

持久戦に移行後の展望レポート

発表日：2016年11月1日（火）

～物価見通しを弱めに～

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

黒田総裁は、2%の物価上昇の達成を2017年度から2018年度に後ずらした。展望レポートでは、先行きの物価見通しを小幅で下方修正するに止まった。9月の枠組みの変更後、日銀は持久戦に移行する構えであり、目先の追加緩和に前傾化した見方を改めようとしていると読める。今後の物価シナリオは、原油・為替・内外経済が2017年前半に上向くかどうか为正念場となる。

サプライズを止めた

11月1日の政策決定会合は、政策を現状維持した。黒田総裁は、2%の物価上昇の達成を2017年度から2018年度に後ずらした。今回、もうひとつ特徴的だったのは、会合前に黒田総裁が政策変更しないことを事前に示唆したことだった。こうした姿勢は、必要があれば躊躇なく緩和と言っていた頃とは様変わりである。

理由としては、9月の総括的検証で政策の枠組みを見直した直後なので、今更大きな見直しを行わなかったことであろう。理由のもうひとつとしては、従来のサプライズを演出して、事前に金融市場の参加者たちを身構えさせるような意図をふり撒かなくしたことも大きい。つまり、次々に追加緩和を打ち出して、インフレ予想・円安予想を強めようという作戦を止めたのである。まさしく持久戦に移行したことを印象付けた黒田総裁の言動と言える。さらに深読みすると、過去1年近く、日銀が前のめりの追加緩和予想に振り回されたことであろう。事前に、日銀が動くかと思わせて、会合後にはそれまでの円安が急激に円高に戻ってしまう。行き過ぎた緩和観測が、無用に為替レートのボラティリティを高める。黒田総裁は、遅ればせながらそうしたポーズが有害であると反省したのだろう。短期的な成果を狙わずに、腰を据えて政策の影響力を浸透させようとする点は評価できる。

これで素直に、マイナス金利政策を放棄すれば、黒田総裁の手腕をもって高く評価することができそう。

小幅だった展望レポートの修正

展望レポートの見通しは、思っていたよりも小幅の修正であった。総括的検証で政策の考え方を柔軟に変えたので、強気から自然体になると思っていた。民間予測機関の経済・物価見通しに比べて、従来の展望レポートの数字は上方にバイアスがあったので、それが民間並みになると考えていたのである。

今回の消費者物価の見通しは、2016年度▲0.1%（中央値）、2017年度+1.5%、2018年度+1.7%である（図表1）。各年度とも▲0.2%が

（図表1）政策委員の経済物価見通し

カッコ内は中央値、前年比%

	実質GDP	消費者物価指数 (コア)
2016FY	+0.8～+1.0 <+1.0>	▲0.3～▲0.1 <▲0.1>
2017FY	+1.0～+1.5 <+1.3>	+0.6～+1.6 <+1.5>
2018FY	+0.8～+1.0 <+0.9>	+0.9～+1.9 <+1.7>

注：見通しは、大勢の見通し。原油の想定は1バレル50ドルを出発点に、見通し期間の終盤に50ドル後半に上昇するという見方。ただし、政策委員の見方では2017年初のエネルギーの寄与度はゼロとしている。

（出所）日本銀行

イントの下方修正が前回レポートの時から行われている。日本経済研究センターのESPフォーキャスト（10月発表分）では、2016年度▲0.21%、2017年度+0.60%、2018年度+0.91%である。2017・18年度は、日銀の方が数字が+0.8～+0.9%ポイントほど高い。やはり、民間比でみて日銀は過剰に強気のままだとみえる。

一方、物価を巡る環境は少しずつ日銀に追い風になってきている。原油は

WTIが1バレル50ドルを上回る場面も出てきた。簡単に、原油価格と為替レートの先行きを示してみると、1バレル50ドル、ドル円105円で先行きを固定して前年比を計算すると、2017年1～3月はプラス幅が30～40%に広がる（図表2）。

2017年度前半は前年比10%程度になる計算である。この時期には、景気刺激のための公共事業が経済成長率を押し上げることが見込まれる。米経済も利上げを消化しながら、2017年度前半までは少なくとも成長ペースをゆっくり高めていくだろう。日本の需給ギャップは2017年に入ると改善が続いて、物価指標を上向きに支えていく材料になるだろう。

持久戦における物価上昇シナリオ

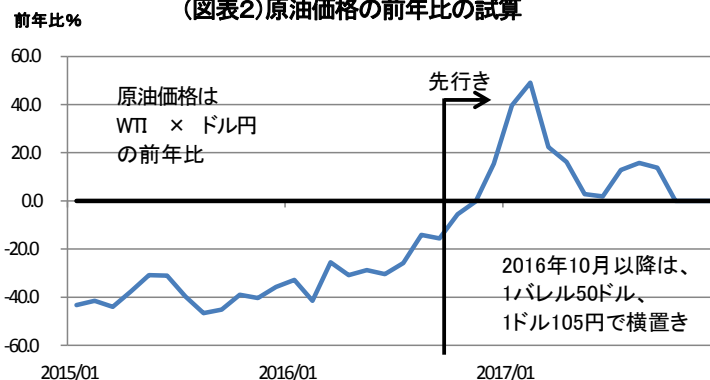
物価目標2%の達成について、今回の展望レポートでは、エネルギー要因の下押し圧力が一巡した後、①マクロ的な需給バランスが改善し、②中長期的な予想物価上昇率が高まって、「見通し期間の後半には2%も向けて上昇率を高めていく」と記述されている。前述のように、2018年度の物価見通しは、+1.7%（中央値）だった。2%の物価目標は前回までよりも後ずれしているものの、この2018年度中のどこかで2%の上昇率が実現できるという公算なのだろう。ただし、黒田総裁の任期は2018年4月までなので、その期限を過ぎることになる。

一方恐らく、この見通しの実現性を疑っている人は、筆者以外にも多いだろう。そこで、日銀の立場に立って、どのようなシナリオ実現のイメージを持っているのかを考えてみたい。まず、日銀は総括的検証で、適格的な期待形成を強調した。今の物価がマイナスならば、先々にそれはプラスになるという予想はどうしても弱まるというのが、日銀の言うところの適格的予想である。

ならば、2017年前半にエネルギー要因で物価がプラスの伸びに浮上するとどうなるのだろうか。需給バランスも改善が続き、為替次第でインフレ予想は現在よりも強まっていくだろう。筆者の読み筋では、黒田総裁はそこに賭けていると考える。2017年前半に、①原油、②景気、③為替の要因が三位一体で上向きにシンクロすれば、1%近くまで、物価上昇率を高めることが視野に入る。ESPフォーキャストの民間見通しでは、2017年1～3月の消費者物価は+0.21%の伸び、4～6月は+0.39%、7～9月+0.55%とされている。米経済の好調さが鮮明になり、アジア等でも貿易取引が活発化すると、①～③の上向きの力により現在の民間見通しが大きく上方修正される可能性がある。

日銀のイーールドカーブ・コントロールはこの時に、日米金利差あるいは日欧金利差の拡大に貢献するだろう。すなわち、FRBの次の次の利上げが織り込まれて、米長期金利が上昇するチャンスである。

(図表2)原油価格の前年比の試算



(注) 試算値は筆者

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。

2016年7～9月の米GDPは前期比+2.9%増だった。筆者はデータの中でGDPデフレーターが、1～3月+0.5%から4～6月+2.3%、7～9月+1.5%と伸びを高めていることに注目する。現時点で米経済に不安定さがつきまとうが、2017年に入ると信頼できるデータが揃ってくるとみている。一方、欧州でもECBの動向が気になる。2017年3月以降、緩和を一段落させれば、対ユーロで円安方向になっていく可能性がある。

反対に、リスクとしては日銀が挙げる次の2点である。ひとつは、「海外経済は、下振れリスクの方が大きい」という点。これは、中国経済を意識しているものかもしれない。TPPが延び延びになるリスクもあろう。欧米の景気が緩やかに拡大しても、新興国の不安が高まれば、原油の上昇は頭打ちになる。

物価面では、消費者物価の鈍さもリスクのひとつだ。展望レポートでは、「とくに、公共料金や一部のサービス価格などは労働需給が引き締まる中でも依然鈍い」という点や「家賃は最近下落幅が拡大」と指摘している。やはり、マネーのコントロールだけで物価を支配するのは無理である。

今後の金融政策

9月の政策見通しでは、当面、追加緩和を控えるような枠組みに変えたのだと筆者は理解している。従って、筆者の見通しは当面は追加緩和なしとみている。

人によっては、マイナス金利の深掘りがあると予想しているかもしれない。その点、展望レポートの第2の柱のところでは、「金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある」と指摘している。そうした認識を踏まえると、マイナス金利を深掘りする対応をそう簡単には採らないと考えられる。むしろ、長期国債の買入れを柔軟に増額するシナリオの方が蓋然性が高いと考えた方がよい。