

疑いが晴れない議事要旨

発表日：2014年11月25日（火）

～10月31日の政策決定会合はどうだったか～

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

11月25日に追加緩和実施から約3週間遅れで、議事要旨が発表された。追加緩和の背景は、原油要因で消費者物価の伸び率が1%前後で推移すると、日銀のコミットメントのパワーが落ちることを警戒して、追加緩和に打って出たという理由らしい。ただし、議事要旨では、決定会合前後で黒田総裁が述べていた消費税増税の延期リスクと、追加緩和との関係性は、全く言及されていない。要旨の編集過程でデリートされたのか、そもそも言及されなかったのかは不明である。

コミットメントのパワー低下はまずい

10月31日の追加緩和が決定されたときの日銀議事要旨が発表された。筆者はその内容を額面通りには受け止められないが、ひとまずは記述に沿ったかたちで、追加緩和の理由を振り返ってみよう。

まず、現状認識のところで焦点になったのは、物価動向である。多くの委員は、「現状程度の原油価格を前提とした場合、前年比でみた物価上昇率への下押し圧力は、来年度前半まで継続することとなる」と認識していた。そして、「暫くの間、+1%前後で推移する」とみていたのである。これでは、2015年度内の消費者物価2%の達成は、事実上、危うくなる。

この認識を受けて、何人かの委員は、「デフレ脱却に向けたゆるぎない決意を示すために、こうした考え方にいささかも変わりがないことをしっかりと説明していく必要がある」と述べた。そして、一人の委員は、「日本銀行は、これまで、何らかのリスク要因によって見通しに変化が生じ、2%の『物価安定の目標』を実現するために必要であれば、躊躇なく調整を行うとの方針を繰り返し述べており、ここで政策対応を行わなければ、そうしたコミットメントを反故にするものである」と強弁している（発言の主は、大方、黒田総裁であろう）。

これを意識すると、リスク要因（=原油価格の下落）によって、消費者物価の上昇率が、消費税を除いて2%になるという目標達成が難しくなると、コミットメントのパワーが低下してしまう。インフレ期待が弱まるといけないので追加緩和に打って出た、ということになる。日銀にとっては、たとえ物価上昇率の低下が、原油要因というコントロール不能の要素によるものであっても、2%は目標として追求していくというロジックになる。2%の達成が杓子定規と思われようとも、構わないという姿勢である。

足跡は残さない？

多くの人にとって、意外に感じられるのは、追加緩和に踏み切った日銀は、必ずしも景気に弱気ではなかったことだ。委員たちは、「所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと働いており、基調的には緩やかな回復を続けているという見方で一致」していると記述されている。

このことは、消費税増税による反動減が深刻な悪影響になりそうだから追加緩和をした、という見方を完全に否定するものだ。むしろ、景気に対して4月の消費税増税はあまり深刻な悪影響を与えなかったから、2015年10月に予定していた再増税を実行することに問題はないという見解を日銀が持っていることを暗示させている。

しかし、不思議なのは、追加緩和を決定した10月31日の議事要旨には、消費税増税の決定を側面支援しようとした形跡は何処にも記述されていない。日銀が消費税増税を意識して動いた「足跡」が完璧に消去されている点

は、かえって奇妙でもある。

常々、黒田総裁は、「万一（消費税再増税）先送りということによって財政運営に対する市場の信認が失われると、対応が極めて難しくなる可能性が高い」（10月17日衆議院・財務金融委員会）とか、「（追加緩和は）2015年に予定される消費税率の10%への引き上げを前提に実施した」（11月12日衆議院・財務金融委員会）と発言していた。一連の黒田発言は、消費税の再増税を強く意識して、金融政策が運営されていたことを感じさせるものだ。

10月31日の議事要旨を読んでみて、日銀は消費税再増税の側面支援をしようとしたのではないかという観測を裏付けるだけの材料はなかったが、逆にそれを否定する材料もなかった。リスク要因として原油下落が決め手になったと額面どおりに理解するのでは、少なくとも筆者の頭の中の“もやもや感”を綺麗に除去することはできない。

今回の議事要旨は、議事録ではないので、筆者にとって気になる部分は編集されてしまった可能性が残る。仮に、事務方の編集の手が加えられて、憶測を呼びそうな部位が、事後的に削除されたならば、それは政策の透明性・信認を担保する上では好ましくない。筆者などは、従来から、内閣府の経済財政諮問会議・議事要旨が、編集後に極めてクリアな議論にまとまっていて好感を覚えていた。反面、日銀の決定会合・議事要旨の方を読むと、しばしば意図的に社交辞令のように丸められた部分が散見されていて失望感を覚えることがあった。10月31日は非常に重要な会合だったので、編集されていない状態の議論が読みたかった。やはり、追加緩和と財政リスクや消費税増税との間に何らかの関係があったのではないかと、といぶかしく思う。

惑う出口論

議事要旨で興味深いのは、

「今回、追加的な金融緩和を実施することによって、2015年度下期には2%の『物価安定の目標』の安定的な達成が十分に視野に入ると考えられ、そうであれば、その時期には出口戦略の議論が開始できる状況になる可能性もある」と述べられている点だ。これは前後の文脈から、執行部の中の人物、例えば、岩田規久男副総裁が語った可能性があると考えられる。

黒田総裁は、FRBのテーパリングの完了を受けるかたちで、10月末には、「2015年度を中心とする時期に、出口を議論するのは間違いない」（10月28日、参議院・財政金融委員会）と強調した。執行部内では、出口論をいつまでも封印するのではなく、物価上昇率が高まってきたどこかの時点で、徐々に出口論にも言及することに歩を踏み出そうと考えていた可能性がある。

しかし、11月18日に安倍首相が消費税再増税を2017年4月に延期したことで、この出口論の芽は摘まれてしまったと思われる。11月19日の総裁定例会見では、出口論に質問が及んだときに、黒田総裁は珍しく言い淀んで、その後に一呼吸置いて次のように答えた。

「いずれにせよ、以前から申し上げている通り、2%の『物価安定の目標』の達成に向けて最大限の努力をしている最中であり、かつまだ途半ばですので、具体的に出口戦略について云々申し上げるのは時期尚早ではないかと思っています」。

この発言自体は、以前からの常套句である。この発言は、10月31日の決定会合時や、10月28日の参議院のときの発言を念頭に置くと、両者の姿勢が異なっている。言うまでもなく、11月18日以降は、政府の消費税再増税が先送りされることが決まったことが違いを生んだのだろう。増税が2017年4月まで遅れると、2015年度が終わってから、2016年4月～2017年4月までの量的・質的金融緩和を継続しなくてはいけない蓋然性は高くなる。黒田総裁にすれば、出口戦略の展望について、一旦、貝の口が開いて光明が見えたのは一瞬であり、11月18日には再び貝の口は堅く閉じてしまったのである。

委員たちの反論

10月31日の決定会合と言えば、議長提案に対して、5対4のぎりぎりの票数で議案が通ったことが記憶される。4人の反対票を入れた委員たちの意見はどうだったのだろうか。論点だけを要約すると、

- (1) 追加緩和の効果の持続性に疑問がある
- (2) 市場機能の低下によって運用難が強まる
- (3) 実質的な財政ファイナンスとみなされる
- (4) 円安進行が内需型の中小企業に悪影響

これだけを見ると、消費者物価の伸び率が1%前後で推移するから、追加緩和によって緩和効果を高める必要があるという執行部の意見に対する反論には、やや説得力不足の見解のように思える。

首尾一貫しているのは、木内委員の「中長期的に2%の『物価安定の目標』の実現を目指す」という反論だろう。黒田総裁の強いコミットメントが必要だという議論に平生は賛成していて、いざというときに副作用論を用いても押し切られてしまう。僅かに、反対票を投じた佐藤委員が提出した基本的見解の修正案（対案）だけは、それなりに納得できる。具体的には、「第一の柱の中心的な見通しについて、『2%程度の物価上昇率を実現し』から『2%程度の物価上昇率を目指し』に変更する」という提案を行ったことだ。おそらく、佐藤委員は、心情的には木内委員と同じだが、「君子は和して同せず」の距離感を保って、前述のような対案を示したのだろう。筆者も、佐藤委員の示したように「2%程度の物価上昇率を目指す」のが望ましいと考える。