

それでも出口にいきますか？ ～物価のモメンタムは異次元緩和以降で最も弱い～

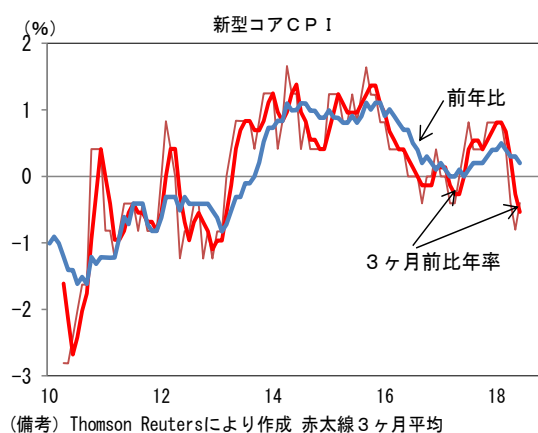
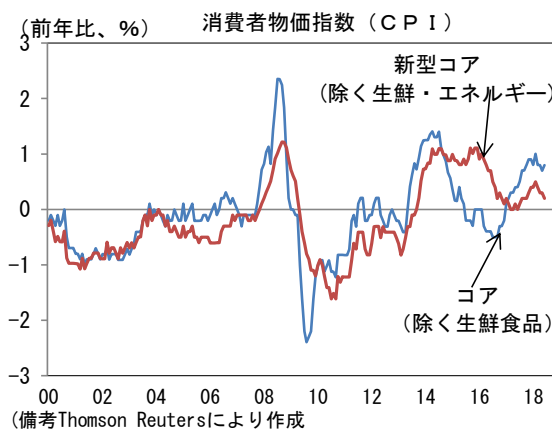
2018年7月23日（月）

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

6月の消費者物価は「マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる」との日銀の公式見解に疑問を投げかけたが、奇しくもその晩の7月20日から22日にかけては各報道機関（時事通信、ロイター、朝日、日経）から「金融緩和の副作用に配慮する観点から金融政策の見直しを本格的に検討」という趣旨の観測記事が報じられた。物価が下向きのカーブを描いているにもかかわらず、日銀が出口戦略に着手する可能性があるという内容だ（日銀の意図するような報道であったかは知る由もない）。筆者はこの観測報道に驚きを禁じ得なかったし、同時に日銀の情報戦略のまづさを感じた。日銀の本音としては「緩和の長期化を見据えて持続可能な枠組を構築する」というメッセージを送りたかったのかもしれないが、市場参加者は「日銀が出口に前のめりになっている」という印象を抱いた模様。23日の本邦金市場では円高・株安が進行。金利は日銀の指値オペによって行く手を阻まれたが、それでも相応の上昇圧力がかかった。以下、日銀が重視する消費者物価の現状を整理した上で、7月の金融政策決定会合のポイントを整理する。

<消費者物価>

20日に発表された6月の消費者物価は、日銀が事実上の政策目標に採用しているコアCPIが前年比+0.8%と5月と同じ伸び率となった。しかしながら、これはエネルギー価格の上昇によって支えられたもので、内生的な物価の基調を示す新型コアCPIは驚くほど弱く、前年比上昇率は僅か0.2%まで縮小した。労働集約的なサービス物価（除く帰属家賃）が前年比+0.4%と伸び悩んでいるほか、耐久消費財の下落幅が▲1.0%と相変わらず大きい。このようにエネルギー以外の品目が弱い構図はこれまでどおりだが、6月データはこうした傾向が一段と鮮明化した。新型コアCPIの3ヶ月前比年率は▲0.5%と完全に下方屈折し、マイナス圏に突入。瞬間風速ではあるが、2013年3月以来、すなわち量的・質的金融緩和の開始以降で最も弱いモメンタムである。



<20日の欧米時間から23日の日本時間午前までの経緯>

- 具体的な報道内容と金融市場の反応を以下に記す。筆者は報道の真偽を確認していないが、各社とも情報源は日銀関係筋としていた。日銀中枢部が記者向けにレクを設け、意図的にリークしたものとみられる。

時事通信（7/20） 日銀、長期金利目標の柔軟化検討＝一定程度の上昇容認－7月末会合で議論

大規模な金融緩和策で「0%程度」としている長期金利の誘導目標の柔軟化を検討することが20日分かった。一定程度の金利上昇を容認する。物価の伸び悩みで日銀が掲げる2%の物価上昇目標の実現が展望できない中、現在の緩和策は一段と長期化する見通し。金融機関の収益悪化や国債取引の低迷など副作用を軽減しつつ、緩和長期化に備えるのが狙いだ。7月末に開催する金融政策決定会合で検討する。ただ日銀内には長期金利目標の引き上げに慎重な声もある。会合では具体策をめぐり突っ込んだ議論となりそうだ。

ロイター（7/20）日銀が金融緩和の持続性向上策を議論へ、長期金利目標の柔軟化など＝関係筋

日銀は30、31日の金融政策決定会合で、鈍い物価動向を踏まえ、物価2%目標の実現に向けて金融緩和策の持続可能性を高める方策の検討に入った。金融緩和政策の長期化が避けられない情勢の中、金融仲介機能や市場機能の低下など副作用の強まりに配慮し、現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和における長期金利目標やETFなど資産買い入れ手法の柔軟化などが選択肢になるもようだ。

朝日新聞（7/21）日銀、金融緩和の悪影響減を検討へ 副作用に懸念強まる

日本銀行は、2013年春から行っている大規模な金融緩和の悪影響を減らす方策の検討に入る。緩和策は当初、円安・株高で景気を好転させたが賃上げの勢いは鈍く、物価上昇率2%の目標は遠い。むしろ低金利による金融機関の経営悪化や年金の運用難など「副作用」への懸念が強まっており、対応策の検討を始めざるを得なくなった形だ。30～31日の金融政策決定会合で本格的な議論を始める。今回はすぐに具体的な対応策について結論を出さず、会合後の声明文に、緩和の副作用に配慮した政策を検討することを示す文言を盛り込む可能性がある。

日経新聞（7/22）緩和と副作用、日銀板挟み

2%の物価安定目標は遠く、30～31日の金融政策決定会合では長引く緩和の副作用にどう配慮すべきかを検討する。金融機関の負担を無視できないためだが、金利の調整を視野に入れると円高を招きかねず、金融緩和の本来の目的であるデフレ脱却に逆風になる。終わりがみえない緩和は不安が尽きない。（中略）副作用への軽減策の一つは、長期金利の誘導目標を将来、今のゼロ%程度から少し引き上げるか一定の幅を許容するなど「柔軟化」する方針を示す案だ。金融機関の運用改善を狙う。国債や上場投資信託（ETF）の買い入れ手法も課題だ。（下線は筆者）

- 最初に報じた時事通信とそれに追隨したロイターの記事は断定的な表現だった。時事通信の「一定程度の金利上昇を容認する」、ロイターの「金融緩和策の持続可能性を高める方策の検討に入った」との表現は7月会合における議論が決定事項であるかのような書きぶり。ここでいう「柔軟化」は10年金利引き上げや誘導レンジの拡大およびETF購入の見直しを意味していたことから、当然のことながら市場参加者は出口戦略を強く意識する。金融政策決定会合の僅か10日前にこのような観測報道を目にすれば、急激なポジション調整を実施せざるを得ない。
- もっとも、21日の朝日新聞は冷静な内容であった。「今回はすぐに具体的な対応策について結論を出さず、会合後の声明文に、緩和の副作用に配慮した政策を検討することを示す文言を盛り込む可能性」と

して、今回は「地均し」に留めることに重点を置いた。22日の日経新聞でも「『柔軟化』する方針を示す案」として、今回はその案を検討するに過ぎないことが記されていた。両紙の報道は時事通信、ロイター報道に比べるとかなりマイルドで“スクープ級”ではないが、それでも7月会合の声明文で何らかの示唆がある可能性を報じていた。

<金融政策決定会合で予想されることおよびポイント>

- ・筆者は、朝日新聞や日経新聞が報じたように今回の会合では具体的決定が下されないことをメインシナリオにしている。大幅な円高・株安を誘発する恐れがあることがその理由。とはいえ、声明文に何らかの変更が加えられる可能性は相応に高く、仮にそうなればYCCやETF購入の見直しが織り込まれるだろう。7月会合で予想されることは、確率の高い順に以下のとおり。

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">・2016年9月のYCC導入時と同様に「議長は執行部に指示」という形で、9月あるいは10月会合までに政策変更の必要性について分析することが声明文に記載される・政策変更も声明文も変更なし・長期金利の誘導目標を「0.3%以下」といった具合に幅を持たせるように変更する・声明文の長期金利誘導目標の箇所に「弾力化」などといったキーワードを挿入。以後の指値オペ水準を変更し、事後的に利上げを実施（正式には政策変更ではなく“市場局に空気を読ませる”） |
| <ul style="list-style-type: none">・ETF購入については買入れ柔軟化策として、単純な減額ではなく「〇〇年までに総額〇〇兆円」といった基金方針に変更する・買入額を「4～6兆円」などレンジで示す
(いずれも不確実性大、もしあれば、かなりサプライズ) |

- ・日銀（総裁会見）の説明としては「柔軟化」と「引き締め」が明確に異なるもので「柔軟化によって金融政策の持続可能性が高まることで長期の金融緩和が可能になる」といった主張をしてくるだろう。しかしながら、23日の金融市場の反応をみる限り、市場参加者は大規模緩和の終焉を織り込みにかかってしまっている印象だ。日銀が重視している新型コア物価が6月に前年比+0.2%まで減速し、本来であれば、出口観測が遠のくはずであったが、こうしたなか状況下で日銀は自らリーク報道を通じて出口観測を織り込ませにかかった（繰り返すが、日銀の意図したように報道がなされたかは知るも由もない）。こうした行動は金融政策の予見可能性を低下させてしまったと言えるだろう。
- ・なお、仮に政策変更（YCC、ETF等）を巡る文言の記載が議論される際、それをリフレ派と目される政策委員が異議を唱えるかが注目される。円高・株安を想起させる政策変更（文言変更）をすんなりと認めれば、これまでの主張と断層が生じ、鼎の軽重が問われよう。