

# 増税後初めての決定会合

発表日：2014年4月8日（火）

～4月早々の追加緩和はなかった～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

消費税が増税されて初めての決定会合が開催された。黒田総裁は、記者会見で「今、追加的な緩和は考えていない」と追加緩和に否定的な見解を述べた。今のところ、消費税の反動減を織り込んでも、シナリオは崩れないと自信満々である。ただし、今後、4月30日以降の決定会合では、すでに膨らんでしまった追加緩和期待と向き合っていかななくてはならない。黒田総裁が、そうした期待感の反動をどのようにコントロールをしていくかが課題になる。

## 追加緩和予想

4月8日の決定会合では、追加緩和が見送られて、現状維持で幕を閉じた。消費税率が引き上げられて初めての決定会合だったが、この消費税増税後というタイミングは、数多くのBOJウォッチャーが追加緩和を予想する期間に入ったということでもある。因みに、4月8日ではなく、4月30日の決定会合で、新しい展望レポートの発表と同時に追加緩和を予想するBOJウォッチャーも数人いる。彼らの読み筋は、日銀は消費税の反動減にぶつけるかたちで追加緩和を行って、2年で2%という目標へ近づこうとするというものだ。

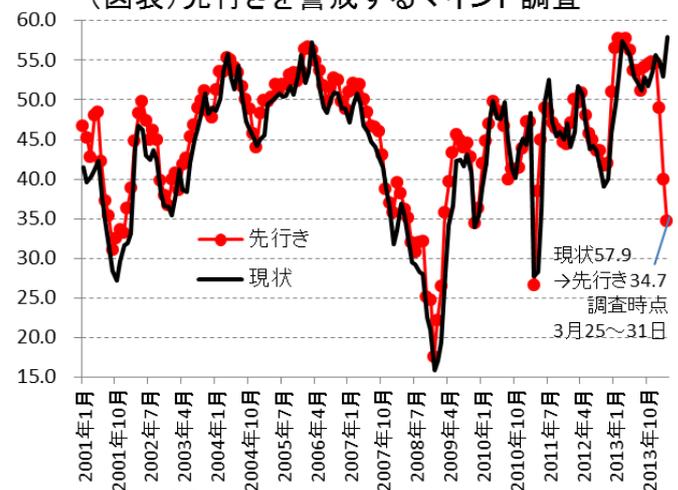
ただし、こうした読みは、消費税増税とともに日本経済を大きな反動減が見舞って、景気シナリオが予想外に下振れするという変化を伴うという条件が満たされなくてはいけない。現時点では、そうした下振れの蓋然性は低下して、4月のCPIも上振れする気配を感じさせている。

追加緩和に関してはライブ配信された日銀総裁の会見では、「今、追加的な緩和は考えていない」とにべもなかった。景気判断の評価は、「一頃より下振れリスクは後退」しており、「需給ギャップは縮小してほとんどゼロに近づいている」という評価だ。その結果、「物価安定目標の達成に確信を持っている」から、ちょうど昨年4月に決めた量的・質的金融緩和の計画を見直す必要はないということになる。

今回、確かに消費税増税のせいで、企業・個人とも先行きへの警戒感が強い(図表)。それでも、日銀は景気情勢のシナリオに対する自信を失うどころか、ますます強気である。

日銀の発表資料をみると、景気情勢の総括は、「消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている」となっている。これは、展望レポートや中間評価で記述されているメイン・シナリオの説明を踏襲した表現である。個別の説明では、「個人消費や住宅投資は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している」とある。改善の根拠を、雇用・所得環境に求めている点の特徴である。確かに、春闘の中間集計の結果などをみると、4月以降の賃上げは予想を上回りそうであるし、1～3月の雇用情勢も2000年代以降で最も逼迫度が強くなっている。日銀のシナリオが崩れれば、にわかに追加緩和に舵を切るのだろうが、現状ではそうした状況ではなさそうだ。

(図表) 先行きを警戒するマインド調査



出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」

## 1997年の時はどうだったか

総裁会見では、消費税率が引き上げられたということで1997年との比較を問われた。総裁は、「今回は1997年の状況とは全く異なる」と強調していた。国内の金融システムが頑健であることや、当時はアジア通貨危機であった点が指摘された。そして、「これまでのところ、予想を超える反動減の話はない」と、マクロ統計だけではなく、ミクロ情報を併せて点検した上で、黒田総裁はシナリオ通りであるとの見解を述べている。

ただし、現時点でも日銀のメイン・シナリオが本当に信頼できる内容なのかどうかは、もうしばらく経済動向を慎重に点検してみる必要がある。なぜならば、1997年のときも当初は景気は底堅く、その後、秋になってから認識が変わった経緯がある。今回も、じわじわと景気の足腰に消費税の実質購買力の減少などが効いてこないかどうかを時間をかけて見極めることが重要である。

参考までに、教訓として1997年春の情勢判断資料を振り返ると、今とそっくりの表現が用いられていることを示しておきたい。

「わが国の景気は、消費税率引き上げに起因する振れを伴いつつも、基調としては緩やかな回復傾向にあり、民間需要は底堅さを増している」

「消費税率引き上げの影響を現時点で十分に見極めることは困難であるが、企業部門から家計部門への回復力の波及が今暫く持続していけば、消費マインドもしっかりしたものになり、個人消費は、駆け込み需要の反動減を伴いつつも、基調的には回復を続けていくと考えられる」

「駆け込み需要の反動が予想される97年度上期に成長率が一時的に鈍化するとしても、景気回復が持続していく蓋然性は、徐々に高まりつつあると考えられる」

当時の日銀の判断は、時間が経過していくと、夏に「駆け込み需要の反動が尾を引いている」、秋には「消費税率引き上げの影響から、引き続き4月以降の減速局面にあり、企業マインドも慎重化している」と変わっていった。黒田総裁が避けたいと思うのは、当時の日銀のように後手に回ってしまう状況なのだろう。従って、黒田総裁はリスクを視野に入れながら、仮にシナリオが下振れるようなショックがあれば、公言しているように躊躇なく動くことだろう。

## しつばが胴体を揺さぶるリスク

おそらく、日銀が4月以降に警戒していたのは、追加緩和と予想が前のめりになってしまい、現状維持の結果であっても、株価・為替に反動が表れることだったのだろう。

総裁会見では、1月22日の会見と同じように、記者からの質問に答えて、現時点での追加緩和の思惑を否定している。その内容は「2%の目標実現に向けて着実に進んでいるので、今必要があるとは思っていない。ただし、常に上下双方向のリスク点検をして必要ならば躊躇せずに調整を行う」というものである。これは、1月の「これまでのところリスクは顕在化していないし、そういうリスクが顕在化しなければ現在の政策が続いていく」という姿勢を踏襲している。なお、今回の決定会合後、そして記者会見時にそうした見解を黒田総裁が述べたことに対して、今のところ株価・為替動向は、それほど緩和期待が行き過ぎていたことの反動は生じていない。

筆者は、先行きの金融政策について、追加緩和の見通しは「現状維持を続けるだろう」という見解を、以前からずっと変えていない。黒田総裁からすれば、追加緩和をしなくても、日本経済と米国経済が順調に改善すれば、物価上昇率の高まりによる円安、米経済拡大・長期金利上昇によるドル高になって、日本経済には円安・株高の方向で追い風が吹く。だから、シナリオがそのままうまく行けば、あえて追加緩和する必要はないことになる。

反面、このシナリオが崩れれば、躊躇なく追加緩和をする。つまり、黒田総裁は、マーケットが円安・株高になる流れに対して、『保険をかける』ようなかたちで追加緩和に含みを持たせている。黒田総裁の作戦に弱点があると

---

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経済調査部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。

すれば、一旦シナリオが下振れする変化が生じたときに後手に回って追加緩和が効かなくなることである。そうであれば、追加緩和に動くときには、リスクの顕在化に先手を打つようなかたちで動くのだろう。

### 総裁会見の同時配信

今回の会合では、報道機関が映像配信する総裁会見を、生（ライブ）で発信することにした。実際に、そうした方式にすると、なぜ今までそうしなかったのか不思議に思えるくらいである。もちろん、筆者は日銀のこうした情報公開姿勢は高く評価する。

ライブ配信でわかったことは、総裁発言と同時並行で為替レートなどマーケットが動く様子が「見える化」されたことである。追加緩和を否定する意図が総裁によって否定されたときには、為替レートは円高に動いた。しかし、円高への振れ幅を見ると大した変化ではなかったもので、市場の見方は冷静だと感じられる。こうした肌合いがわかることこそ、日銀と市場とのコミュニケーションが深まることになるのだろう。

細かい話で言えば、従来は通信社情報が個社によって微妙に異なっていて、戸惑う場面が稀にあった。それが、今回の画像配信の見直しでなくなっていくのだろう。さらに、通信社の情報も、映像で発信された内容が以前にも増してきめ細かくなると考えられる。メリットを挙げるときりがない。

あと課題として残るのは、日銀のホームページ上で、インターネット配信することである。それができれば、より多くの個人が総裁会見の生情報にアクセスできる。FRBやECBがすでに実施しているのだから、日銀の配信もおそらくは秒読みだろう。