

フォワードガイダンスの修正

～10月の日銀会合～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
首席エコノミスト 熊野 英生 (Tel: 03-5221-5223)

10月会合は、フォワードガイダンスが修正された。長短金利を現在の水準か、下回る水準で推移するように想定しているという。これは、現状維持であり、むしろ追加緩和を行わない間はどうかを示すものだ。追加緩和に近づいたというよりも、サラミをさらに薄切りして、追加緩和から遠くなった気がする。

政策は現状維持

10月31日の決定会合は、現状維持だった。発表文では、フォワードガイダンスが書き換わったので、一見すると何か新しいことが起きたように思えるが、大枠は変わっていないと理解してよい。

少し文学的な解説をすることになるが、今回のポイントは発表文の冒頭数行をどう解釈するかに尽きる。まず、現状維持の理由は、「モメンタムが損なわれる惧えについて、一段と高まる状況ではない」ことにある。つまり、モメンタムが損なわれれば、短期金利のマイナス幅を深掘りするなどの追加緩和を行う。今回はそうではないから現状維持なのだ。黒田総裁は記者会見で何度もデータ次第と言っていた。今のデータでは、モメンタムは損なわれていないとみられる。

新しいフォワードガイダンスは、

「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。」

とある。今までの「2020年春まで」という期限はなくなった。黒田総裁は、緩和は2020年春頃までくらいでは終わりそうにないと語っていた。条件の文言は、「注意が必要な間」に限って長短金利を現在またはそれを下回る水準にするとしている。2019年8月のように、長期金利が下がったときは容認するというのをこのガイダンスは言っている。

とは言え、追加緩和をするまでに、長短金利を現状以下にする方針というのは、あまり積極的な効果を与えないだろう。2019年10-12月から2020年1-3月にかけては消費増税や米中貿易戦争の影響によって、「注意が必要な」経済データが多く発表されるだろう。そのタイミングでは、長短金利予想が低下の方に傾くことがあったとしても、それをみて日銀が追加緩和しないこともある。その時、日銀がリスクが当面、「一段と高まる状況ではない」と粘って追加緩和をしない姿勢を採れば、長短金利予想も極端に低下しない。このガイダンスがあるから、時間軸効果が強まるとは言えないと考える。

これまで日銀は追加緩和を「するぞ、するぞ」と言って、なかなか実行しなかった。今回は、新しいことをしたように見えても、それは所詮ガイダンスの修正なのだ。追加緩和まで5cmから3cm、そして1cmのところまで接して、今回は1cmの刻みが、実質5cmに拡大した印象である。追加緩和からはむしろ遠くなった気がする。

モメンタムの評価

日銀はモメンタムの変化に言及したことで、その評価を今まで以上に念入りに行わなくてはいけなくなった。10月は展望レポートのタイミングだから、それに加える形で今回はモメンタムの評価という別紙の文書と説明資料が付いた。政策を考える材料が次々に登場して戸惑うが、これも日銀の景気判断が弱気化したものではなく、今までよりも詳しくみてみましょうという性格のものだ。

モメンタムの評価の文書では、マクロ的な需給ギャップは「(2021年度までの)見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続く」とある。中長期的な予想物価上昇率は、「上昇傾向を辿ると考えられる」と、従来の回復シナリオが示されている。

結局のところ、モメンタムは損なわれたいと言っている。だから、追加緩和をしないのである。

気になる物価

むしろ、筆者が気にするのは、消費増税が物価に与える影響である。10月中旬の都区部の消費者物価(除く生鮮)は、9月から横ばいの前年比+0.5%だった。

消費増税と無償化によって+0.17%の押し上げ寄与があるはずが、別のところで値下げ圧力が高まっていて、結果的に相殺されたのである。これは、価格を下げなくては売上が落ちるといった小売店が値下げによって需要減を回避しようとしたためである。つまり、デフレ圧力が強まったのである。11月22日には、全国の10月のCPIが発表されて、マクロのデフレ圧力がより明確になる。日銀が、中長期的な物価トレンドを年内にもう一度確認したとき、修正する場面がないとは言えない。

サラミをもっと薄く切るのか

一連の日銀の対応を筆者はサラミ戦術と言ってきた。この認識は今回も変わらず、また延長されたかと思っている。サラミはさらに薄切りされたと思う。

むしろ、海外では、米中協議が割と上手く運び、10月末のブレグジットは遠のいて、前向きな変化が起きている。FRBも、もしかすると2020年は政策金利を据え置く可能性もある。それもあって、ドル円レートは円安のまま落ち着いている。

日銀の正念場は、2020年春頃に東京五輪効果がより明確に表れるまでの期間である。あと約3か月くらいが最も厳しい冬になる。そこで追加緩和のカードを温存することができるかが問われる。

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。