

2015年1月30日

 三井住友アセットマネジメント  
 シニアマネージャー 市川 雅浩

## 市川レポート (No.1)

## 日銀は政策判断にあたって何を重視しているのか

日銀は1月20、21日開催の金融政策決定会合において昨年10月末にまとめた「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」の中間評価を実施しました。今回は、2015年度の消費者物価見通しが大きく下方修正されたにもかかわらず、金融政策は現状維持となり、また黒田東彦日銀総裁が「消費者物価の前年比は2015年度を中心とする期間に2%に達する可能性が高い」との見方を維持する一方、「（達成時期は）多少前後する可能性がある」と述べるなど、見通しと政策決定に一貫性のない印象が残る会合となりました。そこで日銀の真意を探るべく、改めて中間評価と黒田総裁発言を分析し、政策判断にあたって何を重視しているのかについて考えてみます。

## 物価見通しとGDP見通しの変更は一応筋が通る

まず展望レポートの中間評価を確認します。図表1の通り、2015年度の物価見通しは1.7%から1.0%へ下方修正されましたが、日銀は同年度におけるエネルギー価格の寄与度をマイナス0.7～0.8%ポイント程度とみているので、この分だけ引き下げたこととなります。ただ日銀は、エネルギー価格の低下は経済にとってプラスと考えているため、2015年度の実質GDP見通しを1.5%から2.1%へ、2016年度は1.2%から1.6%へ、それぞれ上方修正しています。また原油価格（ドバイ）は1バレル55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドルへ上昇すると想定していることから、2016年度の寄与度をプラス0.1～0.2%ポイント程度と考え、この分だけ同年度の物価見通しを2.1%から2.2%へ上方修正しています。つまり「原油安は短期的に物価の押し下げ要因だが、長い目でみると経済活動の改善と物価の押し上げ要因である」と考えていることから、見通しの変更はこれで一応筋が通ります。

【図表1：2014～2016年度の政策委員の大勢見通し】

	2014年度	2015年度	2016年度
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	下方修正 0.9% (1.2%)	下方修正 1.0% (1.7%)	上方修正 2.2% (2.1%)
実質GDP	下方修正 -0.5% (0.5%)	上方修正 2.1% (1.5%)	上方修正 1.6% (1.2%)

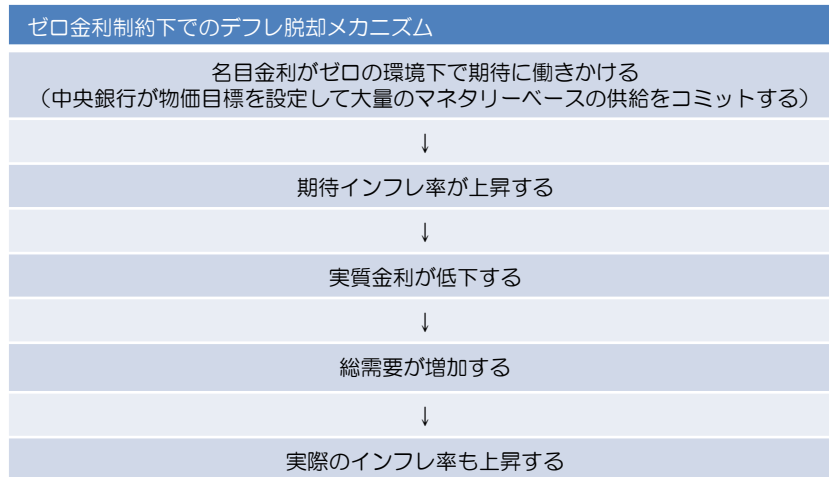
(注) 対前年度比、%。政策委員見通しの中央値。2015年1月21日時点。カッコ内は2014年10月31日時点。  
 (出所) 日銀の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

ただ原油安が続く状況のなかで、「日銀の原油価格の想定は楽観的ではないか」、「2015年度の物価目標達成はさすがに難しいのではないか」と感じるのは自然なことです。それでも黒田総裁は記者会見で、「消費者物価の前年比は2015年度を中心とする期間に2%に達する可能性が高い」との強気姿勢を維持したため、記者の方々から目標達成時期がずれ込む可能性について多くの質問が出ました。金融政策の現状維持を決めた以上、強気の見方を通すこともできますが、今回は物価見通しを引き下げています。仮に物価見通しの下方修正と平仄を合わせて、達成時期は2016年度にずれ込むと明確に述べてしまうと、それではなぜ追加緩和をしなかったのか、ということになってしまいます。質問に対し黒田総裁は「（達成時期は）多少前後する可能性がある」、「わざわざ2016年度に入りますということを行っているわけでもありません」と回答するなど、なかなか大変だったと思います。

### 重要なのは原油価格や物価見通しよりもインフレ期待の変化

原油価格や物価見通しに対して、あまり過敏になる必要はありません。日銀が重視するのはインフレ期待（市場の指標とエコノミストや企業・家計のアンケート調査でみた中長期的な予想物価上昇率）の変化です。日銀はリフレ派の理論を採用しており、その基本骨子は図表2の通りです。

【図表2：リフレ派理論の基本骨子】



(注) 上記はリフレ派理論の基本骨子を説明するものであり、すべてを網羅しているわけではありません。  
 (出所) 日銀の資料など各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

黒田総裁が常に強気の姿勢を維持しているのは、期待に働きかけるためであり、弱気になってしまうとインフレ期待にマイナスの影響が及んでしまうからです。

そして足元で期待インフレ率が低下するリスクが生じていなければ、原油安が進行していても、物価見通しを引き下げても、追加緩和に踏み切る必要はありません。今回の現状維持はまさにこの理由なのですが、どうも伝わりにくかったようです。したがって前回の会合の結果や黒田総裁の発言だけで、金融緩和が遠のいたと考える必要はありません。目先の注目材料は春闘で、大企業の一斉回答が3月中旬に予定されています。仮に賃金の上昇が十分でなく、企業や家計のデフレマインド転換が遅れるリスクが明らかになれば、4月に追加緩和が行われる可能性もあると思われます。

最後に、日銀は目標達成の時期に縛られ過ぎないようにした方が良くと考えます。そもそも物価目標を採用する中央銀行の多くは、足元の物価が目標から乖離しても金融政策を柔軟に運営し、中期的な物価の安定と持続的な経済成長を目指すという立場にあり、目標達成時期を明確に決めていません。日銀は金融緩和の強力なコミットメントの一環として達成時期を設定したため、そう簡単に変更できないとは思いますが、異次元緩和がオープンエンドであるのに、目標達成時期をクローズドエンドとするのはいくらか無理があるように感じられます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会