

- ・日銀金融政策決定会合 文言削除は若田部副総裁への配慮
- ・生産、物価ともに「弱い」 雇用は「異常な強さ」
- ・ECB理事会は無風 (ガイダンス修正はデータ待ち)
- ・「悲鳴」が鳴り響く (カーブ・フラット化)

2018年4月27日 (金)

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

- ・日銀の金融政策決定会合のポイントは以下のとおり。①金融政策は「現状維持」、②反対票は片岡委員のみで新加入の若田部副総裁は賛成票を投じ、③消費者物価が2%に到達する時期について明示的な記載が削除された。また④「80兆円をめど」とする長期国債の買入れ方針に変更はなく、総括検証実施の可能性を示唆する文言もなかった。展望レポートの経済・物価見通しは以下のとおり、2018年度および19年度は成長率が僅かに上方修正、物価は18年度が僅かに下方修正。新たに加わった20年度は19年度対比で横ばい。

2017～2020 年度の政策委員の大勢見通し

——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月時点の見通し	+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月時点の見通し	+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月時点の見通し	+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

- ・今回の注目点は②と③だが、この2つは微妙に関係していると思われる。まず、文言が削除に至った経緯は、これまで繰り返されてきた2%到達時期の先送り (とそれに対する批判に) 終止符を打つことが大きいだろう。異次元緩和が始まった当初は「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」として2%への到達時期は2015年度が予想されていたが、その後は原油価格下落などを理由に複数回にわたり後ろ倒しされ、直近1月時点では「2019年度頃」とされていた。経済・物価見通しの数値は従来どおり示されているので本質的な違いがないと言えばそれまでだが、度重なる後ろ倒しが日銀の信任低下を招くことへの懸念があったのだろう。
- ・また、若田部副総裁への配慮もあったとみられる。若田部副総裁は所信聴取等で「効果と副作用を慎重に吟味し適切な政策を提示する」とやや表現を軟化させつつも「現状の政策で達成が難しいなら追加緩和策を考えざるを得ない」と発言していた。つまり「2019年度頃」が「2020年度頃」へと後ろ倒しされるなら、若田部副総裁は金融政策の現状維持に反対票を投じないと発言の整合性がとれなくなる。これはボードメ

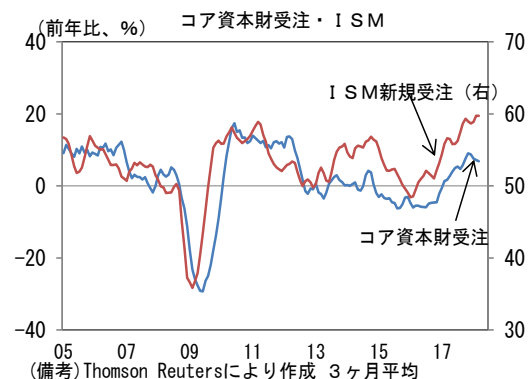
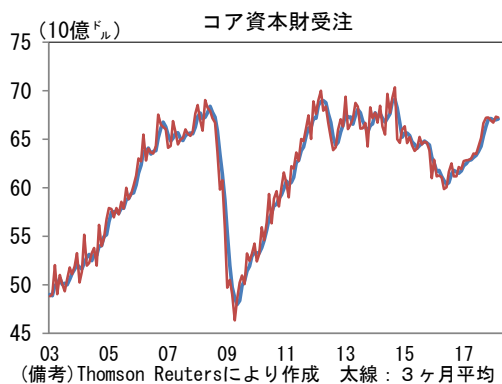
ンバーの意見対立を回避したい黒田総裁にとって都合が悪い。この点、黒田総裁は3月の記者会見で「副総裁は総裁を補佐するということになっています。ですから、総裁と副総裁とが同じ決定に参加する、同じ方向に向いているというのが望ましいとは思いますが、法律は違った意見、違った決定に参加することを 妨げないことになっています」と遠まわしに若田部副総裁が反対票を投じることに異を唱えていた。文言削除は、若田部副総裁が反対票を投じる動機を取り除く狙いがあったのではないか。

- こうした文言削除が金融政策に与える影響は軽微と思われるが、本日発表の4月東京都部CPIの失望的な弱さ（当レポートに記載あり）、年初からの円高傾向などを踏まえると、日銀が出口戦略に着手できる可能性は低下していると判断される。

<以下、再掲>

【海外経済指標他】

- ECB理事会では金融政策の現状維持が決定され、フォワードガイダンスの変更もなかった。総裁会見ではユーロ圏経済について「全般的に成長は堅調で、裾野が広い状態が続く」として、最近の企業サーベイの軟化は年末年始あたりにみられた著しい改善に対する反動であるとの見方が繰り返された。資産購入に関するフォワード・ガイダンスについては、次回理事会の6月もしくは7月に何らかの方針が示される公算が大きいとして、それまでに入手できる指標を吟味する構えを示した。ユーロ高が一服する下、企業サーベイの軟化傾向が一服すれば、年内の資産購入終了の可能性が高まる。
- 3月米耐久財受注は前月比+2.6%と予想を上振れた反面、輸送用機器を除くと▲0.0%と弱く、そこから国防財等を除いたコア耐久財受注は▲0.1%と予想外に減少した。コア耐久財は過去分が下方修正されたことから、3ヶ月前比年率では▲0.2%と減少トレンドに転じ、前年比伸び率も縮小傾向にある。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- 前日の米国株は続伸。米長期金利の低下が株式市場をサポートする下、SNS大手の好決算を受けてNASDAQ中心に上昇。WTI原油は68.19ドル（+0.14ドル）で引け。
- 前日のG10通貨はJPYが独歩高となるなか、SEKが大きく売られたほか、EURの弱さも目立った。SEKの弱さはリクスバンクが予想どおり政策金利を▲0.5%で据え置いた一方、利上げ時期を「年末に向けて」として2月に示した「年後半」から後ろ倒したことに反応したもの。USD/JPYは米長期金利の低下を横目に直近の反動もあって小幅に下落。EUR/USDは会見中に急落、1.22割れを試した。
- 前日の米10年金利は2.981%（▲4.5bp）で引け。米国固有の材料がないなか、欧州債金利の低下に追随。カーブは2年2.482%（▲0.6%）、5年2.620%（▲2.4%）、30年が3.164%（▲4.3bp）と10年ゾーンの低下幅が最も大きく、フラット化傾向が継続（解釈については[26日付けレポート](#)参照下さい）。欧州債市場（10年）はドイツ（0.593%、▲4.1bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。対独スプレッドは概ね横ばい。ECB理事会の決定およびドラギ総裁の会見が直接影響したか定かではないが、日

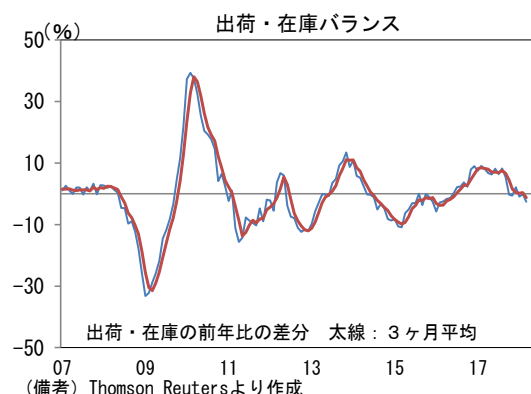
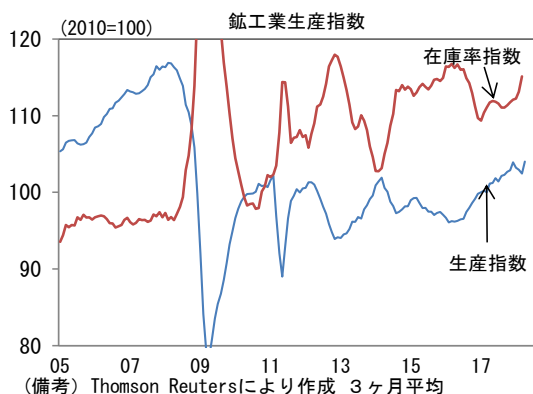
本時間23時頃に株高・金利低下・EUR売りの反応がみられた。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

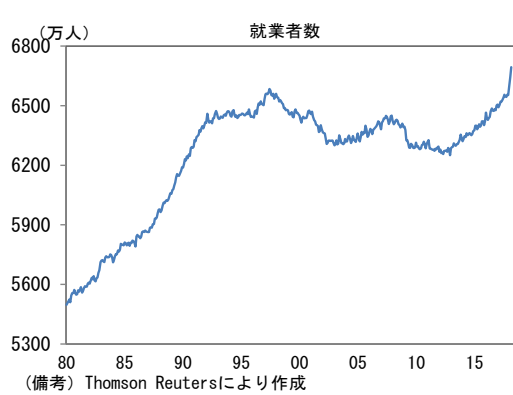
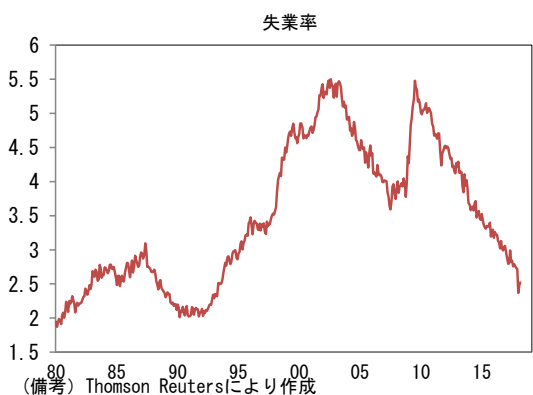
- ・日本株はUSD/JPYが安定的に推移する下、米国株高に追随（前引け）。

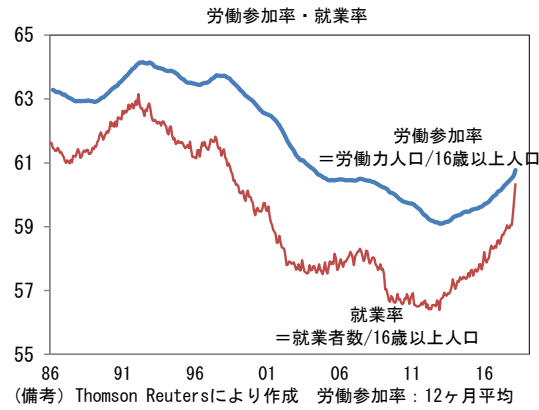
< #鉱工業生産 #失業率 #東京都区部CPI >

- ・3月鉱工業生産は前月比+1.2%と市場予想（+0.5%）を上回った。2ヶ月連続の増産も1月の大幅減産は取り戻せず、四半期ベースでは年率▲5.5%の減産（8四半期ぶり）。なお、この指標は（年間補正後も）季節調整の難しさ等からボラタイルな動きに悩まされており、奇数月に弱く、偶数月に強い傾向が鮮明。したがって四半期では1-3月期と7-9月期は弱め、4-6月期と10-12月期は強めに易く、四半期ベースで基調判断をすることが難しくなっている。ただし、そうしたノイズを除去しても過去数ヶ月は弱めの印象が拭えない。3月は出荷減（前月比▲0.2%）、在庫減（▲0.2%）、在庫率上昇（+3.5%）とバランスは悪く、前年比でみた出荷・在庫バランスは▲2.6%、同3ヶ月平均でも▲1.2%。後者は2016年6月以降で初めてのマイナス。経産省は在庫循環が「在庫積み上がり局面」に入ったと判断した。
- ・先行きを占ううえで有用な生産予測指数は4月が+3.1%、5月が▲1.6%であった。これを基に経産省が独自に試算した4月の生産予想値は+1.4%。これが実現すれば4月の水準は1-3月期のそれを年率+3.1%上回ることから、基調としては緩やかな増加傾向を辿るとみられる。ただし、4月製造業PMIでは新規輸出受注が50を割れるなど不気味なシグナルも散見されている。出荷・在庫バランスの悪さ等も踏まえると、リスクは下方に傾斜している。



- ・3月失業率は2.5%と2月から不変。失業者数が+4万人と2ヶ月連続で増加すると同時に、就業者数が+48万人と驚愕のペースで増加。就業者数の増加ペースは1月以降、米雇用統計のNFP+120万人程度に相当する強さが続いている（労働力人口の規模で調整）。非労働力人口は▲55万人と5ヶ月連続で減少し、労働参加率と就業率は上昇傾向が顕著。類似指標の毎月勤労統計で、このような“バラ色”の強さが示されていないことから判断すると、労働力調査の強さは統計の不完全さによって歪められている可能性があるものの、それでも足もとで労働市場が一段と改善している事実は揺るがない。人手不足に直面する下で企業は新規採用を積極化しているとみられる。





- ・ 4月の東京都区部CPIはネガティブサプライズ。総合CPIは市場予想の+0.8%に対して+0.5%と大幅に予想を下振れ、3月から0.5%ptの減速。生鮮野菜、エネルギーが下押しに効いたことはともかく、コア部分が弱く失望的。コア物価（除く生鮮食品）は+0.6%、新型コア（除く生鮮食品・エネルギー）は+0.3%とそれぞれ0.2%pt低下。携帯電話機、教養娯楽用耐久財が下方方向に効いた形だが、価格改定の集中する4月に広範な品目で上昇が観察されなかったことは、企業の慎重姿勢がなお強いことを浮き彫りにしている。需給ギャップ解消に伴いインフレ圧力が強まるとの見方に変わりはないが、目先の全国CPIが加速していく姿は描きにくくなった。日銀の出口戦略着手はますます困難になったと判断される。

