

2018年4月、黒田総裁の任期満了まで3年を切った。ここからの金融政策の予想をするにあたっては、総裁任期満了というスケジュール感を念頭に置くことがより一層重要となろう。2014年に退任したバーナンキ前FRB議長は任期満了前に出口の道筋を示し、市場にTapering観測を十分に（過度に？）織り込ませたうえで、後任のイエレン議長にバトンタッチした。黒田総裁もそれに習って任期満了前に出口戦略に舵を切る可能性があるだろう。本稿では総裁任期を念頭に置き、日銀の金融政策を予想してみた。また、依然として多くの支持を集めている7月、10月追加緩和説についても、その可能性について考察した。

筆者は2016年4月の「追加緩和&物価目標修正」を最有力視。市場動向次第で1月に前倒しされたり、7月に後ろ倒しされたりする可能性はあるものの、何れにせよ日銀が想定する物価目標の達成時期である

「2016年度前半ころ」が終わる前にそれが決定されると見込む（筆者は目標未達を前提に議論を展開）。そしてこれは黒田総裁下で決定される「最後の追加緩和」となろう。筆者は、日銀が「目標未達&追加緩和」というパターンに終止符を打つために物価目標を下方修正すると予想。目標修正と同時に追加緩和を施せば、市場の失望をある程度相殺できるという利点があるからだ。また、2016年といえばFEDの利上げサイクルの真ただ中にあり、USD/JPY下落リスクが和らぐため、日銀にとって好都合だ。この時点で任期満了まで残り2年。2016年4月の「最期の追加緩和」から半年程度経過した後にTapering計画を発表。消費税率引き上げが障壁となるものの、遅くとも総裁任期満了前の2017年中にTaperingを開始すると見込む。なお、目標修正案としては「2%を中心に上下1%程度」、「1%を上回り、かつ2%の物価目標が安定的に見通せるようになるまで」或いは「1%を短期集中目標、2%を中長期目標」などが候補としてあげられる。さすがに「2%」を外す事はできないだろうし、日銀もまた「2%目標は変えてない」と主張するはずだ。



とはいえ、2015年7月および10月追加緩和の可能性が相応に高いのも事実。筆者もこれまで7月の追加緩和を最有力視してきた。実際、日銀の追加緩和予想についてコンセンサス（ブルームバーグ調査）を確認すると、下表のとおり年内の追加緩和予想が人気を集めている。以下で7月、10月追加緩和の可能性について筆者なりの見解を示した。

まず7月会合。この頃にはコアCPIのマイナス転化が確認されているはずであり、これが日銀を動かす可能性があるだろう。日銀が最重要視するコアCPIがマイナス圏に突入するのを尻目に金融政策の現状維持を貫けば「デフレを放置」というレッテルを貼られる可能性がある。昨年10月のサプライズ緩和時に黒田総裁は、たとえ物価下落の主因が原油安であったとしても、物価が下落すること自体が「デフレマインドの転換を遅延させるリスク」に成り得ると強調した経緯があるため、その発言との整合性が問われよう。ただし、日銀が2%目標を達成すると見込んでいる「2016年度前半ころ」まで時間的余裕があるほか、コアCPIが失速するのをよそに期待インフレ率（10年BEI、5Y5Yインフレスワップ）が安定していることを踏まえると、やはり日銀が動く可能性は低い。「デフレマインドの転換は遅延していない」として現状維持を貫くだろう。そもそも論になるが、原油安は日銀の責任ではない。

次に10月30日会合。この頃になるとコアCPI（9月分まで発表済）は一段とマイナス幅を拡大させている見込みで、日銀に対する逆風が強まっていると予想される。「デフレを放置」というレッテルが貼られる可能性があるほか、「2016年度前半ころ」までの時間的余裕もなくなってくる。ただし、この頃の国内景気は相応に持ち直している可能性が高く、既往の需給ギャップ縮小が将来的に物価を押し上げるとのロジックを前面に押し出し易くなる。コアCPIも2015年度後半からはベースエフェクトによって強めの数値が期待できるため、それが日銀を支援するだろう。物価加速シナリオが描けているのであれば、現状維持を貫き易いだろう。

日銀はいつ追加緩和に踏み切るか？		
36 調査機関		
5月	0.0%	0
6月	2.8%	1
7月	25.0%	9
8月	0.0%	0
9月	0.0%	0
10月7日	0.0%	0
10月30日	30.6%	11
11月	2.8%	1
12月	0.0%	0
1月	8.3%	3
2月	0.0%	0
3月	0.0%	0
2016年4月以降	2.8%	1
追加緩和なし	27.8%	10

調査時期5/11-5/18