

議長は執行部に何を指示したのか

2016年8月3日(水)

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

「2%の『物価安定の目標』をできるだけ早期に実現する観点から、次回の金融政策決定会合において、『量的・質的金融緩和』・『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』のもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行うこととし、議長はその準備を執行部に指示した」

目下、金融市場の話題は日銀が7月29日の声明に記載した上記一文の解釈に集中している。市場関係者の間では三者三様の見方が示され、コンセンサスは形成されていない。会合後の総裁会見でも、この一文について記者からの質問が集中したが、総裁はほとんどヒントを与えなかった。そこで本稿では、議長（総裁）が執行部（いわゆる事務方）に何を指示したのかを予想するとともに、現在、市場で示されている幾つかの見方を整理し、その妥当性を検証していく。なお、参考までに総裁会見の抜粋を以下に貼付しておく。

<総裁の回答で主要な部分を抜粋>

海外経済・国際金融市場を巡る不透明感などを背景に、特に物価見通しに関する不確実性が高まっている状況を踏まえて、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、次回の金融政策決定会合において、この3年強の間の色々な金融緩和の下での経済・物価の動向、あるいは政策効果について、「総括的な検証を行うことにしました。もちろん、スタッフは常に分析をしているわけですが、「量的・質的金融緩和」を導入して3年強、そして「マイナス金利」を導入して半年—1月に決定して実際に適用されたのは2月からですから半年位—というところで、「総括的な検証」を政策委員会において行うということです。政策委員会の全てのメンバーがこうしたことが望ましいと言われまして、この公表文に示したということです。具体的に、「総括的な検証」を行った後の金融政策については、「総括的な検証」を行ったうえでのことですが、明確なのは、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するために何が必要かという観点から、「総括的な検証」を行うということです。

「量的・質的金融緩和」の導入にあたっては、「できるだけ早期に」という際に念頭に置いている期間として、2年程度という期間を示しました。「量的・質的金融緩和」の導入後、既に3年以上経過しているのは事実ですが、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するという方針に変化はありませんし、今後もそれを変更する考えはありません。

先ず最初の分岐点は、この一文が追加緩和の布石なのか否かである。「議長が執行部に指示」という文脈を見て真っ先に連想されるのはECBドラギ総裁が得意としている追加緩和の「予告」だろう。ドラギ総裁は、ECB内部の意見調整、追加緩和期待を繋ぐという目的もあって、次回会合における追加緩和を強く示唆するという手法を採ってきた。この手法は会合までの1ヶ月ないしは2ヶ月の間、市場で追加緩

和を巡る憶測が飛び交うことで、そのこと自体が緩和効果を生み出すという利点がある一方、期待が膨らみ過ぎると失望を誘うリスクが高まるという弱点がある。この一文にはそうした意図がこめられているのだろうか？

筆者の見解はNOだ。こうした見方を示しているのが（恐らく）少数派であることを先に断っておく必要があるものの、これまでの黒田総裁の言動を踏まえると「検証の結果、金融緩和が不十分だったので今回新たに〇〇を追加する」等といったように過去の誤りを認める見解が示されるとは思えない。2013年4月以降の検証、つまり3年4ヶ月前との比較という視点で金融政策を評価すれば、「所期の効果があった」と結論付けることができるだろう。コア物価（除く生鮮食品）は原油価格の影響をダイレクトに受けているので参考にならないとしても、コアコア物価（除く食料・エネルギー）が一時1%に迫る上昇を記録したほか、日銀コア（除く生鮮食品・エネルギー）が一時1%台半ば付近へと水準を切り上げたことは、金融政策の効果に太鼓判を押す証拠として十分だろう。最近のコアコアCPIの減速については、7月29日の追加緩和で対処したから問題なしとの見方が示されるのではないか。

一方、あの一文を「追加緩和への布石」と捉える向きは多い。日銀が追加緩和を仄めかすような一文を挿入したのは1月29日のマイナス金利導入があまりにも唐突で、そのサプライズ感が金融政策の不透明感を通じて投資家マインドに悪影響を与えたとの反省から「サプライズ型」のコミュニケーションに区切りをつけ、「予告型」に変更したとの見方だ。今回、採用が見送られたマイナス金利深堀り、長国の買い入れペース増額は、その突発的な発表が円債市場のボラティリティ上昇や銀行株の急落といったネガティブな事象に直結する可能性がある。それに配慮してECB型の予告をしておけば事前の織り込みが進むため、大胆な緩和策が導入できるという訳だ。9月会合でマイナス金利深堀り（▲0.1%→▲0.3%）、長国の買い入れ増額（80兆円→100兆）が加わり、2会合越してフルパッケージの追加緩和が完成するとの予想もある。ただし筆者は今回日銀がETF単独の追加緩和を採用した理由を、日銀が名目金利の低下に満足したことにあるとみている。その見方が正しければマイナス金利深堀り、長国の買い入れペース増額のような金利に影響を与えるオプションが9月会合で採用される可能性は低いとの結論に辿りつく。その他では、①量・質・金利という現在の枠組みを抜本的に見直す、②マイナス金利撤回、③テーパリング示唆、など多くの憶測が飛び交っている。①については、金利の操作目標を翌日物金利から5年・10年といった長期ゾーンに時間軸を伸ばすといったレジームチェンジが選択肢として考えられるが、実質的に超長期ゾーンまで日銀の支配下にある現状を踏まえると、それをするによって得られるメリットがあるのか疑問だ。②については「マイナス金利は副作用が大きい」との結論が示されることを意味するため考えにくい、③については、「金融政策に限界は感じていない」との黒田総裁の発言に完全に逆行するため、その可能性は極めて低いと判断される。

また、これはとは別の議論で「2年を放棄するのではないか?」、「2%の目標に柔軟性をもたせるのではないか?」といった観測も一部で生じている。まず前者に関しては、そもそも日銀が2年という期間を目標にしていないという事実を再確認する必要があるだろう。時間的目標は飽くまで「できるだけ早期」で、2年というのは分析に基づく物価目標達成時期の「予測」という位置づけだ。日銀が2年を撤回するとは、そもそも可能性がゼロである。後者については、2%というピンポイント目標から2%±0.5%へと幅を持たせる、或いは木内委員が主張するように「2%の『物価安定の目標』の実現は中長期的に・・・」といった具合にトーンを弱める可能性が指摘されているが、2%目標の撤回は購買力平価説に基づく通貨高を容認することになるので、そのハードルは極めて高い。各国中銀が概ね2%のインフレ目標を掲げるなか、日銀だけがそのコミットを弱めれば為替市場で「デフレ通貨」のレッテルが貼られ、強烈な通貨高に

晒されることは想像に難くない。

以上みてきたように、9月会合で示される「検証」が追加緩和の予兆であるかは疑わしい。市場では9月会合における追加緩和が意識されている模様だが、これだけの騒動を巻き起こしてしまっただけに「ゼロ回答」だった場合の失望は大きいだろう。もっとも、このような追加緩和期待が生じることを承知のうえ、なぜ日銀が“意味深”な一文を挿入したのかという疑問は残る。追加緩和やレジームチェンジの可能性が否定できないのも事実だ。今後は8日に発表される「主な意見」でヒントを探り、9月会合までに得られる総裁発言等を精査し、考えを整理していく。