

日銀情勢ハ複雑怪奇ナリ ～謎の観測報道～

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

【海外経済指標他】

- ・欧米で主要な経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は横ばい圏で引け。マクロ面で材料に乏しいなか、決算も強弱区々で動意に乏しい展開に。トランプ大統領は中国からの輸入品全てに関税を課す構えがあるとCNBCで語ったものの影響は限定的。WTI原油は70.46^d（+1.00^d）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面安。19日に続いて20日もトランプ大統領が「現在の金融引き締め、これまでの努力全て失う」との見解を示したことでUSDが主要通貨に対して軟調に。EUR/USDは1.17へと上伸。USD/JPYは日銀の出口観測の高まりを受けて急落。111前半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は2.893%（+5.5bp）で引け。日銀の出口を巡る観測報道が欧米債市場に波及。米国時間午前に観測報道が相次ぐと、カーブはベアスティーブ。欧州債市場（10年）はドイツ（0.370%、+4.0bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも金利上昇。対独スプレッドはイタリアがワイドニング。

【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、20-22日の日銀の出口戦略を巡る観測報道を受けて円高・株安の展開（10:00）。

<#唐突な観測報道 #YCC微調整 #可能性は低いが警戒は必要 #物価は鈍化>

- ・7月20-22日にかけて各報道機関（時事通信、ロイター、朝日、日経）は30-31日の金融政策決定会合で「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を報じた。20日に日銀中枢部が記者向けにレクを設けた模様で日銀の意図的なリークとみられる。20日といえば、朝方に発表された6月消費者物価で新型コア（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比上昇率が僅か+0.2%へと鈍化し、日銀の出口シナリオに疑問を投げかけていたタイミングであった。それもあって筆者は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ずさを感じた。日銀としては、観測気球の意味があったのかもしれないが、市場の反応が大きくなってしまったのは、筆者と同様の印象を抱いた投資家が相当数存在したということだろう。
- ・具体的な報道と経緯は以下のとおり（BOX参照）。最初に報じた時事通信とそれに追従したロイターの記事は断定的な表現だった。両記事ともにYCCの柔軟化が7月会合で議論され、何らかの決定が下されるような書きぶりであった。ここでいう「柔軟化」はYCCの微調整開始、すなわち10年金利引き上げや誘導レンジの拡大を意味していることから、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、このように急激なポジション調整を実施せざるを得ない。
- ・もともと、21日の朝日新聞は冷静な内容。「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」（下線は筆者、

以下も同様)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。

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い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で「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)の買入れ手法も課題だ」

- ・ 今回の観測報道を受けて23日の本邦金融市場では、株安・円高・債券安が進行。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が、それでも「本格的かつ具体的な検討」には一定の警戒は必要。さすがに今回の会合でYCC微調整が決定されるとは考えにくいものの、声明文にYCCの微調整開始の検討が明記される可能性はある。
- ・ その場合、日銀の説明としては「柔軟化」と「引き締め」が明確に異なるものであることを強調するだろう。「柔軟化によって金融政策の持続可能性が高まれば長期の金融緩和が可能になる」といった論法で「出口を意味しない」との姿勢を貫き、円高、株安、金利上昇を牽制するとみられる。
- ・ しかしながら、今回のように唐突な情報伝達は、金融政策の予見可能性を減じることを通じて、緩和効果を減衰させる。また、仮にYCC微調整を巡る文言が声明文に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なければ、これまでの主張と断層が生じる。その場合、鼎の軽重が問われよう。