

追加緩和を見送った4月会合

発表日：2016年4月28日（木）

～動かなかったのか、動けなかったのか～

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

日銀は4月28日の決定会合では、現状維持を決めた。事前に追加緩和の予想が高まっていただけに、結果が現状維持だったことは、大幅な円高・株安を誘うことになってしまった。日銀が追加緩和を見送った理由を推察すると、マイナス金利の強化などに対する意見がまとめにくかったことや、G20における日本への為替介入の牽制が日銀の政策にも何らかの影響を与えた可能性が考えられる。これで、追加緩和をどう読むかがかなり不透明になってきた。

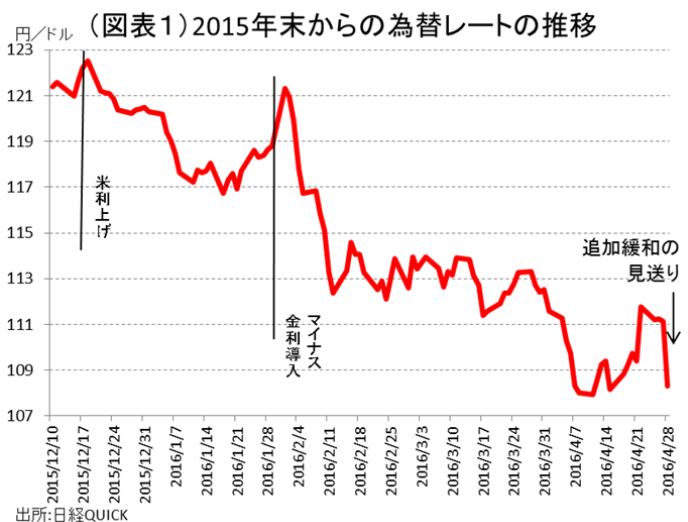
追加緩和の期待に応えず円高に

再び、日銀に予想を裏切られたと思っている人は多いだろう。今回は、筆者も予想外であった。ドル円レートは、日銀に梯子を外された格好になり、これまで追加緩和予想によって円安になっていた部分が剥落して、急速な円高になっている（図表1）。前回の会合1月29日のときは、黒田総裁がサプライズを演出しようとして、マイナス金利政策の導入を決定した。このときは、ドル円レートは一時的に円安になったが、米国発のドル安圧力に飲み込まれて、すぐに円高基調へと戻った。いずれの場合も、為替は大きく振れた。日銀は市場に期待を織り込ませることで、マーケットに無用の変動を起こさないという「市場との対話」に成功していないと思える。

では、なぜ、日銀は4月の決定会合で、追加緩和をしなかったのか。展望レポートでは、消費者物価2%を達成する目途が、2017年度上期から、2017年度中に後ずれしている。ここには原油要因のせいだけではなく、景気情勢はそれほど強まって行きそうにない要因もあろう。自然に考えると、物価見通しが後ずれするのならば、追加緩和によって「リスクに先手を打つ」ことも十分にあり得るのだが、今回、日銀はそのようには行動しなかった。ここには疑問が残る。

仮説としては、次の2つが挙げられる。マイナス金利幅を拡大するという追加緩和の手法について、政策委員の間でのコンセンサスが得られなかった。表面的には、政策金利のところ、7対2で2名の反対票が入っているが、実際はもっと割れていると考えられる。摩擦が大きなマイナス金利政策を強化することに対して、慎重な委員が複数名いるのかもしれない。それは追加緩和への自由度を奪ってしまったという仮説である。

もうひとつの仮説は、為替操作に対する米国からの批判である。4月15日にワシントンで開いたG20財務相・中央銀行総裁会議は、為替市場の動きが秩序的かどうかを巡って、ルー財務長官から日本に牽制球が飛んできた。これが、日本政府の為替介入のみならず、日銀の追加緩和も慎んで欲しいというメッセージに聞こえたために、日銀が動きにくくなった可能性はある。また、5月末には、伊勢志摩サミットを控えており、議長国である日本が為替に影響を与える政策に動きづらいという事情があったかもしれない。



さらに推測を深めれば、折しも、米大統領の予備選挙は佳境に差し掛かっている。民主・共和党の大統領候補者から日本の為替政策に対する批判が出てきかねないので、日銀はそうした雰囲気配慮したという見方もできる。

混迷に向かう政策論議

当面の焦点は、5月18日に発表される1~3月のGDP速報の結果である。この数字が予想外に悪ければ、消費税増税を2017年4月に予定通りに実施するかどうかの判断が難しくなるという観測がある。4月末の決定会合では、そうした思惑に絡んで、黒田総裁は援護射撃をすべく追加緩和をするという見方もあった。今回、日銀が追加緩和を見送ったことで、足元の景気情勢をどう支援していくかという議論では、日銀から政府にボールが投げ返された格好になる。伊勢志摩サミットで日本政府が、先進国各国に財政出動を呼びかけるとしても、消費税増税を延期したうえで財政拡張に動くというのは都合が悪い。だから、政府は、財政出動以外に、成長戦略を一段と加速させて、財政と経済の両立を狙ってくるだろう。日銀の追加緩和の見送りは、政府に対してより明確な政策対応を求めるような流をつくることになろう。

では、これで日銀の追加緩和が全くなかったかと言えば、それはわからない。もしも、米大統領選挙が意識されて、為替誘導への縛りが強まったのなら、日銀は当分は動けないだろう。しかし、今後、夏場にかけて急速な円高が進めば、過度な為替変動への対処ということで、日銀は追加緩和に動く合理性を得られることになる。筆者の印象としては、目先の追加緩和の用途は描きづらく、為替を巡った海外からの牽制力の強さをもう少し見極めたい。

2%の達成時期はまた先送り

日銀の物価展望は、今回の見通しで、2017年度上期から2017年度中に後ずれした(図表2)。これで黒田総裁の任期中で4度目だという。この後ずれについては、展望レポートでは「エネルギー価格の寄与度は、現在の▲1.0%強から次第に剥落していくが、2017年度の初めまではマイナス寄与が残ると試算される」とし、その前提の下では、「2%程度に達する時期は、2017年度中になると予想される」と記述されていた。見通し自体は、エネルギー価格の見方が変わったからという理屈立てになっているが、実際は強気だった見通しを普通の見方に修正したに過ぎない。むしろ、為替の円安化を抜きにして、どうやって消費者物価の上昇を根拠づけるかが見えにくくなっているのが実情である。

(図表2) 2016年4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%消費税率を含む
	2015年度<4月>	+0.7~+0.7(+0.7)	+0.0	
	2016年度<4月>	+0.8~+1.4(+1.2)	+0.0~+0.8(+0.5)	
	2017年度<4月>	+0.0~+0.3(+0.1)	+0.8~+2.0(+1.7)	+2.7
	2018年度<4月>	+0.6~+1.2(+1.0)	+1.0~+2.1(+1.9)	
前	2015年度<1月>	+1.0~+1.3(+1.1)	+0.0~+0.2(+0.1)	
回	2016年度<1月>	+1.0~+1.7(+1.5)	+0.2~+1.2(+0.8)	
	2017年度<1月>	+0.1~+0.5(+0.3)	+1.0~+2.1(+1.8)	+2.8

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

難しい問題は、黒田総裁の任期が2018年4月にやってくることである。2017年度中という用途は、黒田総裁の任期中は、2%の達成を見極めるだけで終わり、出口戦略は次の総裁の手に委ねられる公算が高まっていることを暗示している。出口論を議論するのは時期尚早なのではなく、議論自体ができないまま別の人物に難題が先送りされることになってしまいかねない。日銀が2%の達成時期について、2017年度中という説明をし始めたことは、それだけ前途が不透明になってきていることを示している。

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。