

2015年度の異次元緩和を巡る内外環境

～グローバル経済金融レビュー 2015年春～

<要旨>

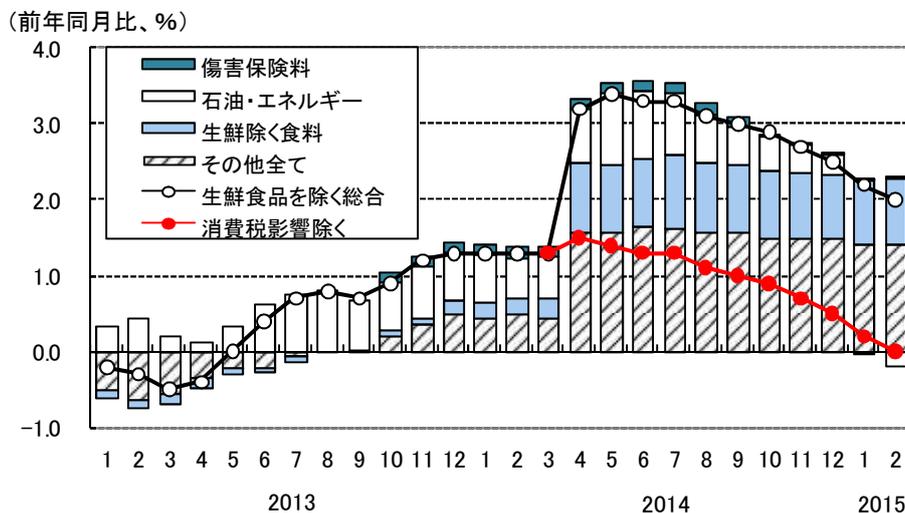
日銀が量的・質的金融緩和を導入して2年が経過したが、「2年で消費者物価上昇率+2%」という当初の目標は未達に終わった。日銀は今もなお「2年で+2%」という当初目標の基本的な枠組みを変えず、その達成が可能であるとの立場を崩していない。しかしこれまでの物価の動きや、現在の内外経済環境を見ると、物価上昇ペースは緩やかなものに留まって緩和の再拡大が行われる可能性が高く、またその後も円安と原油高という条件が揃わなければ、「2年で+2%」という目標枠組みの修正が必要となる。その際に、これまでの緩和策の効果に対する期待が剥落した場合には、円高・株安圧力が強まると見られ、これを日銀が市場とのコミュニケーションでどの程度軽減できるかが問われることとなる。

1. 未達に終わった当初の日銀物価目標

黒田総裁率いる日銀が2013年4月に「量的・質的金融緩和(通称:異次元緩和)」を導入してから、2年が経過した。「消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』を、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」という日銀の強いコミットメントを前面に打ち出し、その手段として過去にない規模で資金を供給する政策であった。

しかし実際の物価上昇率は2014年4月に前年同月比+1.5%(消費税率引き上げの影響除くベース、以下同じ)まで上昇した後は鈍化し、2015年2月にはゼロに落ち込んでいる(図表1)。昨年10月には、消費税率引き上げ後の需要回復が鈍かったことと、原油価格下落が期待インフレ率の上昇を妨げるリスクが出てきたことを理由に、年間の資金供給量を80兆円に増やす異次元緩和の拡大も行われたが、物価上昇率鈍化に歯止めはかからなかった。

図表1 消費者物価上昇率の推移

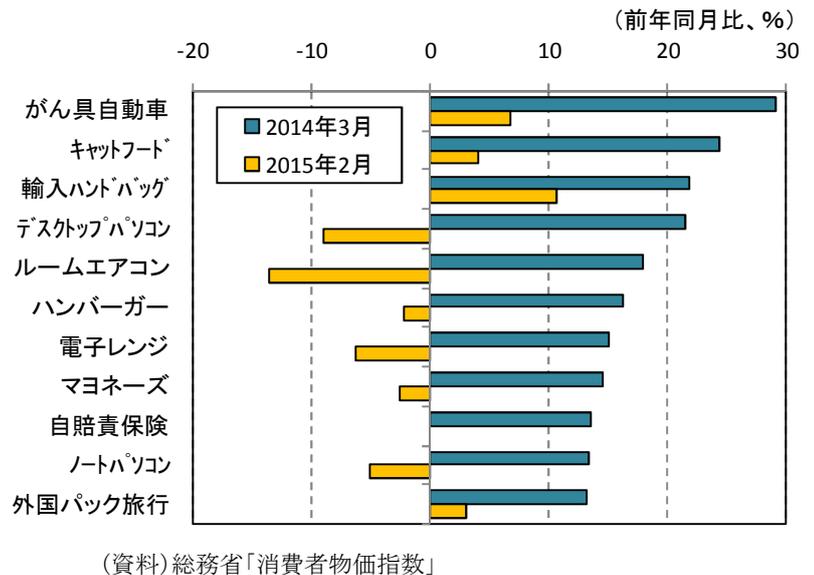


2014年4月から上昇率が鈍化していった主な要因はエネルギー価格の低下と、円安による物価押し上げ効果剥落である。10月の異次元緩和拡大を挟んで、円ドルレートは1ドル＝105～110円から同120円前後まで円安に振れたが、前年同期比の円安進行率は10%弱に過ぎず、異次元緩和導入時の年間2割と比べるとかなり小さかった(図表2)。このため、2014年秋以降の物価押し上げ効果も限られ、エネルギー価格低下の影響を補うには及ばなかった。品目別に見ても、2014年3月に円安の影響で高い上昇率になっていた品目は、2015年2月には消費税率引き上げの影響を受けているにもかかわらず、悉くプラス幅が縮小、あるいは耐久消費財を中心に前年比マイナスに落ち込んでいる(図表3)。もともと物価の基調はさほど強いものではなく、+1.5%まで高まったのは円安という一時的要因によるところが大きかったという整理が妥当だろう。

図表2 円レート前年同月比の推移



図表3 2014年3月に上昇率高かった品目

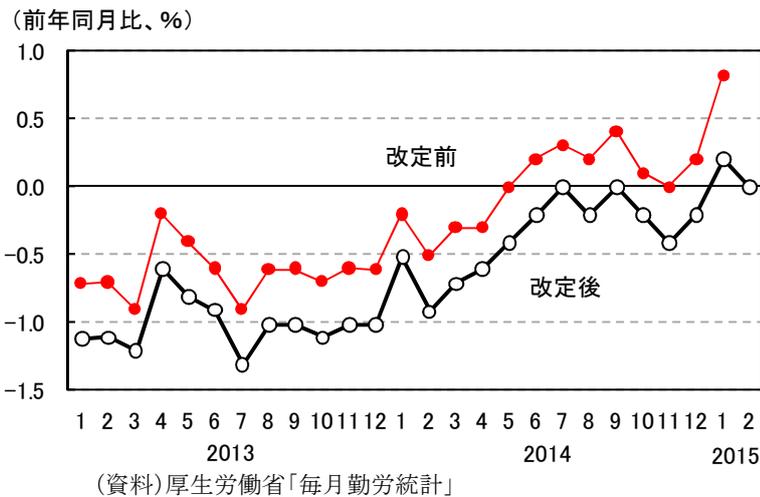


2. 2015年度の消費者物価見通し

それでも日銀は、当初の「2年程度で+2%」という物価目標の基本的な枠組みを変更しておらず、これが達成可能という立場も崩していない。+2%達成の具体的な時期は、展望レポートでの記述を徐々に変えて目標達成期間の範囲を広げ、現在は「2015年度を中心とする期間」として、2016年度初めまでを視野に入れている。そして物価上昇率については、原油価格の緩やかな上昇を前提に「2015年度を中心とする期間」、すなわちあと1年程度で+2%に達する可能性が高い、としている。その際に重要な役割を果たすのが賃金であり、総裁記者会見などでは今年春闘でのベースアップ率が+0.7%程度と昨年の+0.4%弱から上昇し、こういった賃金情勢の改善が物価を押し上げていくという見方を示している。

しかし、国内の賃金を調査する厚生労働省「毎月勤労統計」における2014年の一人当たり基本給伸び率は、4月に行われた統計改定によって+0.4%から▲0.4%に下方修正された(次頁図表4)。これは、2014年春闘でのベースアップが全労働者の平均賃金に及ぼす影響は小さかったことを示すものであろう。今年ベースアップ率が高まったとはいえ、+0.7%程度では+2%の物価上昇率を安定させるほど平均賃金上昇ペースが速まる可能性は低い。夏場までのCPIコア上昇率が、昨年同期に高水準だったエネルギー価格低下の影響でマイナス圏に突入する中、2016年度初めまでの+2%達成は難しいという見方が強まっていくと考えられる。

図表4 賃金統計改定前後の一人当たり基本給伸び率



3. 考え得る日銀の対応と異次元緩和を巡る為替環境

当部は、この先の物価上昇率がなかなか高まらないという見方を前提として、2015年度前半にも異次元緩和の再拡大が行われると見込んでいる。

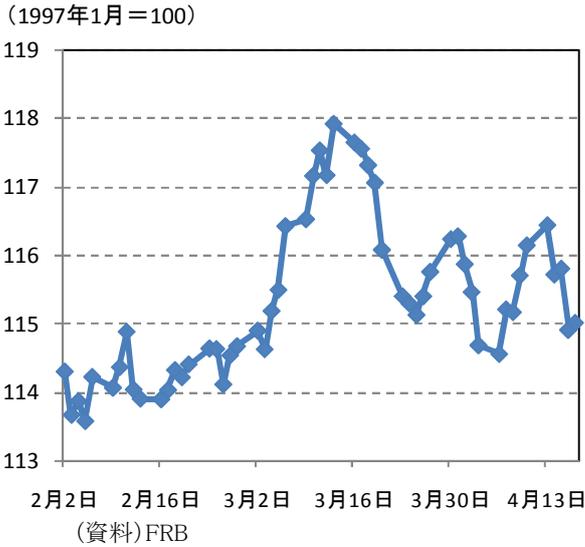
これに対して金融市場が過去と同様の反応を示せば、円安が進む。円安に加えて原油価格が上昇に転じ、2015年度末から2016年度にかけてCPIコア上昇率が+1%を超える程度まで高まれば、日銀は「+2%の達成が視野に入った」として、国債買入額減少を模索し始める余地が生まれよう。

このような日銀目標達成を前提とした「平穏な異次元緩和出口」のシナリオは、円安と原油価格上昇という条件が揃う以外には考えにくい。では、日銀金融政策のシナリオに大きく影響する為替の動きをどう見ればよいか。日本では金融緩和が強化され、米国は利上げに近づくというファンダメンタルズも前提とすると、2015年度は円安が続くというのが基本的な見方になるが、逆に円高をもたらす為替市場の不安定要因も複数の経済圏に存在する。具体的には、以下の通りである。

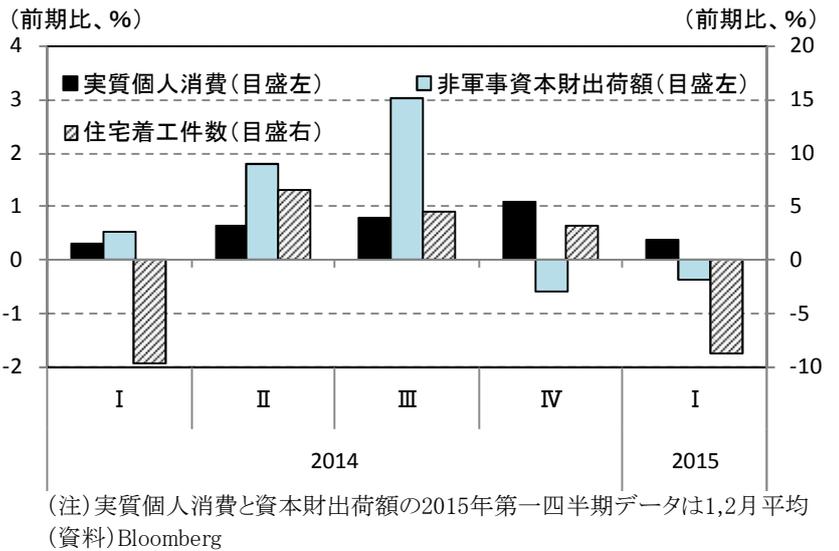
(1) 米国のドル高容認姿勢の持続性

米国が他国より利上げに近いというファンダメンタルズ面のドル高環境は変わっていないが、3月FOMC声明文で米国景気判断の下方修正要因に輸出鈍化が採り上げられるなど、米国政策当局のドル高警戒感が出始めていることは、日銀緩和拡大の円安効果を弱める。実際、前回FOMCが開催された3月半ば辺りを境に、米ドル実効レートは一旦ピークアウトしている(次頁図表5)。また、寒波という一時的要因の影響もあるとはいえ、1-3月期の米国成長率が低くなると見られることもドル高円安反転のきっかけとなり得よう(次頁図表6)。

図表5 米ドル実効レート推移



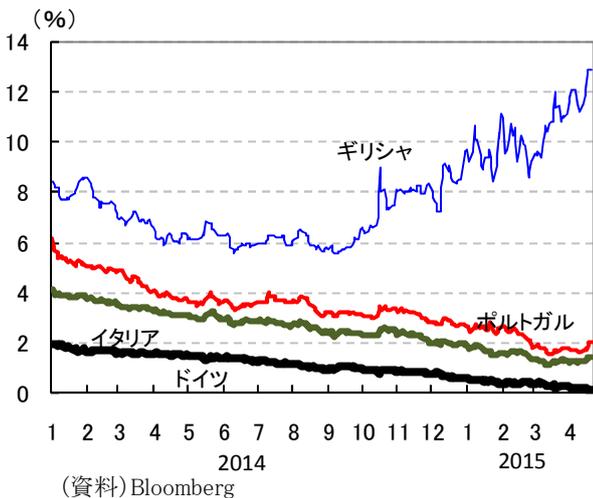
図表6 米国のGDP需要項目関連月次指標



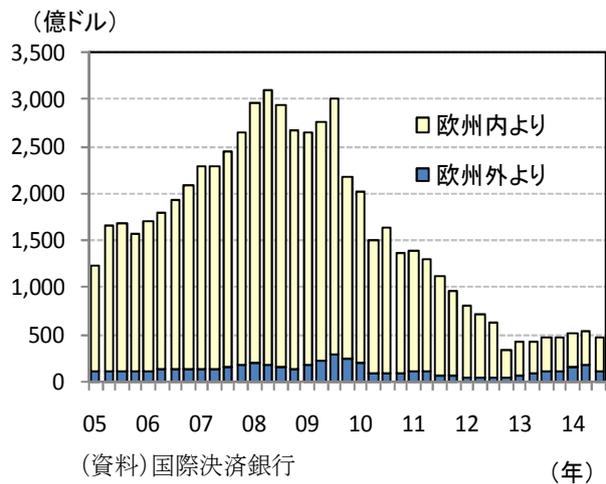
(2)ユーロ圏に存在する為替市場不安定要因

ユーロ圏では、政府債務問題再燃のリスクが為替市場不安定化要因の一つである。ギリシャの10年債利回りは昨年半ばから上昇し、3月半ばからは10%を超えている(図表7)。2011年に欧州債務問題が急拡大した時と比べると、ギリシャ向けの他国からの与信はかなり減少している上に、欧州安定メカニズム(ESM)や欧州中央銀行による国債買入れプログラム(OMT)といったセーフティネットが整備されたこともあって、一国の情勢悪化が他国に連鎖するリスクは小さくなっている(図表8)。ただそれ故にギリシャのユーロ離脱を容認する可能性もかつてよりも高くなっている。最終的に離脱した場合はもちろん、離脱に至らなくとも、その間の情勢変化によっては国際金融市場の緊張が高まり、ユーロ安円高要因となる可能性がある。

図表7 ユーロ圏の10年国債利回り



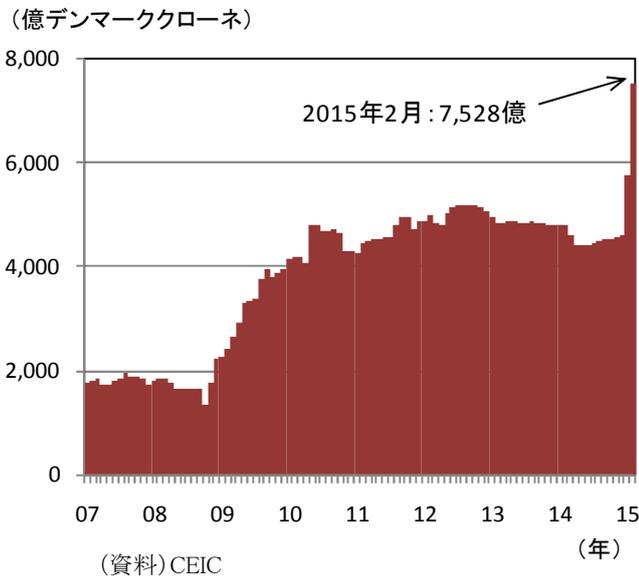
図表8 ギリシャ向けの対外与信残高



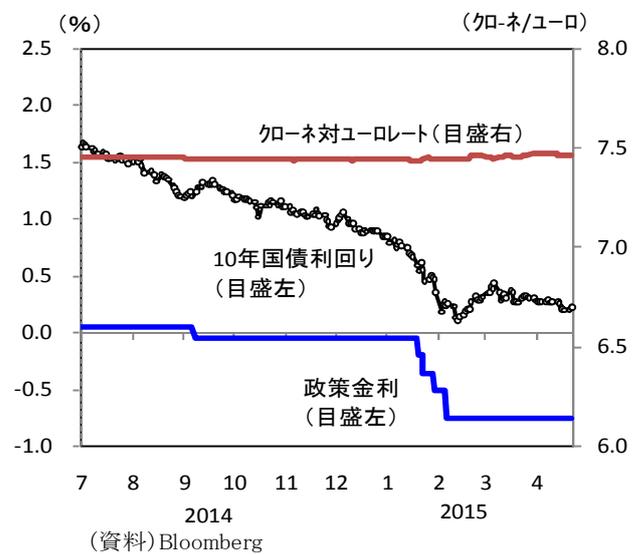
また、スイス国立銀行の対ユーロレート上限撤廃と同様に、これまで固定してきた為替レートが変更されて為替市場の急変動を招く可能性もある。これに当てはまるのが、2015年に入ってから外貨準備高が急増しているデンマークである。同国は自国通貨の対ユーロレートを一定範囲内に保っている(1ユーロ=7.46クローネ±2.25%)。ECBの量的緩和採用に前後して、自国通貨の上昇圧力を緩和するために度重なる利下げに踏み切り、現在政策金利を▲0.75%まで引き下げて

いるが、それでも対ユーロでの自国通貨上昇を止めきれず大量のユーロ買い介入を余儀なくされているものと見られる(図表9、10)。この先も外貨準備の増加が続けば、1月のスイス同様、ユーロ安による中央銀行バランスシート毀損のリスクを警戒して、為替政策が変更される可能性がある。こういったユーロ安の副作用も、為替市場の攪乱要因となる可能性がある。

図表9 デンマークの外貨準備高



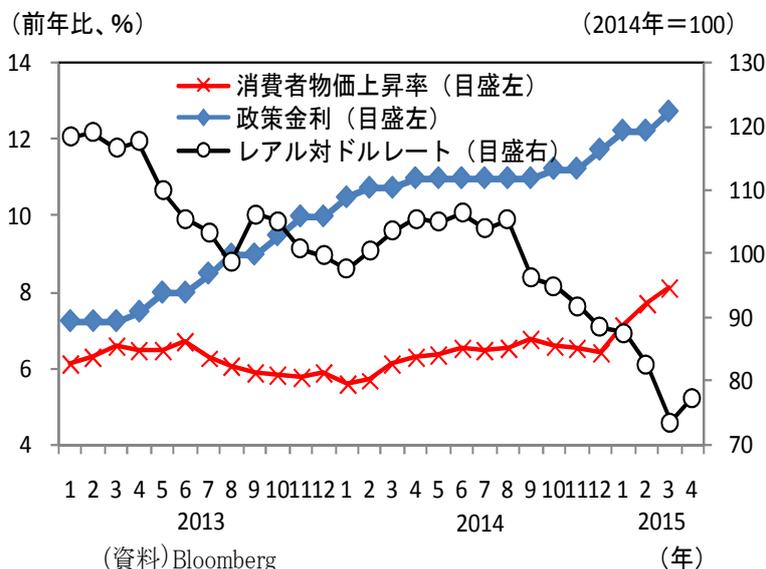
図表10 デンマーククローネレートとの主要金利



(3)新興国・資源国に存在する為替市場不安定要因

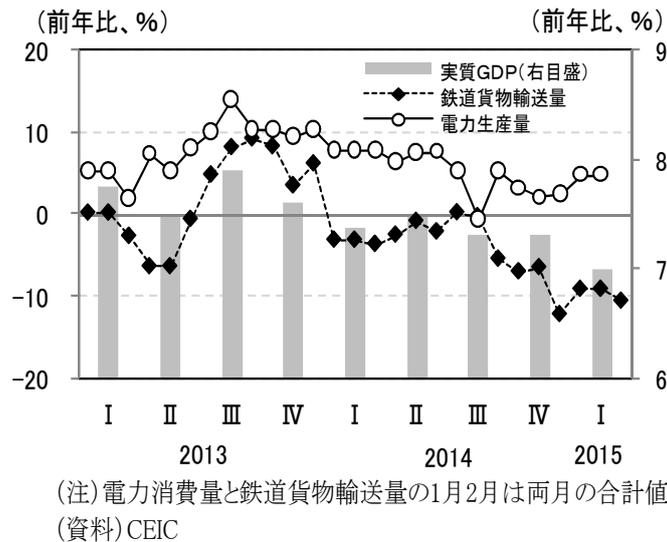
そして市場リスクオフと円高のきっかけは、新興国・資源国にもある。その筆頭がブラジルであり、IMFの4月経済見通しにおける2015年成長率予想が▲1.0%と、1月の+0.3%からマイナスにまで下方修正されるなど厳しい状況にある。レアル安は3月末を境に一旦歯止めがかかっているが、インフレ高進が続く中で利上げを余儀なくされている上に、ソブリン格付維持のための財政緊縮が景気の足を引っ張っている(図表11)。更には、石油公社ペトロbrasの汚職問題が政治への信認にも影響するなど、ソブリン格下げから通貨安・インフレ高進という悪循環に陥ることも考えられる。ブラジルの情勢悪化をきっかけに、他の新興国・資源国通貨に対する見方が厳しくなって国際金融市場がリスクオフに転じる可能性がある。

図表11 ブラジルの通貨レート・インフレ率・政策金利



なおブラジルの環境は、中国の経済動向にも左右されよう。中国の1-3月期成長率は前年同期比+7.0%と、10-12月期の+7.3%から6年ぶりの低成長に鈍化した。この動き自体は政府目標と同じ成長率への鈍化であり特段のサプライズではないが、鉄道貨物輸送量が前年比マイナスに転落するなど、実態は成長率以上に厳しい可能性もある(図表12)。中国景気減速の深化と長期化は、原油も含めた資源価格を押し下げる要因となるため、この先の中国景気減速が深化あるいは長期化するとの観測が強まれば、ブラジルが益々厳しい環境に晒され、新興国発のリスクオフ局面を招く可能性が高くなるだろう。

図表12 中国の主要経済指標



このような要因が顕在化することで円安が進まなければ、2016年度初めになっても+2%達成は視野に入らず、「2年で2%」という当初目標の枠組みを修正する可能性が生じる。その際には、2年という期限、+2%という上昇率目標のどちらかを修正しても、これまで異次元緩和の効果に対する期待で進んだ円安・株高の流れを反転させる可能性がある。この時に日銀は、市場とのコミュニケーションを円滑に行うなどで、どの程度反動を抑えられるかが問われることになるだろう。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。