

10月7日決定会合：追加緩和は次か

発表日：2015年10月7日（水）

～総裁会見はヒントなし～

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

10月7日の決定会合は、現状維持であった。総裁記者会見でも、黒田総裁は従来の景気強気をまったく崩すことはなく、近々、追加緩和を行うことへのヒントをほとんど与えなかった。これで、サプライズ緩和の可能性は大きく後退した。むしろ、10月30日に展望レポートの数字を下方改定して、一部の人々が予想している通りのかたちで、サプライズのない追加緩和を実施することになるだろう。

経済物価の見通しは早晩下方修正

10月の2回の決定会合のうち、前半10月7日は追加緩和を見送った。会合後の記者会見では、近々、追加緩和を実施するというヒントのようなものはまったく示されなかった。

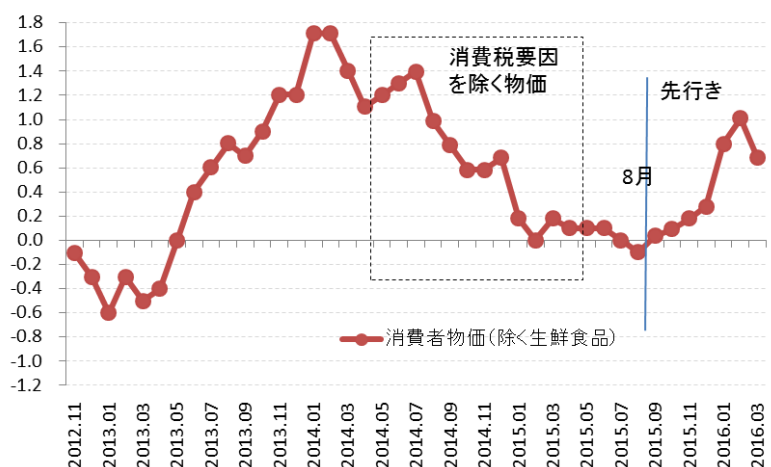
それでも筆者は、次の10月30日の会合に注目している。10月30日は展望レポートの発表もあり、経済・物価見通しを双方引き下げることがほぼ確実だ。また、目先の成長率も、4～6月の実質GDPの前期比がマイナスになったほか、続く7～9月の前期比も弱々しいものになりそうだ。8月の家計調査は、猛暑もあって前月比で強い数字にはなかったが、9月は天候不順だから弱い数字に戻る可能性がある。10月30日早朝は9月の家計調査が発表されるタイミングでもある。今後の金融市場の不安定化が継続し、さらに7～9月の成長率が芳しくないと思われるとき、黒田総裁は2016年度前半に2%の物価上昇を達成できそうにないと判断して、前々から公言している通りに「躊躇なく調整を行う」ということになるだろう。

筆者が10月30日に追加緩和がありそうだと考える理由は、そのタイミングで追加緩和をすると、物価の押し上げに大きな効果を働かせることができると考えるからだ。10月30日は、前回の追加緩和からちょうど1年が経つ。つまり、円安効果を一巡させずに、2015年度後半以降にも働かせようとする、このタイミングでの追加緩和が有効になる。もちろん、2016年度前半の物価上昇率を押し上げるシナリオにも貢献する。

普通に考えて、展望レポートの見通しの下方修正を受けて、追加緩和によって物価上昇の期待形成を後押しする必要が増してきたと説明すると、追加緩和の理屈として筋が通る。消費者物価は、目下はエネルギー要因のマイナス圧力が強く表れているが、2015年11月以降にはその圧力が剥落していく。11月から輸入物価が上昇すると、2016年1月以降の消費者物価の上昇率は0%台後半を超えてプラス幅が拡大していくことが予想される(図表)。

もしも、何も行動をしなければ、2016年度前半にかけて劣勢の状況を説明することが一段と苦しくなる。追加緩和の絶好のチャンスを見送ったこと自体が、日銀が醸成する追加緩和効果を弱める作用をもたらすことも考えられる。

前年比% (図表) 先行きの物価上昇のシナリオ



注:実績は総務省「消費者物価」。先行きは筆者の見通し。

サプライズ緩和の矛盾

金融市場では、もしかして9月15日の会合、もしくは10月7日の会合でサプライズ緩和があるかもしれないと、ささやかれてきた。なぜ、人々がサプライズ緩和を警戒したかという、そこにあるのは「日銀はサプライズを起こさない」と影響力のある追加緩和を演出できないだろう」という心理である。つまり、もう日銀には追加緩和の影響力を高める緩和余地が残されていないという台所事情が見透かされているのである。

黒田総裁は、金融政策によってインフレ予想を定着させていくと語っているが、追加緩和の影響力を高めるツールが底を付いていることは誰の目にも明らかだ。金融緩和の限界を明言することに躊躇してはいけない。

もともと、ごく短期間で消滅してしまう奇襲攻撃のインパクトで、為替円安を促進しようというのは矛盾にほかならない。長期戦を闘うとき、奇襲攻撃を繰り返して期待形成をインフレに向わせると考えることは無理がある。

当初の黒田日銀は、円安で企業収益を底上げして、それが賃上げに結び付くことで消費者物価が上がるとシナリオを描いていた。こうしたシナリオは、追加緩和があくまで一時的な物価上昇の効果しか持たないことを、黒田総裁が知悉しているから、最終形では賃上げを重視する構えになっているのだろう。

しかし、賃上げは思ったほど物価上昇を誘発せず、円安を促す追加緩和を何度も行わなくてはいけなくなった。これは、アベノミクスの成長戦略が、経済の正常化に予想以上の効果は及ぼせなかったことも通底する。2015年に入って中国経済が減速し始めて、2014年10月の追加緩和の効果を減殺したことも不都合であった。日銀の持っている弾薬庫の武器には元から、有効な政策ツールがなく、心理的効果で期待インフレを起こすという演出は短期間しかできなかった。円安だけで物価上昇を誘導するという短期決戦志向が限界に達したことが、深みにはまってきた原因である。

外堀が埋まるリスク

10月7日の決定会合は、安倍内閣の内閣改造の日程と重なった。新閣僚が決まると、補正予算を組んで、TPP発効を念頭においた農業対策や、景気対策を行おうという流れになるだろう。すると、日銀にも景気対策の一翼を担ってもらわなくては困るという意見が出てくる可能性はある。10月30日に決定会合は、そうした目に見えない圧力が働く中で、追加緩和を検討することになるだろう。

もともと、追加緩和を歓迎しない声もあるはずだ。これ以上の円安は、輸入物価の上昇を嫌う生活者から反発を受けることを警戒する論調だ。元来、こうした反発は金融政策の判断では重視されないはずだが、政治的な思惑が強まると無視することはできなくなる。6月10日に黒田総裁の発言が取り上げられて、1ドル125円の為替レートが円高方向に跳ね返されたことがある。無言の圧力として「円安は1ドル125円が限度」という“黒田ライン”が意識されたこともある。今度は、暗黙の黒田ライン突破を行わなくてはいけない。

FRBの壁はどうする

10月30日に日銀が追加緩和を行うかもしれないと考え、最大の障壁になりそうなのは、FRBの利上げである。米指標は、雇用統計もISM製造業指数も徐々に勢いをなくしている。強い経済指標を前提にした年内利上げはできそうにない。そうなると、米利上げによって株価が乱高下して、リスク回避の円高のリスクがある。日銀が10月30日に追加緩和をしても、その影響力は利上げ後の混乱にかき消されてしまうことになりかねない。

しかし、筆者はFRBの利上げは、年内利上げも厳しいのではないかとみているので、日銀は緩和するのなら早い方がよいと判断するのではないかとみている。日銀は、追加緩和の影響力を、2013年4月や2014年10月のときに高めることはできないだろうが、それでも追加緩和のメッセージ性に重きを置いて、緩和を決断するだろう。追加緩和の内容は、長期国債の買い増しなどの特段サプライズに依存しないものになると考えられる。

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。見直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。