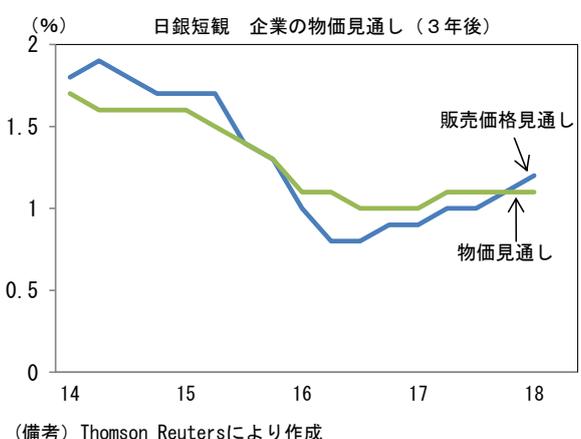
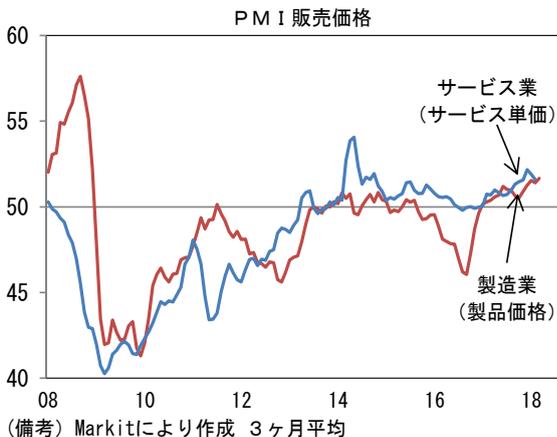
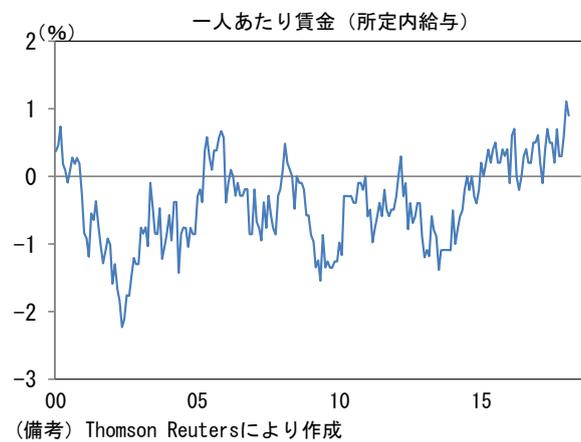
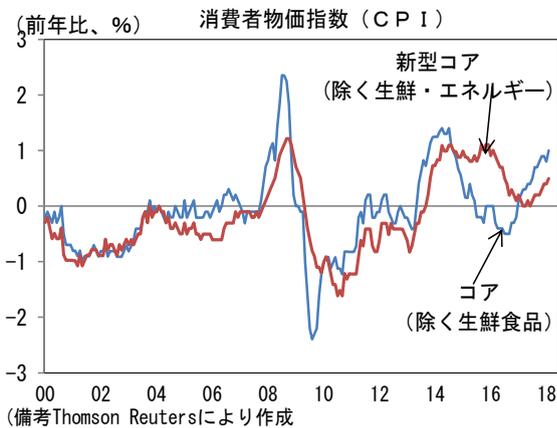


## 日銀はどう生きるか ～遠のく出口～

2018年4月18日（水）

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

筆者は出口戦略第一弾として、日銀が年内にYCCの微調整に着手するとのシナリオを（現時点ではまだ）維持している。消費者物価は2%に及ばずとも節目の1%には既に到達し、かつ向こう数ヶ月にわたって同水準を維持する公算が大きい。また、足もとでは毎月勤労統計の所定内給与が1%近傍へと伸びを高めているほか、春闘賃上げ率もまずまずの着地になったとみられ、緩やかながらも賃金・物価に加速感が認められている。その他では日銀短観の「企業の物価見通し」やPMIの「製品価格」「サービス単価」が基調的に上向くなどサーベイ指標でも強さが確認されており、価格設定スタンスの強化が見て取れる。企業の価格設定スタンスは日銀が重視する予想インフレ率の形成において重要なファクターであることから、その改善は日銀に自信を与えているに違いない。日銀の物価目標が「消費者物価の前年比上昇率2%」である以上、こうした企業サーベイの改善が金融政策に与える影響はさほど大きくないが、それでも出口へ向かう理由の一つにはなるだろう。消費者物価が6ヶ月程度にわたって1%近傍で推移した実績を以って、日銀は「物価上昇のモメンタムは2%に向けて強まっている」、「予想インフレ率は日銀の目標にアンカーされつつある」などとの見解を表明し、YCCの微調整を開始する可能性が（現時点ではまだ）高いとみている。このようにマクロファンダメンタルズの改善を額面通りに評価するならば、年内のYCC調整はさほど違和感がない。また出口戦略に舵を切めることは、これまでの金融政策の効果を証明することにもなるので、日銀としては悲願だろう。



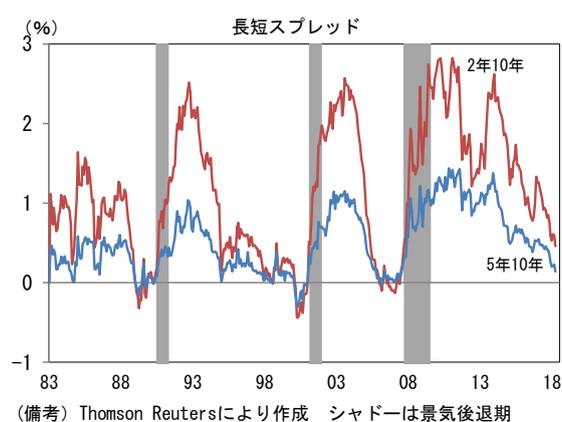
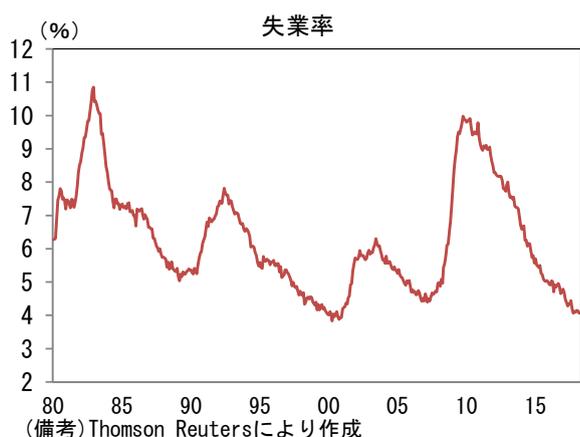
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

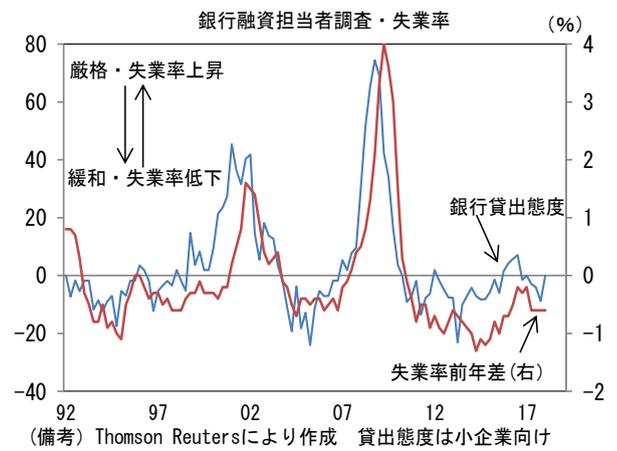
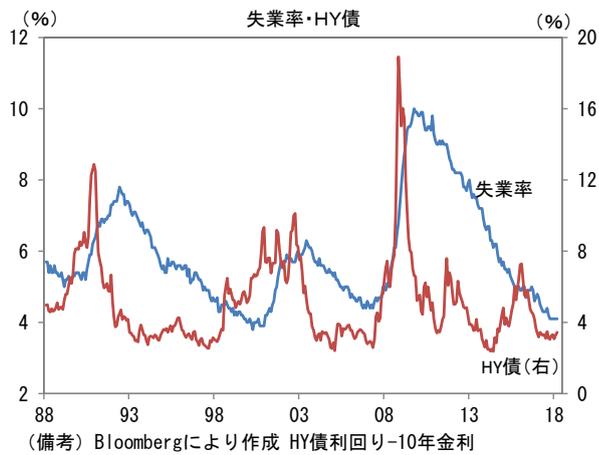
しかしながら、足もとの円高進行を踏まえると、筆者の予想は後ろ倒しリスクに晒されていると判断せざるを得ない。言わずもがな、円高は企業収益圧迫と輸入物価下落という2つの経路を通じて日銀に逆風となる。USD/JPYが節目の100に迫っている現状、円高に拍車をかける金融政策の変更は自殺行為に等しく、そうした拙速な出口論は封印されるだろう。2007年以來、約11年ぶりとなる引き締め方向への政策転換に市場が反応しないとは考えにくい。

ところで、筆者の想定する出口戦略は、2019年までに10年金利操作目標が複数回にわたって引き上げられた後、2020年は消費増税、五輪需要ピークアウトなどから引き締め休止となり、その後2021年にグローバル景気の拡大終了に伴って引き締め局面は終了するというもの。マイナス金利解除には至らず、10年金利操作目標の廃止、バランスシート縮小、ETFの購入停止も未着手に終わる可能性が高いとみている。

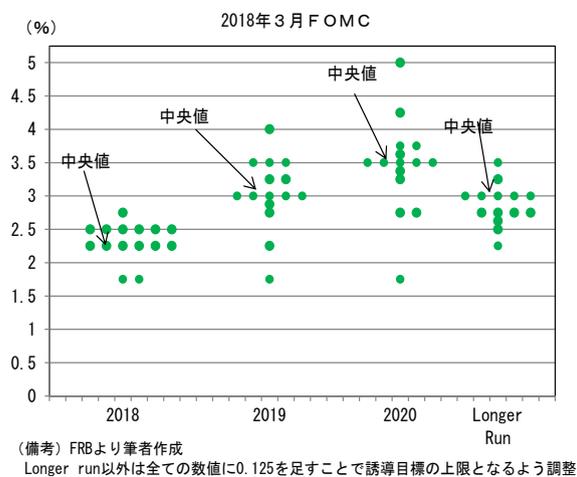
もっとも、こうした出口戦略は控え目な印象を与えるかもしれない。そこで日銀の予想どおり2019年度頃に2%目標が達成されるケースを想定してみたい。1月の展望レポートによれば、日銀は消費者物価の前年比が2%に到達する時期を2019年度頃と予想しており、それが実現すれば金融政策の正常化が進むと“本来的には”考えられる。しかしながら、それでも結論は変わらず、本格的な出口戦略の着手は困難と考えられる。その頃になるとFEDの利上げが最終局面あるいは既に終了している蓋然性が高く、日銀の引き締めの政策が金融市場で際立ってしまうためだ。

ここで米国の景気拡大の持続性を確認する。筆者は景気循環の見極めにあたって失業率、クレジットサイクル(HY債スプレッド、銀行貸出態度)、長短金利差を重視している。長短金利差の逆イールド出現は景気後退の1-2年前に観察されることが知られており、HY債、銀行貸出態度は失業率の先行指標として有用であるためだ。クレジットは、言うなれば倒産確率の取引であり、それゆえそのサイクルは失業率と密接に連動する。過去の経験則から失業率の下限を3%と仮定すれば、そこまでの時間はせいぜい残り3年。それに呼応するよう景気後退の1-2年に観察される逆イールドが今や数ヶ月以内に起こっても不思議ではない状態にあり、クレジットサイクルに至っては既に基調が反転しつつある。これらは何れも景気拡大のピークが近いことを物語っており、2020-21年頃の米景気ピークアウトを示唆している。前述のとおり、日銀の青写真どおりに2019年度頃(2020年3月を想定)に消費者物価の前年比が2%に到達した場合、それは米景気の「天井」に重なる。





こうした見方はドットチャートとも整合的。最新のドットチャートによれば、2018-19年に6回の利上げが実施された後、2020年は2回の利上げが計画されている。現時点では2020年末にFFレートが3.5%へと引き上げられる見通しだが、ここで重要なのはその時点のFFレートが既に中立金利を上回っていること。このことは2020年が利上げの最終局面にあたることを意味しており、その頃の金融市場の主要テーマは「FEDの利上げがいつ終わるか？」に集中しているだろう。債券市場では2年（より短期の）金利が頭打ちとなり、それより長期の年限は低下に転じている可能性がある。為替市場ではUSDの先安感が意識されているだろう。



このように米国経済のサイクルを踏まえると、日銀の予想どおりCPIが2%に到達したとしても、2020年以降に金融政策の正常化は難しいだろう。米国から数年遅れで引き締めに着手することは、2006-08年と同じ轍を踏むリスクを孕む。当時は、日銀が引き締めへ転じた直後に緩和に追い込まれるというタイミングの悪さが金融危機時の初動対応のまずさに繋がり、日銀の評価を落とす形となった（たとえば2008年10月の米欧協調利下げに参加できず円高進行を助長、初回利下げはリーマンショック後の2008年10月までずれ込んだ）。現審議委員にかつてのゼロ金利解除（00年・06年）、量的緩和解除（06年）など拙速な引き締めを批判してきたメンバーが複数名存在することから判断しても、2020年以降の引き締めは現実的ではないだろう。そして現状では、出口戦略第一弾のYCC微調整さえもその実現可能性が低下しており、日銀は早くも出口戦略の難しさに直面している。

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。見直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。