

## 世界でいちばん緩和的な国 ニッポン ～米欧の引き締めをよそに日銀は出口戦略を諦め、緩和強化も～

2018年6月11日（月）

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

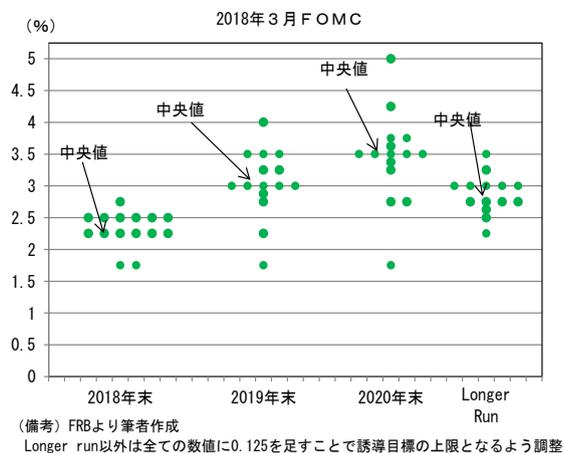
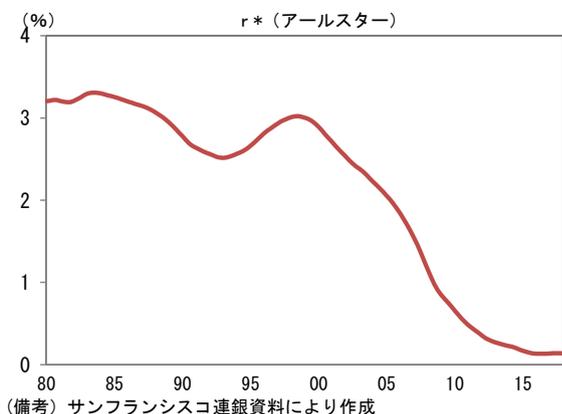
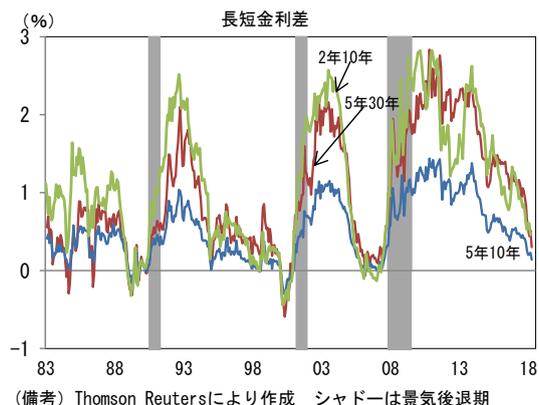
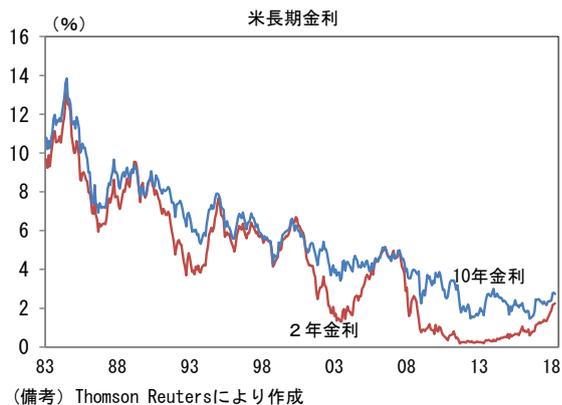
今週は米国のFOMC（6/12-13）、ECB理事会（6/14）、日銀の金融政策決定会合（6/14-15）と重要イベントが続く。米国、欧州はそれぞれ引き締め方向への動きが見込まれる一方、物価上昇率が鈍い日本は緩和長期化に繋がるメッセージすら発せられる可能性があり、対照的な政策スタンスが示される見込み。金融市場への影響は、前2者の引き締めがリスク性資産にネガティブとなる反面、後者がポジティブ。金利は米国が頭打ち感を強める一方、欧州はECBによる資産購入終了および利上げが意識され上昇圧力が増大、日本は超長期ゾーンの金利に低下圧力がかかる可能性がある。為替はFEDの利上げ加速シナリオが、利上げ終了時期の見通しを前倒し観測に繋がることで、USDの上値が抑えられると予想。

### < FOMC >

先週の筆者レポートで指摘したとおり、6月FOMC（6/12-13）における追加利上げはほぼ確定事項とみられ、FF金利上限は2.000%に引き上げられる見込み。経済指標に目を向けると、5月雇用統計では失業率が（少数点3位ベースで）1970年以降の最低に到達し、これまで不可解に弱かった平均時給に加速の兆候がみられた。企業サーベイは日本や欧州の落ち込みをよそに米国は好調を維持しており、懸念事項であった低インフレは足もとで解消に向かっている。四半期に1度ペースの利上げを阻害する要因は見当たらない。

上述のとおり6月の利上げが確定事項である以上、市場参加者の注目は声明文とドットチャートに集中する。声明文では、FF金利と中立金利の位置関係に注目。第3パラグラフには「金融政策の運営姿勢は引き続き緩和的」との記載があるが、中立金利に近づいているという現状認識ならば、この文言は削除・修正の可能性がある。また最終段落記載の「FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回るレベルで推移する可能性がある」とのガイダンスが削除・変更される可能性もある。「長期的に到達すると見込まれる水準」を中立金利と読み替え、それをウィリアムズ次期NY連銀総裁の推計値である2.5%とすれば、そこまでの距離は僅か50bp。中立金利の2.5%は0.5%近傍とされる自然利子率（≒実質中立金利、アールスター）にインフレ率（目標）である2%を足したものであるから、ウィリアムズ総裁の推計に基づき、2.5%以下の領域を「緩和的」、それ以上の領域を「引き締めの」と解釈すれば、この文章の賞味期限は近いと判断される。こうした声明文の変更等によって、利上げ終了の織り込みが始まるシナリオも頭に入れておきたい。上記文章が共に削除・変更されれば、金利は頭打ち（ブル・フラット）、USDは先安感が生じよう。

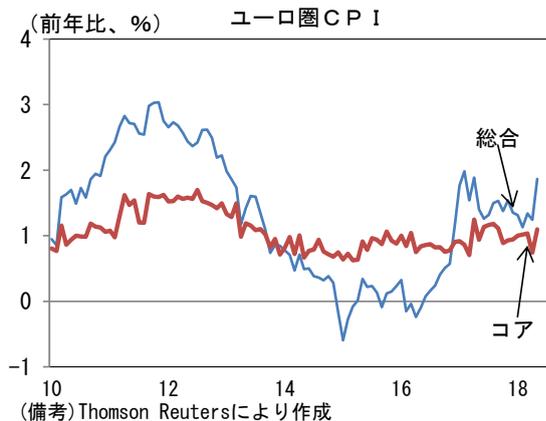
次にドットチャートは2018年末値が現在の2.250%から2.500%へと引き上げられる可能性がある。18年が4回の利上げとなれば、2019年末値は3.250%（3回の利上げ）となり、2020年末値は3.500%近傍に落ち着くと予想される（公表値に0.125%を足すことでFFレート上限になるよう調整した）。中立金利は2.875%で据え置かれる可能性が高い。



## < ECB >

ECBの資産購入終了を巡っては、これまで①基調的な物価上昇率の鈍さ、②企業サーベイが景気見通しの下振れリスクを示唆していること、③イタリア、スペインの政局不透明感などから、6月理事会での資産購入縮小・終了の決定は見送られ、7月以降に持ち越しになると広範に予想されてきた。しかしながら、6月6日のプラート理事の発言はこうした見方に修正を迫るものであった。ECBチーフエコノミストであるプラート理事は「インフレがECB目標に収束するとの兆しが強まっている。ユーロ圏経済の基調的な強さ、およびその強さの賃金形成への影響が強まりつつあるという事実は、インフレ率が中期的に2%を小幅に下回る水準に達するというECBの自信を支援している」として、インフレ目標の達成に自信をみせ、6月理事会で資産購入の縮小・終了の判断を下すべきとの見解を表明した。5月のCPIが上昇したほか、金融市場で観察される予想インフレ率が1%台後半で安定するなど、ECBのインフレ率見通しを正当化するデータが入手できたことが、こうした発言の背景にあったとみられる。

足もとの景気指標が強弱区々であることを踏まえると、こうしたタカ派的な発言はやや唐突感があったが、プラート理事は、この発言を観測気球として市場の反応をみる意図があったのかもしれない。発言の後に金融市場の混乱が誘発されなかったことを踏まえると、6月理事会で判断が下される可能性が高まっていると言えるだろう。景気の不透明感などから7月に持ち越される可能性は残るものの、何れにせよECBは9月までとされる月額300億ユーロの買い入れを9月以降は150億ユーロに減額し、年内に資産購入を終了する可能性が高い。



## <日銀>

翻って日銀。15日の金融政策決定会合では金融政策の現状維持が決定される見込み。フォワードガイダンスを含め声明文の変更は僅かと予想されるが、一部報道によると6・7月の会合では物価の動向が集中的に検討されるという。価格改定の集中する4月の消費者物価では、一斉値上げが不発に終わり、5月の東京都区部CPIでは更なる減速が確認された。同報道によれば、消費者物価の伸びが4月に縮小したことについて、日銀内部では「まさか伸び率が縮小するとは思わなかった」との声があがったとも伝えられており、日銀が危機感を強めている様子が窺える。集中点検では、マクロ的な需給ギャップが改善しているにもかかわらず、一向にインフレ率が高まらない背景を、構造面を含めて包括的に分析するという。「物価のモメンタムは改善している」との認識は据え置かれるだろうが、インターネット通販の普及や高齢化など、構造的要因が指摘される可能性はあるだろう。日銀が、構造面での物価の弱さを認めることは、(日銀の)物価見通しの下方修正を通じて、金融緩和の長期化を意識させる。

こうした集中点検があるか否か、また点検の結果がどうなるかは現時点で判然としないが、消費者物価が日銀の期待外れに終わっていることは事実であり、そうした現状に日銀が失望感を強めているのは明らかだろう。そうした状況に鑑み、筆者は年内にYCCが調整されるとの予想を既に撤回したが、上述の通りFEDの利上げサイクルの天井が近づきつつあることを踏まえると、時間の経過と共に日銀が出口に向かうことは難しくなり、状況次第では、日銀が追加緩和すら検討せざるを得なくなる。金利・量・質の何れも政策の余地が乏しいなか、筆者は将来的に日銀がYCCにもオーバーシュート型コミットメントを導入し、日銀が世界一緩和的であるとのメッセージを市場に送る、というシナリオを描いている。次の政策変更は、引き締め方向ではなく、緩和方向になる可能性が高まっているだろう。

