

金融政策決定会合にむけて“柔軟”体操 ～五月雨式に流れるヘッドラインに注意～

2018年7月26日（木）

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

7月30-31日の日銀金融政策決定会合では、何らかの政策修正案が示される可能性が高まった。20-22日までに相次いだ観測報道に加え、25日に日経新聞、朝日新聞、時事通信が報じた情報を整理すると、①YCCの10年金利操作目標の事実上の引き上げ（≒オペ運営柔軟化）、②ETF購入配分の見直し、③展望レポートの物価見通し引き下げ、が実施される可能性が高い。25日の記事では、朝日新聞と時事通信が指値オペの発動水準引き上げ案を、日経新聞がETF購入における日経平均連動型ETFの購入割合減額（TOPIX連動型ETF等の購入割合増額）を報じた。

<YCCの10年金利操作目標の柔軟化>

- 25日の報道を加味すると、声明文記載の「0%程度」は維持しつつも、長期国債の買入方針の箇所にもオペの「柔軟化」を意味する文言を挿入する可能性が高まった。これは現在0.11%が基準となっている指値オペの発動水準が引き上げられることを意味する。日銀は「金融調節の一貫で政策変更を意味しない」との見解を打ち出したうえで「引き締め意図がない」とのメッセージを金融市場に発信するだろうが、事実上の利上げと解釈される可能性が高い。なお、新たな指値オペの発動水準は現在よりも20bp程高い0.3%程度かそれ以下だろうが、これが即日実施なのか、また新たな発動水準がどの程度になるかはオペの運営主体である金融市場局の判断に委ねられるので声明文が発表された段階では判明しない。金利が0.11%超えを試す場合など、次回の指値オペ発動時に「柔軟化の度合い」が事後的に伝えられることになる。（※この点は金利のコントロール水準が、政策委員の判断ではなく、金融市場局に委ねられてしまうという問題を抱えるが当レポートでは深掘りしない）また形骸化が著しい「80兆円」についても、この際に削除・修正が加えられるかもしれない。買入れペースが年換算で40兆円を割っている現状、それが削除されたことで直接的な影響は限定的だが、大規模緩和の象徴である「量」に対するコミットがなくなり、かつ10年金利が事実上の引き上げられると、引き締め方向への修正が2つ重なることになる。そこに物価見通し引き下げも加われば、市場で「物価目標を放棄」といった連想が働いても不思議ではない。五月雨式に流れるニュースヘッドラインに対する市場の反応が懸念される。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

＜ETF購入配分見直し＞

- 日銀は2016年7月以降、年間6兆円のETFを購入している。内訳は、日経平均連動型ETFが1.5兆円程度、TOPIX連動型が4兆円程度、残りはその他（人材・設備ETF等）に振り分けられている。日経新聞報道によれば、個別株の価格形成を歪めているとの指摘が増えるなか、TOPIX連動型ETF等の割合を増やし、日経平均株価連動型ETFの購入額を減らす方向で議論する、という。22日にロイター通信が報じた内容は、単に「見直し」としか記載がなかったことから、一部市場参加者は減額を含めた枠組変更を意識したとみられるが、25日の日経報道に鑑みると減額の可能性は低いだろう。

＜物価見通しの下方修正＞

- 4月の展望レポートでは下表網掛け部分のとおり2018年度が+1.3%、19年度が+1.8%、20年度が+1.8%と強気な見通しが示されていた。しかしながら、展望レポートから2%到達時期の記載が削除され「2年縛り」が外れたこともあって、もはや高めの予想を示す必要性に乏しい。そのため、今回の展望レポートでは18年度が1%近傍、19年度が1%台前半、20年度が1%台半ばへと引き下げられる可能性がある。2%目標に対するコミットが弱まったとの印象を与える可能性がある一方、現実的な予想を示すことで、物価の実績値が日銀見通しを上回った際は合理的に出口戦略に着手できる、といった便益が得られる。良くも悪くも日銀は理想に距離を置き、現実路線に傾斜するとみられる。

2017～2020年度の政策委員の大勢見直し

—対前年度比、%。なお、＜＞内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2017年度	+1.8～+1.9 ＜+1.9＞	+0.7	
1月時点の見直し	+1.8～+2.0 ＜+1.9＞	+0.7～+1.0 ＜+0.8＞	
2018年度	+1.4～+1.7 ＜+1.6＞	+1.2～+1.3 ＜+1.3＞	
1月時点の見直し	+1.3～+1.5 ＜+1.4＞	+1.3～+1.6 ＜+1.4＞	
2019年度	+0.7～+0.9 ＜+0.8＞	+2.0～+2.3 ＜+2.3＞	+1.5～+1.8 ＜+1.8＞
1月時点の見直し	+0.7～+0.9 ＜+0.7＞	+2.0～+2.5 ＜+2.3＞	+1.5～+2.0 ＜+1.8＞
2020年度	+0.6～+1.0 ＜+0.8＞	+2.0～+2.3 ＜+2.3＞	+1.5～+1.8 ＜+1.8＞

(出所) 日銀、2018年4月「経済・物価情勢の展望」