

9月決定会合：10月追加緩和を占う

発表日：2015年9月15日（火）

～今回も総裁は強気だった～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

9月の決定会合は、現状維持であったが、目先の追加緩和の観測が根強くある。黒田総裁の記者会見では、新興国のリスクや物価環境についての強気発言がいつにも増して目立っていた。しかし、強気発言が依拠している経済データが、10月にかけて悪化するリスクも少なくない。10月末の展望レポートで見通しの下方修正を余儀なくされる可能性は高い。今後、10月の追加緩和の可能性を巡って、日銀と市場の間での腹のさぐり合いが続くと考えられる。

新興国リスクを認識

景気情勢が不安定化する中で、日銀の追加緩和の可能性も徐々に高まっていると感じられる。9月の会合は、現状維持であったが、景気判断の説明文には見方を慎重化させる文言が多くあった。まず、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられる」と明記されて、輸出や鉱工業生産は、「このところ横ばい圏内の動き」と慎重な見方に変わっている。この部分は8月時点では「輸出や鉱工業生産は、振れを伴いつつも、持ち直している」だった。

こうした景気認識の変化は、経済・物価の見通しにも微妙に影響を及ぼすだろう。10月30日の政策決定会合では、7月に行った経済・物価見通しを改めて改定して、半期に1度の展望レポートを描き直すことになっている。素直に考えると、ここでは経済・物価ともに下方修正をすると考えられるので、追加緩和の可能性があるということになる。具体的には、7月の中間評価では、2015年度の実質GDPが1.7%（中央値）、消費者物価コア指数は0.7%（同）の伸び率となっていた。筆者の予想では、実質GDPは1.0%前後、物価は0.3%前後に下方修正されてもおかしくないとみる。

折から、黒田総裁は「経済・物価情勢について、上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行っていく」と明言してきた。だから、10月末の決定会合は要注意ということになる。

強気が目立った総裁発言

9月の決定会合後の記者会見では、黒田総裁の応答は、かなり楽観的な発言が目立っていたように感じられる。筆者が特に印象的だったのは、「仮に、米国が利上げをした場合には、資本が新興国から流出して、新興国経済に大きな影響を与えるのではないかと議論だが、最近の新興国の議論を聞いていると、そういった懸念はかなり弱まっているように思う」とし、最近のG20を踏まえて「新興国のかなりの数の国が、米利上げの可能性について大きな懸念を示すということは少なくなっている」と次いだ発言である。

目下のマーケットの懸念は、米利上げがカウントダウンの段階に入っている中で、エンジンのひとつである中国経済に黄色信号が点滅してきたことにある。このままFRBが発射ボタンを押せば、世界経済の失速リスクは高まるので、そのリスクに対する警戒感が、世界的な連鎖株価下落として表れている。黒田総裁は、そうした警戒感に対して、リスクは弱まっていると正反対の見解を述べていたので、筆者には印象に残ったという訳である。

ほかにも、記者会見における黒田総裁の強気発言がいくつもあったので、列挙しておこう。

- ・米国がいつか利上げをすれば、米国景気の回復の確信だと理解される。
- ・中国は、財政・金融両面で政策余地は大きい。中国経済は安定成長を続けていくだろうと思っている。

- ・企業収益が高水準の下で、投資スタンス、設備投資計画は非常に強い。
- ・物価の基調を考えると、ポイントになる需給ギャップは基本的に縮まってきている。統計によってはプラスになっている。物価基調の判断は、ポジティブだ。

しかし、筆者は、黒田総裁が依拠している経済指標が徐々に悪化していくリスクを感じている。9月17日に発表される8月の貿易統計では、中国の天津港での爆発事故の悪影響が表れてくると予想される。9月30日に発表の鉱工業生産指数も、生産予測指数が示すようにリバウンドするはずの8月データが、予測指数とは異なって思いのほか弱い数字になっていけば、7～9月の製造業の稼働状況が低調になる。そうすると、製造業の企業収益拡大への不安につながるだろう。10月1日の日銀短観でも、8月以降の中国悪化リスクを反映して、企業マインドがどうなるか不透明な部分もある。さらに、10月2日の8月の家計調査によって、7・8月の消費水準が見通せるようになると、7～9月のGDPの個人消費が4～6月の期間平均に比べてどのくらい上昇しそうかがみえてくるだろう。縷々述べたが、このように10月の決定会合に向けて、現在の強気判断を修正させる可能性のあるデータが発表されることは、注意しておかねばならない。

10月緩和の難点

一方、日銀が10月の会合（7日と30日）で追加緩和の可能性を議論するとして、政策委員たちはそのタイミングでの追加緩和に対して、強いインパクトを出せると考えるだろうか。やるのならば、大きなインパクトを期待したいという点については、政策委員たちの頭を悩ませていることだろう。

おそらく、何らかのサプライズを伴うような仕掛けがなくてははいけないと考えさせる理由は、金融政策が為替レートを通じて物価に影響を与えると考えられているからだ。政策委員たちは、現在は追加緩和を行っても、為替レートの円安を促すような持続的影響力は発揮しにくい局面だと考えるだろう。その理由は、すでに長期国債の年間純増額が80兆円と巨大化しており、そこからの買い増しが限られていることにある。ETFなどの買い入れ増と組み合わせるとしても、金額的に大きさをアピールすることはできそうにない。

また、FRBの年内利上げが後ろに控えている場合（9月利上げはないという想定）には、たとえ日銀が10月に追加緩和をしても、12月に米利上げが行われるという不安材料が為替市場に根強くあるときには、それほど大きく円安には動かないだろう。また、米経済情勢がはっきりと力強くないときに、12月利上げがありそうだという観測が強まると、ドル安が進んで、10月に行われた追加緩和による円安圧力はそこで消滅してしまう可能性もある。

筆者は、そうした難点をどのように考慮しながら、日銀が追加緩和のトリガーを引くのかに注目している。メインシナリオは、10月30日に追加緩和に踏み切ると、予想しているが、日銀がタイミングをずらしてきたり、何か別途のサプライズを生み出すような工夫を加えてくる可能性も十分にあると身構えている。