

テーパリングは封印、日銀は慎重

発表日：2017年1月31日（火）

～ 1 月の政策決定会合 ～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

1月の展望レポートは、テクニカルな要因もあって2016～2018年度の成長率見通しを上方修正した。一方、リスクバランスについては下振れリスクが大きいと述べている。これはトランプ大統領の影響力が読めないことを指しているのだろう。2017年は物価がプラスに転じていく公算が大きく、日銀が何らかのアクションを採るのではないかという思惑がつきまとう。

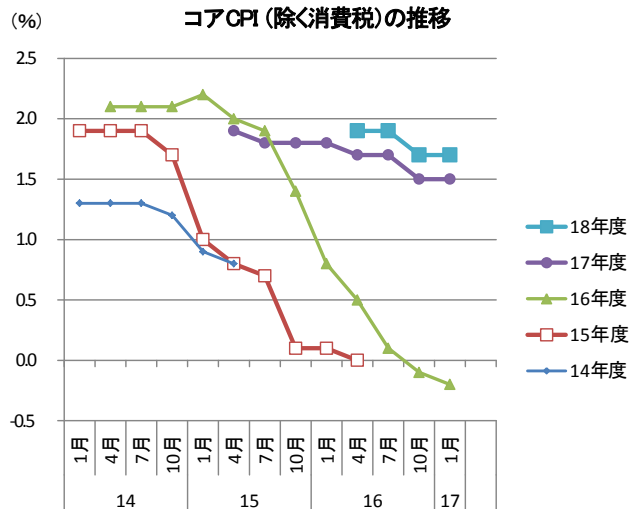
展望レポートのシナリオ

1月の会合は政策を現状維持し、3ヶ月毎の展望レポートは成長率を上方修正した。成長率の見通しは、トランプ氏の当選前になる10月末の2017年度+1.3%（中央値）から、今回同+1.5%へと上方修正されている。2016年度も前回+1.0%から今回+1.4%となっている。これはGDPの改定によるテクニカルなものというのが公式見解のようだ。一方、CPIコアの見通しは、これだけ円安が進んだのに、2017年度見通しが前回+1.5%から今回は変わらずである。日銀は、潜在成長率がゼロ%台半ば程度としているので、2016～18年度にかけていずれも潜在成長率を上回って物価上昇圧力が働く状態をイメージしていることになる。

筆者は、テクニカルな要因があるにせよ、昨年10月の展望レポートのときに比べて、原油上昇、円安が進み、米成長率も上振れしたとみているので、日銀はもっと物価環境を強くみているのかと思っていた。その点、日銀は物価見通しがもともと高めであることもあって、上方修正とはしなかった。

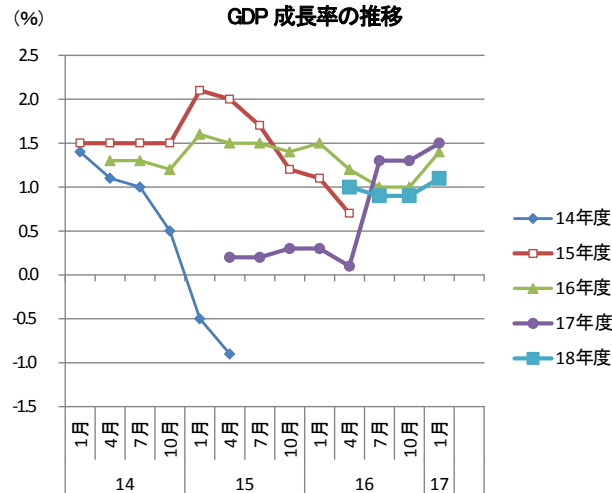
ただし、年度の物価見通しの遷移をみると、これまで見通しは時間の経過とともに下方修正されるパターンだったので、今回の横ばいはそれでも“強気”と見ることもできよう（図表1、2）

(図表1) 日銀「政策委員の大勢見通し」における
コアCPI (除く消費税)の推移



(出所) 日本銀行「展望レポート」より筆者作成

(図表2) 日銀「政策委員の大勢見通し」における
GDP 成長率の推移



(出所) 日本銀行「展望レポート」より筆者作成

また、展望レポートの基本的見解では、「リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい」とある。この下振れリスクの内容は明示的には記述されていないが、おそらくトランプ・

リスクだろう。総裁会見で衆目の関心はここだったように思える。おそらく次回の展望レポートは2017年4月末になるから、その時点はトランプ氏就任後100日くらいにあたる。トランプ大統領の政策運営が現時点で全く読めないとしても、あと100日が過ぎれば、大統領のパフォーマンスの中で可能なことと、不可能なことをもっと峻別できるための経験値を、私たちは身につけることが出来るだろう。現在の政策委員たちも同様に、もう少し様子を見極めないと物価上昇圧力が本当かどうか分からないという考えなのだろう。したがって、現在の政策スタンスは楽観には流されずに中立を守っているということだと思う。

2017年の物価は上向き

筆者は、日銀が国債買い入れのペースを縮小させる、テーパリングを開始する意欲を出すのではないかと邪推する。トランプ・ラリーによる円安・株高、そして米経済の加速は渡りに船となり、イーールドカーブ・コントロールへの変更は事実上、量的なパラダイムの放棄に繋がったという解釈である。多くの人々の関心事になっているこの思惑は、まだ曖昧にされたままである。ボードメンバーにはコンセンサスがなさそうであるし、細かな買入ペースの変更は金融市場局長の采配で決まっているようである。折しもECBが国債買い入れを縮減したが、これもテーパリングかどうかはまだ判然としない。

今でも、物価見通しやリスクバランスに慎重さを残しているのは、筆者のような邪推を膨らませたくないがためであろう。日銀は物価上昇に向けたしっかりとしたエビデンスがないと動かないという姿勢である。

ところで、月次の消費者物価は、2017年1月以降プラスに転じる可能性が高まっている。1月27日発表の12月データは、除く生鮮のコア指数が99.8となっている。2016年1月99.5、2月99.4、3月99.5となっているので、2016年12月の指数がそのまま横ばいで、2017年1～3月も推移すればコア指数の前年比はプラスになる（やや粗っぽい計算ではあるが）。また、2016年11月以降の円安も次第に輸入物価の押し上げに効いてくる。2017年前半は、物価情勢についての楽観が起りやすい。

それでも日銀が慎重なのは理由がある。春闘についてやや厳しい見方をボードメンバーが持っているからだ。展望レポートの文中にも、「企業の価格・賃金設定スタンスが慎重に留まるリスクがある。この点に関して、特に今春の賃金改定交渉に向けた動きが注目される」と明確な記述がある。筆者自身も、こうしたセンチメントに強い警戒感を持っている。日銀は、「適合的な期待形成」などと持って回った表現を使っているが、その心はデフレの根強いトレンドが物価を支配しているという意味である。つまり、物価はマネーの量に支配されておらず、日銀の量的拡大に対するポジティブなメッセージは乏しいということだ。

黒田総裁の任期中は

かつて福井俊彦総裁は、「ラストワンマイルが一番苦しい」と述べていた。2006年ごろのことだったと思う。景気が上向きに変わって、緩和スタンスを切り替える判断を下すのはとても難しいという意味だったと思う。2017年春に掛けて経済・物価情勢が上向きになっていくと、辛抱強く緩和を守り続けるのが辛くなっていくだろう。黒田総裁の任期は、2018年4月である。出口論の布石を打つのであれば2017年中のどこかである。民衆はマイナス金利はやめてほしいと思っている。日銀の政策が負の遺産だらけに終わらないことを筆者は願っている。

筆者のメインシナリオは、黒田総裁は任期中、総括的な検証のときの緩和を現状維持して終わるとみている。希望的観測を述べると、出口論の考え方ぐらいは残して去ってほしい。