

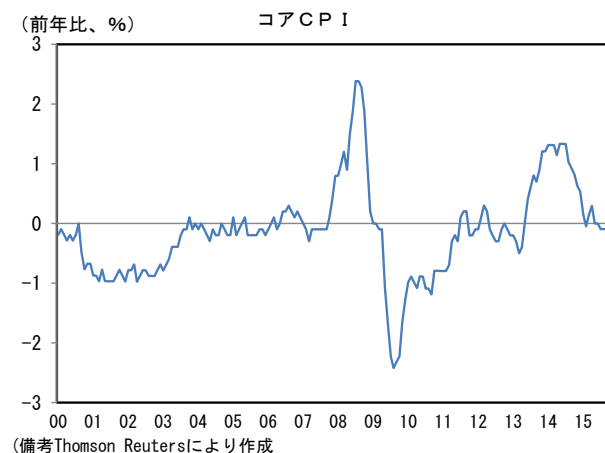
第一生命経済研究所 経済調査部
藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

1月29日の金融政策決定会合における追加緩和期待が急速に高まっている。年初からのグローバルリスクオフが日銀を動かすとの観測が強まるなか、ECBが追加緩和を強く示唆したことで、日銀が追随するとの見方が急浮上。筆者は4月の追加緩和をメインシナリオにしてきたが、今や1月の可能性も同等と考えている。そこで本稿では日銀の追加緩和の可能性についてQ&A形式で情報を整理する。

なお、今年から日銀は金融政策決定会合の回数を昨年までの14回（毎月の会合に加えて4・10月は2回開催）から8回に減らした。また、金融経済月報の作成・公表を取り止め、1・4・7・10月に公表される展望レポートに集約。金融政策決定会合の1週間後には「主な意見」を公表し、1ヶ月後には従来どおり「議事要旨」が公表される。

Q：日銀は1月の展望レポートで物価見通しおよび物価目標の達成時期を変更するか？

A：2016年度の物価見通しは10月時点の+1.4%から+1.0%程度への下方修正が必至の状況。2017年度については小幅に下方修正される可能性があるものの、前回時点の+1.8%からほとんど変化はないとみられる。その結果、物価目標の達成時期は「2016年度後半」から1年或いは半年程度、先送りされる公算大。もっとも、日銀は物価見通し下方修正の理由が専ら原油安であることを強調するはずだ。物価の基調は改善しているとの従来からの見解は崩さないだろう。

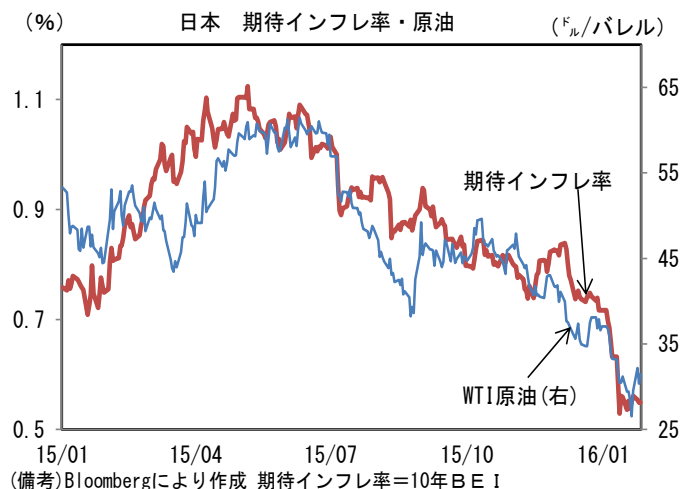
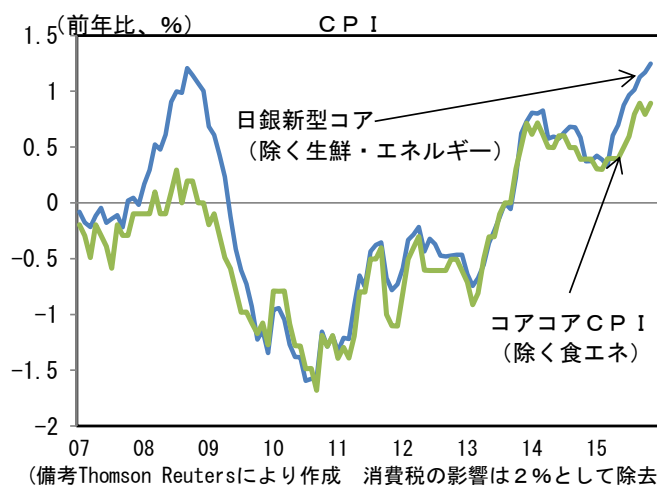


Q：追加緩和があった場合、予想されるパッケージは？

A：長期国債（年間80兆円→90兆円程度）、ETF（3兆円→5兆円）の買入ペース引き上げが予想される。一方、付利撤廃およびマイナス金利導入は見込まれない。

Q：物価見通し下方修正の主因が原油価格下落なら追加緩和する必要があるのか？

A：日銀がコントロールしようとしているのはC P I 総合であり、エネルギーはもちろん生鮮食品を含んだ物価上昇率を2%程度に保つことだ。現実的には振れの大きい生鮮食品を除いたコアC P I を政策目標に採用しているが、最近はエネルギー価格の変動が異常に大きいので、生鮮食品とエネルギーを除いた物価指数（新型コア）を日銀は重視している。その新型コアは+1.2%程度まで上昇しているほか、コアコアC P I も+0.9%まで上昇しており、90年代半ばのトレンドに回帰している。デフレ脱却を象徴する数値で、日銀はこれを根拠に“物価の基調は改善”と主張している。とはいえ、2%目標に届いていないことに変わりはなく、また日銀が重視している期待インフレ率は、B E I が原油価格下落に歩調を合わせて低下しているほか、サーベイベース（エコノミスト、家計）のそれも低下しているため、人々のデフレマインドが転換したとは言えない状況になっている。また、企業収益の増益率が鈍化傾向にあるなか、賃上げ率も鈍化する可能性があり、日銀の懸念事項となっている。

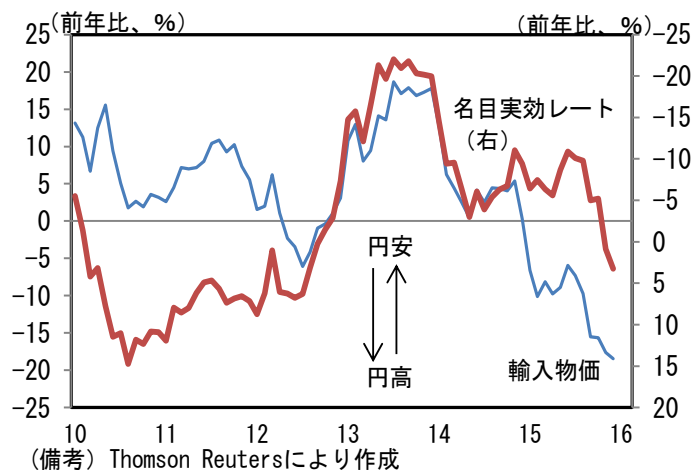


Q：E C Bが追加緩和を強く示唆したことで、日銀が追加緩和に踏み切る可能性は高まったか？

A：協調介入的に追加緩和に踏み切るとは考えられないが、日銀が「世界的に金融市場が荒れるなかで自分達だけが追加緩和をしても不発弾に終わる」との懸念を抱いていたとするならば、E C Bが事態打開の突破口を開いたことで、日銀が動き易くなったことは事実。追加緩和が決定された場合、市場は素直に円安・株高で反応すると予想される。

Q：参院選を前に追加緩和は難しいとの指摘がある。日銀に与える影響は？

A：円安が輸入物価上昇を通じて急激な食料品価格上昇を招いた経緯があるため、参院選前の追加緩和を一部政治家が嫌っていることが背景にある。しかしながら、①黒田総裁が参院選など政治的スケジュールを念頭に金融政策の舵取りをしているとは思えないほか、②政治サイドは株価下落によるアベノミクスのイメージダウンを嫌い、寧ろ追加緩和を望んでいる可能性すら考えられる。また、③為替はUSD/JPYでみても実効レートでみても既に前年比では円高水準にあり、資源価格下落と相俟って輸入物価は大幅に下落している。原油安によって円安が許容され易くなっていると換言できる。政治サイドが円安を嫌うとの指摘は最近の状況変化を的確に把握していない側面がある。新たな視点として「政府が日銀に追加緩和を要請する」といったシナリオも検討する価値があるだろう。



Q：昨年12月に発表された「補完措置」は何を意味しているか？

A：担保要件緩和とデュレーション長期化という2つの措置に対して市場の見解は二分している。主に、日銀の追加緩和を予想していない市場関係者は「大規模国債購入が限界に近づいている」と受けとめ追加緩和は難しいとの見方を強めた一方、(筆者のように)追加緩和を予想している市場関係者は「追加緩和の布石」と解釈して追加緩和予想に自信を深めた様子だ。筆者はその決定において反対票が3票も入ったことに注目。飽くまで憶測に過ぎないが、補完措置の決定が(黒田総裁が言うように追加緩和ではなく)技術的な理由に基づくものだったならば「反対票が3票も入るだろうか？」という疑問が残る。会合で議論した内容が、追加緩和の布石という意味合いが強かったからこそタカ派のメンバー(石田委員、木内委員、佐藤委員)は反対票を投じたのではないだろうか。

Q：仮に追加緩和の議案が提出された場合、反対多数で否決されることはあるか？

A：「補完措置」に反対票を投じた3名は反対票を投じる可能性が高い。しかしながら、その他委員は総裁の意見に同調する見込み。総裁が賛成ならば反対多数で否決されることはないだろう。

Q：その他、日銀の行動を予想する手がかりとなるものは？

A：筆者は目先の物価に加え、総裁任期という大きなスケジュール感を重視している。黒田総裁の任期は2018年3月まで、つまり残された時間は長くない。総裁(副総裁も含め)は、デフレ脱却というミッションを成功裏に終わらせてから退任したいと考えているはず。前FRB議長のバーナンキ氏がそうであったように、大規模緩和の出口まで道筋を開くことによってその達成が周囲に認めら

れるからだ。黒田総裁は自身が導入したＱＱＥの後処理を後任に丸投げするような事態は避けたいと考えているのではないか。だとすれば、出口戦略の計画を遅くとも2017年中には打ち出す必要がある。そこから逆算すると、2016年中に黒田総裁が最期の追加緩和を決断して“もう一度物価を噴かす”というシナリオが浮かび上がる。