

Global Market Outlook

発表日: 2018 年 8 月 3 日 (金)

出口戦略は次のサイクルまで持ち越し

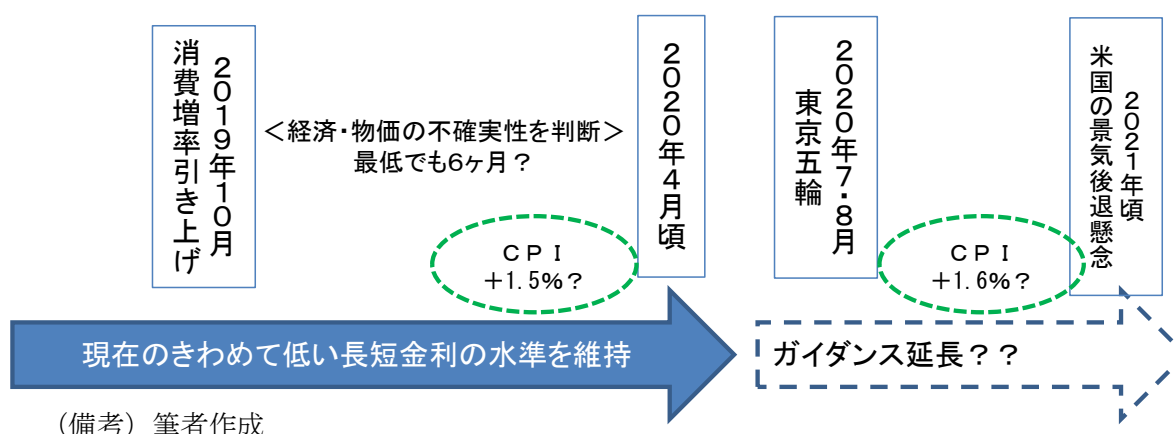
～2020 年春を過ぎると夏が終わり その先には米国の景気後退が……～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

7 月 31 日の金融政策決定会合で日銀は以下のようなカレンダーベースの色彩が強いフォワードガイダンスを導入した。後述するように、実際の政策がフォワードガイダンスに忠実ならば 2020 年春頃まで政策変更は見込まれない。またそれ以降の状況を踏まえると今回の景気拡大サイクル中に日銀が出口戦略に着手する可能性は低下した。

やや長く複雑なフォワードガイダンスを以下のとおり図式化し、時間軸を整理した。

「日本銀行は、2019 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」



フォワードガイダンスから読み取れるのは、2020年春頃まで現在のYCCが維持される可能性が高いということ。ここでいう現在のYCCとは、翌日物金利が▲0.1%で据え置かれ、長期金利が上下に0.2%の幅を持ちつつ「0%程度」で維持されるというもの。「2019年10月の消費増税引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ」と明記した以上、それまでに政策変更が施される可能性は極めて低い。またその影響を見極めるには、最低でも6ヶ月程度の時間が必要と考えられることを踏まえると、やはり2020年春頃まで現在のYCCが維持されると考えるのが自然だろう。

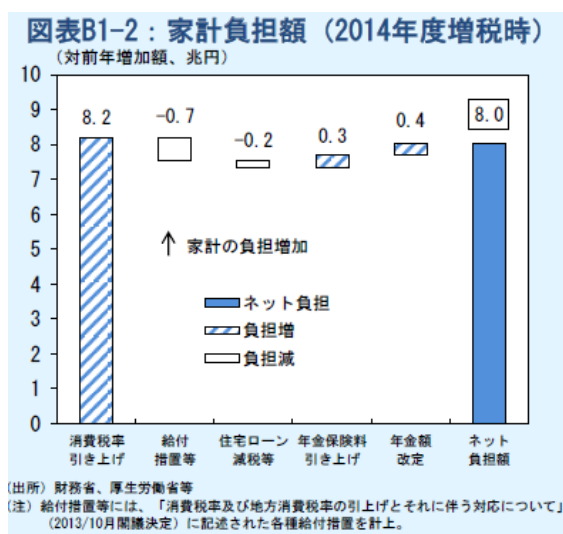
なお、英文は “The Bank intends to maintain the current extremely low levels of short- and long-term interest rates for an extended period of time, taking into account uncertainties regarding economic activity and prices including the effects of the consumption tax hike scheduled to take place in October 2019.” (下線筆者)

「当分の間」の英訳をECBの表現に寄せ、“for an extended period of time”とした。「当分の間」の受け止め方は個々人の主観や前後の文脈によって解釈が分かれるところだが、日本語で「長期間」と訳されることが多いこの表現を用いたことに鑑みると、海外投資家の出口観測を封じたい思惑が感じられる（※飽くまで筆者の感覚だが、時間的距離は「当分の間」＜「長期間」）。

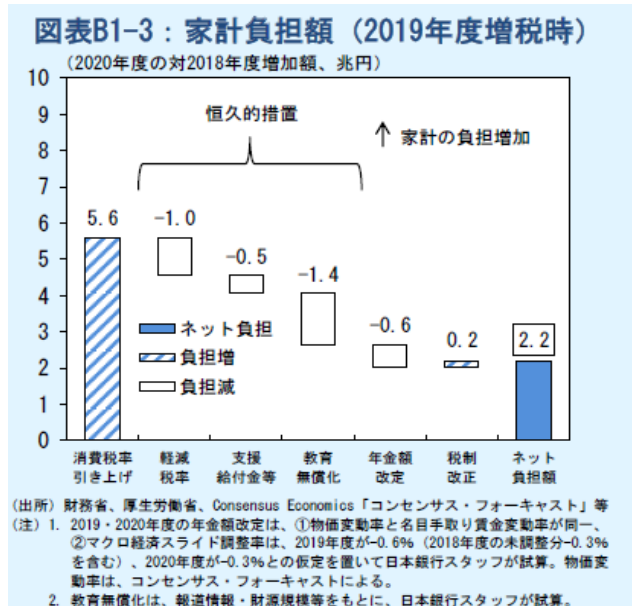
次に現在のフォワードガイダンスの外にある2020年春時点においてYCCの調整があるか検討する。ひとまず経済前提は、海外経済が順調に推移し、国内経済も消費増税の影響が薄く、増税前のトレンドを維持するという楽観的状況を仮定する。日銀の試算では消費増税にかかるネット負担額が2.2兆円と見積もられ、14年4月の8.0兆円を大幅に下回るとされているので、影響が軽微に終わる可能性が考えられなくもない。飽くまで仮定の話だが、このような理想的経済環境になっていれば、出口戦略の着手が俎上に載る可能性もあるだろう。

しかしながら、現実目を見比べると消費増税後の個人消費は芳しくない。足もとの水準は、消費増税前の駆け込み需要がピークに達した14年1-3月期水準を大幅に下回っているうえ、駆け込み需要が発生する前の2013年4-6月期を未だ回復していない。今回の消費増税はネット負担額が相対的に小さいとはいえ、こうした厳しい実績を踏まえると、増税から6ヶ月程度しか経過していない段階で「経済・物価の不確実性」がクリアになるとは考えにくい。

消費増税前後の家計のネット負担額



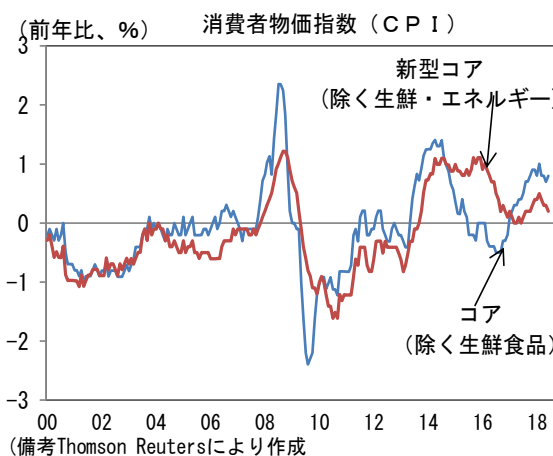
(備考) 日本銀行資料より転用





(備考) Thomson Reutersにより作成

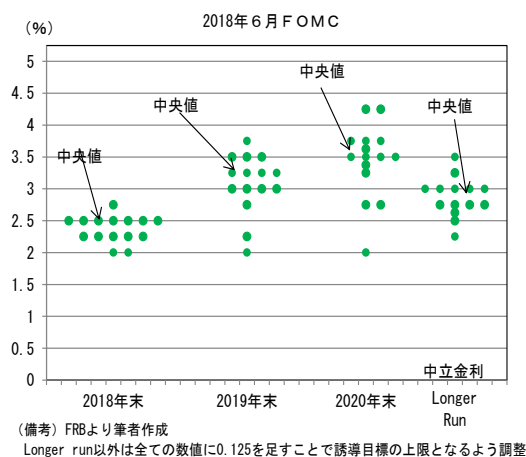
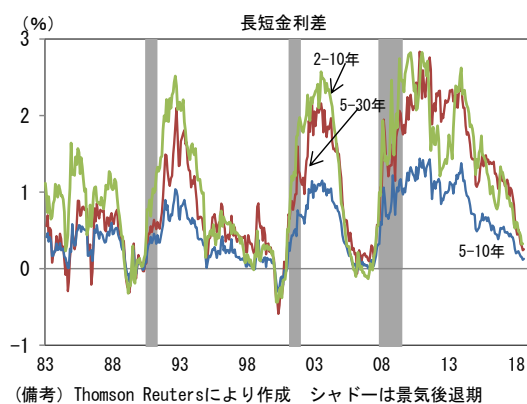
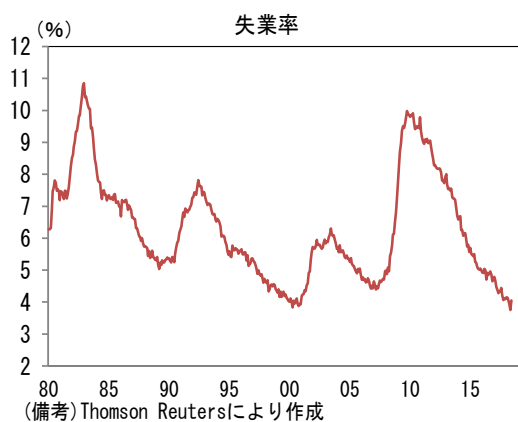
また、その頃になると人々がオリンピック後の景気減速を強く意識している可能性がある。日銀の分析によれば、オリンピック関連の建設投資が最も盛り上がるのは2018年とされ、2020年頃はむしろ押し上げ効果の剥落が緩やかになると示されている。しかしながら、オリンピック景気に対する人々の期待が強い以上、その反動で不安心理が膨らむ可能性は高く、企業・消費者サーベイで「先行き」指数を中心にマインドが悪化している姿が想起される。消費者物価が展望レポートに沿って+1.5%近傍まで伸びを高めていれば話は別だが、その可能性は低い。こうして考えると2020年春頃はYCC（およびフォワードガイダンス）を引き締め方向へと転換するのはタイミングが悪い。



(備考Thomson Reutersにより作成)

更に時間軸を先に延ばして2021年頃を想像してみたい。この頃の話題といえ、やはり米国の景気後退。現時点でも「低下余地に乏しい失業率」、「逆イールド寸前の長短金利差」など幾つかの兆候が認識されているが、2021年頃には景気の伸び代が一段と縮小している可能性が高い。ドットチャートの計画どおりに利上げが進むなら、FEDは既に利上げを終了しているとみられ、為替市場ではUSDの先安感が生じている可能性がある。また米景気の下振れリスクが高まっていれば、FEDハト派メンバーが緩和方向への政策転換を主張している可能性すらあり、日銀は対応に迫られることになるだろう。仮に消費者物価が日銀の思惑どおりに上昇したとしても、このような状況で日銀が引き締め方向に舵を切ることは自殺行為に等しい。現時点で2021年の予測は不確定要素が多く、こうした見通

しに相当な幅があることは十分に認識しているが、今回のフォワードガイダンス導入によって“出口なしシナリオ”が現実味を帯びてきたと言えるだろう。



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、第一生命保険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。

