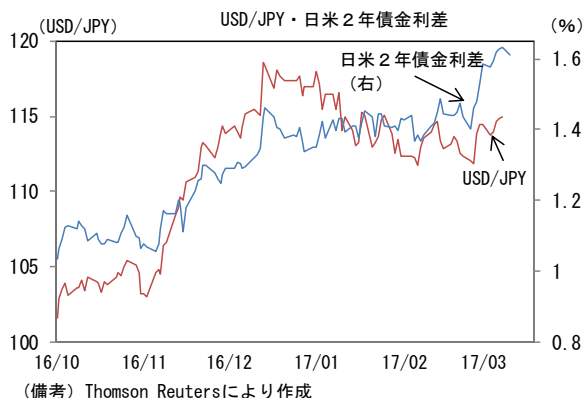
次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

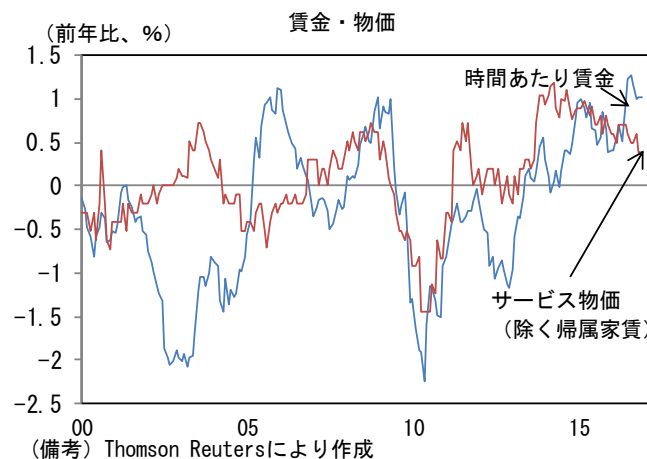
（出所）日銀HPより転載

日銀を取り巻く環境は改善している。海外に目を向けると、14-15日に予定されているFOMCでは25bpの利上げが確実視され、同時に示される17-18年の利上げ計画次第では米金利に上昇圧力が生じ、一段と日銀の緩和度合いが引き立つことになる。米金利上昇はYCCの維持を難しくさせるという問題を孕む一方で、日米金利差拡大を通じたUSD/JPY上昇圧力を生み出すという二面性を持つ。日米2年債金利差とUSD/JPYの関係性は必ずしも盤石ではないが、USD/JPYの上昇“要因”であることは確かだ。日銀はFEDの利上げを歓迎するに違いない。



ここで日銀の政策スタンスを確認すると、最重要課題の消費者物価上昇率の2%目標はその達成が困

難だが、日銀は現行パッケージを継続するだけでも累積の緩和効果が増大する旨を主張しており、もはや追加緩和に前向きな姿勢はほとんど感じられない。日銀が事実上の政策目標としているコア消費者物価は、最新の値が前年比+0.1%に甘んじているとはいえ、目下の為替・原油を前提にすると年末までには1%近傍まで伸びを高めると予想され、その頃には日銀に支援的なデータに変わっている可能性が高い。また、最近の人手不足とそれを反映した賃金上昇が日銀に強い追い風となっている。有効求人倍率、新規求人倍率、各種サーベイ（日銀短観、中小企業景況調査等）は、その強さが雇用のミスマッチによって誇張されているとはいえ、空前の人手不足を示す領域にあることには変わりはなく、日銀が最重要視している内生的な物価上昇圧力が芽生えつつあることを裏付けている。実際、労働集約なサービス物価は3年半程度の間プラス圏にあり、時間あたり賃金、一人あたり賃金も上昇傾向にある。これはサービス物価と賃金が互いに刺激し合っていることの証左であろう。最近、社会的関心の的になった運送大手の値上げ交渉と労働条件の見直し交渉はそれを象徴した。



こうした一連のマクロファンダメンタルズをみる限り、日銀が追加緩和を講じる必要性は明らかに低下している。寧ろ、次の一手は「出口」の方向にあると考えられ、実際、一部市場参加者は10年金利操作目標が今秋にも引き上げられると予想しているほか、ETF購入の実質減額も予想する声もある。しかしながら、筆者は日銀が16年9月会合で導入したオーバーシュート型コミットメントとの整合性を重視。このコミットメントは、消費者物価上昇率の前年比上昇率が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を担保するものだが、金利操作目標が引き上げられれば、それが長期国債買い入れの限界と捉えられる恐れがあり、思わぬ引き締め効果を生み出す可能性がある。また、実際の引き上げに際して十分なコミュニケーションと時間的猶予が必要であることを踏まえると、17年中にできることは操作目標引き上げのシグナルを発信するのがせいぜいだろう。

それらを踏まえ、筆者は2017年中を通じて現行パッケージが維持されると予想する。10年金利操作目標引き上げおよびマイナス金利撤回は2018年の検討課題だろう。だが、一方で筆者の予想に反して日銀が17年中の10年金利操作目標の引き上げを現段階で既に真剣に検討している場合、この3月会合で何らかのシグナルが発信される可能性がある。3月会合ではそうしたシグナルの有無を点検したい。