

## 追加緩和なし、10月30日決定会合

発表日：2015年10月30日（金）

～物価2%達成は、2016年度後半～

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30日の決定会合は、追加緩和が見送られた。日銀は、物価上昇率2%の達成は、2016年度前半から後半へと後ずれしたと説明している。それでも、物価の下方修正は、大きいのはエネルギー要因という説明で切り抜けようとしている。今回、これほどの大幅な下方修正でも追加緩和がなかったことで、先行きの追加緩和のハードルは大きく上がることになる。よほどのことがなければ、日銀はもう動かないと印象付けた決定会合であった。

## 経済物価の見通しは早晚下方修正

日銀は、追加緩和をしなかった。10月30日の決定会合では、展望レポートが発表されて、経済・物価見通しの下方修正とともに追加緩和に打って出ると予想されていた。その思惑を打ち砕くように、「今回も現状維持」だと門前払いを受けた格好である。

なぜ、黒田総裁が追加緩和をしなかったのかという理由を考えると、①政治的圧力がない、②見通しの下方修正でも言い訳が成り立つ、③もう有効な緩和手段がない、という3つが考えられる。麻生財務大臣は10月23日に「金融でできる範囲は限られてくる」と追加緩和の必要性に強い力点を置かなかった。浜田宏一内閣府参与も、10月26日のインタビューで、企業収益の好調や雇用拡大を挙げて、金融政策は「静観するという考え方もある」と冷ややかだった。報道ベースでは、政府は3兆円超の補正予算を打つ見通しである。政治からの圧力がないということは、財政出動に合わせて追加緩和を発動する必要性もなくなったということなのだろうか。

## 物価2%の達成目途も半年遅れに

決定会合と同時に発表された展望レポートは、2015年度の実質GDP見通しが+1.2%（大勢見通し+0.8～+1.4%）であり、前回+1.7%から大幅な下方修正である（▲0.5%ポイント、図表1）。物価見通しも、2015年度+0.1%（大勢見通し0.0～+0.4%）は前回+0.7%から大幅な下方修正（▲0.6%ポイント）、2016年度+1.4%は前回+1.9%から大幅な下方修正であった。ここまで下方修正が大きくなると追加緩和となっておかしくないが、そうはならなかった。

日銀は、従来の消費者物価上昇率2%の達成期限を、2016年度前半から2016年度後半へと後ずらししている。従来の見通しの変化は、原油価格の想定が、7月時点では2015年度1バレル60ドル、それから見通し終盤に70ドル程度だったのが、今回は2015年度50ドルで終盤にかけて60ドル台前半へと変わっている。そうした前提の見直しは、2015年度の見通しを▲0.1～▲0.2%ポイント、2016年度の見通しを▲0.3～▲0.4%ポイントほど下押ししていることになる。ただし、下方修正の幅が、この原油価格要因だけでは十分に説明できない。ここは、黒田総裁が記者会見で「大きいのは

(図表1) 2015年10月の展望レポート

	大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮(除く消費税要因)	前年比%
	2013年度	+2.1	+0.9	
	2014年度	▲0.9	+0.9	+2.9
	2015年度<10月>	+0.8～+1.4 (+1.2)	+0.0～+0.4 (+0.1)	
	2016年度<10月>	+1.2～+1.6 (+1.4)	+0.8～+1.5 (+1.4)	
	2017年度<10月>	+0.1～+0.5 (+0.3)	+1.2～+2.1 (+1.8)	+3.1
前	2015年度<7月中旬>	+1.5～+1.9 (+1.7)	+0.3～+1.0 (+0.7)	
回	2016年度<7月中旬>	+1.5～+1.7 (+1.5)	+1.2～+2.1 (+1.9)	
	2017年度<7月中旬>	+0.1～+0.5 (+0.2)	+1.4～+2.1 (+1.8)	+3.1

注：政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。( )内はその中央値。

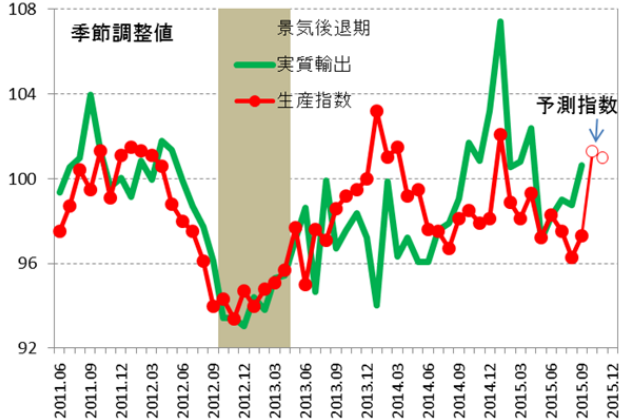
出所：日本銀行

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。見通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。

エネルギー価格要因」と説明しているのと照らして、データの変化が大きいように思える。この点は、景気拡大が予想よりも鈍かったのだろう。だから、原油下落要因だけではなく、景気情勢の変化によって期待インフレ率も低下したと理解するのが自然である。

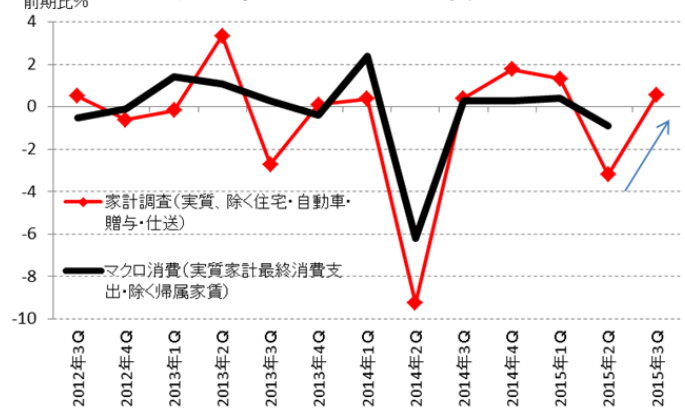
また、日銀の政策に影響を与えた要因としては、足元の経済指標の変化もある。直近で発表された指標は、10月29日の鉱工業生産と、10月30日の家計調査、消費者物価である。生産統計は、10月の予測指数が大きく伸びて、夏以降に生産がリバウンドするかたちになっていた(図表2)。家計調査は9月・前月比マイナスであるが、実質消費が7~9月は前期比0.6%の増加であった(図表3)。物価上昇が足踏みしたことで、実質消費が下押しされにくかったとも言える。

(図表2) 生産統計と実質輸出



出所: 経済産業省、日本銀行

(図表3) 家計調査とマクロ消費の比較



出所: 総務省、内閣府

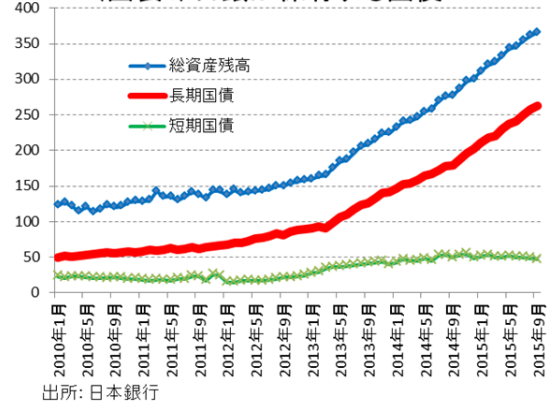
こうした指標の流れを確認して、日銀は7~9月の実質GDPが2四半期連続でマイナスの伸びになることが回避されるとみたのであろう。実際、エコノミストたちの間でも、これらデータから追加緩和が遠のいたかもしれないと感じた人は少なくなったと思われる。黒田総裁にすれば、足元の数字が中国経済の悪化を受けるかたちで急激に悪化していれば、言い訳ができなくなっていたであろうが、データがそれほど悪化しなかったことで、今回は切り抜けられると踏んだのだろう。思えば、追加緩和の予想が盛り上がったのは、8月上旬の中国発の世界連鎖株安以来であった。各種データをみて、中国リスクが顕在化していないから、追加緩和を手控えたと理解することができる。

## 追加緩和の手段

率直に言って、今回、追加緩和になっていけば、日銀はどのような緩和手段を講じたであろうか。ここは、筆者にしても大きな疑問であった。せいぜい長期国債を10~20兆円を上積みして、これまでの延長線上の緩和しか行い得なかったであろう。つまり、追加緩和を実施するにしても、限界は見えているということである。すでに、日銀は、長期国債残高が267兆円に達している(2015年10月20日、図表4)。これが年間80兆円ずつ増えるとすれば、見通しの終わり頃(2017年度末)には470兆円近くになる計算だ。

だから、大規模な追加緩和をしようとしても、長期国債は天井が見えていて、撃とうとしても大玉を撃てないのである。黒田総裁は、記者会見で「手段には限界がない」と語ったが、それは机上の話として、日銀は買おうと思えば何でも買えると言

兆円 (図表4) 日銀が保有する国債



出所: 日本銀行

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。見通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。

っているのと同じである。日銀は、極力、追加緩和をしないで、より重大なショックに対して最後のカードを温存しておきたいのだろう。

### 予想外だったマーケットの反応

日銀の会合の結果が発表された時刻 12:22 の直後、為替レートは 120.90 円/ドルが、120.40 円/ドルまで円高になった。ところが、ショックは一時的で、13:00 には再び元の水準に戻った。株価はかえって上昇して、30 日の前日比は 147.39 円の上昇で引けた。追加緩和予想が裏切られたことによる「狼」は来なかったのである。

なぜ、追加緩和の予想が大きく織り込まれていなかったのかは謎である。黒田総裁からすれば、マーケットからの風向きに逆らって不安な気持ちはあったに違いない。これで、もしも、追加緩和なしということで、円高・株安が起これば、黒田総裁は負けだっただろう。その点、黒田総裁は、今回、リスクをとって、円安・株高が進んで「勝ち」を得たということである。

あえて言えば、黒田総裁を救ったのは、海外からの風向きであろう。FRB は、10 月 28 日の FOMC で利上げの議論を 12 月 16・17 日に行うと発信した。これが、米長期金利を押し上げて、日米長期金利差を拡大させ、ドル高・円安の流れを作った（図表 5）。日本の長期金利は、追加緩和がなかったからと言って上昇する訳ではないので、円高にもなりにくかったという解釈もできる。

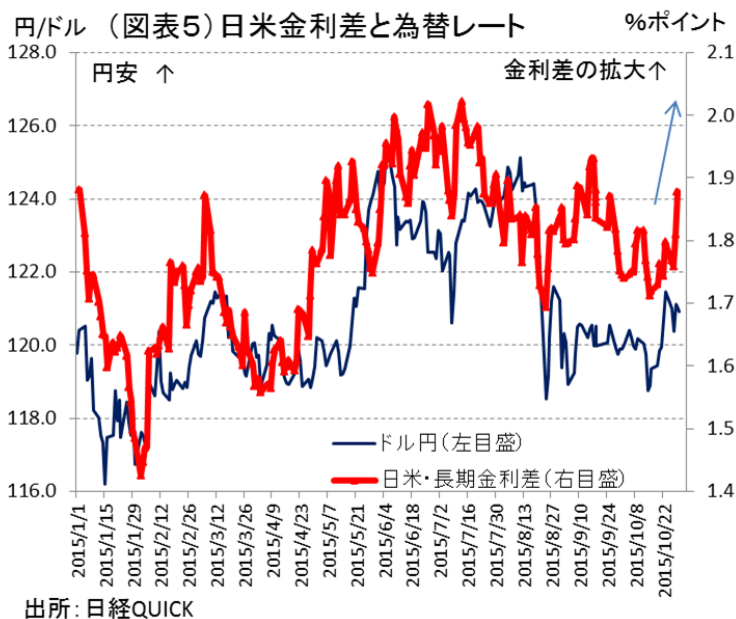
少し前からの流れで言えば、ECB が 12 月に追加緩和を示唆したことも、ドル高の流れを作って、円高基調を封じた。

黒田総裁が今回の勝負に勝ったことは、日銀が自らの政策を取り巻く外部環境に支配されにくくなったということであろう。日銀が動かされにくくなったという観測は、黒田総裁にとって自由度を与えることになる。

### 今後の金融政策

今回、日銀が追加緩和に動かなかったことで、先行きの追加緩和予想は相当に小さくなるだろう。なぜならば、今後、展望レポートの数字に大幅な下方改定があっても、同様に動かないこともあり得るからだ。しかし、そうなると、どれだけの見通しの数字の改定があれば、「躊躇なく」追加緩和をすると言うのだろうか。つまり、今回のことで追加緩和のハードルは大きく上がり、今後は追加緩和に必要な説得力のある数字が打ち出しにくくなったという訳である。追加緩和の予想が後退して、2016 年 1 月からは決定会合の開催頻度は年 8 回に減ってしまう。これで、「躊躇なく調整」という言葉は効力を半分以上失ったことになる。

筆者も、これで黒田総裁が次に追加緩和をする目途は、当面なしと考えざるを得ない。現在、展望できる経済情勢では、追加緩和を発動せずに、景気・物価の情勢の流れを見極めることになるだろう。



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。見通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。