

現状維持、6月15日の決定会合

発表日：2012年6月15日（金）

～緩和含みでの現状維持～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

ギリシャの再選挙を前にした決定会合は、現状維持に終わった。今回、景気判断は上方修正されているが、これは追加緩和をしないための予防線ではない。むしろ、ギリシャ発の金融市場の混乱に対して、景気判断の前提が狂いそうなときには、臨時決定会合を開催したり、各国との協調資金供給に動いたりする柔軟な選択を念頭に置いているのだろう。いざという場合、政府の為替介入と連携して、日銀は長期国債の買い入れ増額によって資産買入基金を積み増すとみられる。

いざというときは動く

6月15日の政策決定会合は、7名の政策委員が全員一致で「現状維持」を決めた。この6月15日というタイミングは、まことに都合が悪いと言わざるを得ない。週末6月17日にギリシャでは再選挙がある。6月20日には米FOMCが開催されて、ツイスト・オペの延長などを決める可能性がある。

仮に、6月15日の時点で、日銀がアナウンスメント効果に強く依存した追加緩和に踏み切ったとしても、ギリシャの再選挙後に金融市場が大混乱すれば、そのアナウンスメント効果は消し飛ぶ。FRBが景気情勢の不安定さを背景に緩和延長を決めると、それがドル安・円高要因になって、日本の企業のセンチメントを悪化させる可能性がある。そこで同様に日銀のアナウンスメント効果はかき消される。したがって、限られた効果しか持ち得ないと追加緩和の限界を理解している政策委員たちは、仕方なく6月15日の追加緩和という対応は見送ったのだと考えられる。

その代わりに、日銀はいざというときに臨時会合を開いて、追加緩和に動けるように腹を括っていると考えられる。それは、ギリシャ発の混乱が、円高を引き起こして、日本経済を打撃するリスクが高まったときである。総裁会見では、欧州問題では「金融市場の安定が保てるかどうかが決定的に重要」であり、「細心の注意をもって国際金融資本市場を見ている」と白川総裁は述べている。「各中央銀行は、私のレベルも、スタッフのレベルも、密接な意見交換を行っている」という発言からは、リアリティのある緊迫感が伝わってくる。

仮に、日銀が追加緩和を行うときには、円高対応というかたちになるだろう。円高に対しては、日銀のアクションだけでは十分ではないので、政府が為替介入に踏み切ると予想される。これまでの数回の追加緩和がそうだったように、「為替介入＋追加緩和」のパッケージによって円高阻止のための影響力を増幅させて対応することになる。

景気判断を上方修正

6月の景気判断は、「緩やかながら改善の動きもみられている」と、前回5月の「米国経済が緩やかな回復を続けるなど、改善の動きもみられている」から上方修正された。しかし、日銀が追加緩和をしたくないから、無理やり上方修正をしたという解釈は深読みのしすぎだ。日銀の発表文には、国際金融情勢の動きに対して「当面十分注意してみていく必要がある」と景気判断の説明の後に付け加えられている。これは、景気シナリオは今のところ上方修正だが、ギリシャ発の混乱には十分注意しないと、そのシナリオが脅かされると、政策委員会を考えているというメッセージだと解釈される。日銀は、追加緩和をしない言い訳をしているのではなく、今のところの景気判断は

脆弱だと心配しているのが実情だろう。

目下、景気におけるリスクは、逆に高まっている。米国経済の雇用回復はもたつき、欧州各国の景気指標も直近では下向きになる動きもある。前回まで「新興国・資源国に牽引されるかたちで…緩やかな回復経路に復していく」という表現が、今回「国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していく」と書き換えられたのは特徴的だ。白川総裁は、「日本経済は、当初の想定よりも外需は幾分弱く、内需は幾分強い」と述べている。日銀は、先行きについて「海外経済が減速した状態から脱していく」という見通しを維持しつつも、ギリシャの動向を巡って「世界経済を巡る不確実性」の色合いを濃くしている。日銀は、まだ緩和的な金融環境を後押ししていく時期からは脱していないと判断していると考えられる。

追加緩和のパターン

当面の金融情勢は、ギリシャ再選挙次第である。ギリシャ再選挙結果を受けたシナリオについては、いくつもの展開が起こり得る。それらについて本稿ではあえて書かないが、日銀の追加緩和の可能性を焦点にすると、3つのパターンを選択し得ると考えられる。

(1) 波乱シナリオ：円高急伸で、為替介入と同時に追加緩和。臨時会合。政府・日銀が一体で円高阻止の構えを示す。

(2) 国際協調シナリオ：各国中央銀行が同時の資金供給。日銀は、これに参加して流動性供給を積極化し、7月12日の次回定例会合で、基金の積み増しに動く。

(3) 危機回避シナリオ：ギリシャ与党が勝利し、連立政権がうまく財政運営を進める。波乱が遠のき、不確実性の払拭から円安に戻る。

今後、ギリシャの選挙が終わると、メキシコでG20首脳会合が開催され、欧州問題が議論されるだろう。このとき、市場センチメントが不安定化していれば、各国中央銀行は、流動性供給を協調して行う選択肢もある。現時点で、ユーロ、ドル、円のLIBOR金利はかつてと違って落ち着いているが、金融市場においてより一層の安心感を醸成するために流動性供給が行われることになろう。過去、日銀がこうした流動性供給に同調した経験は、2007年12月、2008年10月、2011年11月にある。前述の(2)はそれに対応するシナリオだ。

また、野田首相はG20に参加して、為替介入に動けるように、通貨安定の重要性を訴える可能性がある。2011年11月のG20では、野田首相は通貨安定を訴え、その数日前に実施した為替介入に理解を求めたという経緯がある。このときには、各国中央銀行の同時資金供給も2011年11月末に実施されている。ギリシャ発の混乱が起こったならば、同じように日銀だけではなく、政府や各国のてこ入れ策が動員されることが予想され、日銀の追加緩和はそれらのタイミングをみながら同調するだろう。

ただし、国際協調を背景にした金融緩和となる場合、一部で噂されている日銀の外債購入は見送られると考えられる。政府が外為特会を使ってドル買い介入をしているのに、二元チャネルで日銀が外債を買っていると、国際協調を容認していた国々からさえ、日本は意味不明の政策をするといぶかしがられるだろう。政府も日銀もなぜ別々にドル買をするのか説明がつかないだろう。国際協調体制が強まるほど、日銀の外債購入の可能性は遠のく。

長丁場になるリスク

もしも、ギリシャ発の混乱が生じたときには、金融政策への対応要請が強まり、資産買入基金を使った緩和策は、1度だけでは終わらずに、より長丁場になると予想される。当面は、長期国債の買い入れを増やすことで、複数回、基金の残高を増やしていくことになろう。

もっとも、長期国債の買い入れは追加緩和感を表現するシンボリックな行為でしかなくなることは、日銀にとつ

て悩ましいところである。現時点で、日銀の資産買入基金残高は70兆円。そのうち、長期国債の買い入れ目標は29.0兆円の残高である。しかし、実際の資産買入残高は50.6兆円（6月10日時点）で、長期国債残高は9.8兆円でしかない。29.0兆円の目標に対して、まだ9.8兆円しか買っていない。29兆円を34→39→44兆円と積み増したところで、短期金融市場に供給される資金量は一気に増えていかない。こうした状況になると、日銀にとっては、政治サイドなどからの追加緩和要望に答えているとしても、厭戦ムードが強まるばかりだ。

一方、政府にとっては、景気刺激の役割を日銀に押し付けておけばよいという考え方ではないだろう。消費税法案の行方が微妙な段階では、足元の景気シナリオが円高などの脅威にさらされることに対して、日銀を頼みの綱にする。しかし、消費税に関する政治決定が一段落すれば、経済成長戦略を練り直して、中長期的な景気刺激・活性化を考えるはずだ。筆者もまた、政府と日銀が歩調を合わせて、経済成長を導く流れに変えることを切に願っている。

政府が、日銀が今のまま追い込まれるのはまずいと考えている根拠は、新しく示した2名の審議委員候補にみられる。2名の審議委員候補は、前任の産業界出身の委員とは違って、2名とも民間エコノミスト出身をノミネートした。政策委員の中に、金融市場とのコミュニケーションが図り易いように、金融市場の関係者を入れようと考えているのだろう。

ところで、日銀の金融政策がここまで閉塞した状況になったのは、どこから生じたのだろうか。いくつかの答えがあるのだろうが、筆者の認識では、2012年2月14日に物価安定の目途を発表した一連の緩和策は失敗したのだと考える。金融市場とのコミュニケーションという基本を軸に地道に緩和効果を浸透させるよりも、物価目標的なアドバルーンを掲げる方が、緩和効果を演出するのに都合がよいと考えたのだろう。その対応は、経済情勢の変化を読み解きながら、市場との共通理解を深めていくという基本中の基本をおろそかにして、政治的アピールに重きを置いたものにみえる。そうしたアドバルーンの効果は数か月で霧消して、日銀はエンドレスにみえる量的拡大を要請されることになった。

今回の決定会合における警戒的なスタンスは、追い詰められても動かざるを得ない日銀の姿を再確認されるものであるが、もはや物価安定の目途などに依存せず、経済・金融情勢を見ながら政策を動かそうとする姿勢に戻っている点については評価できるものだ。