

## 苦肉の緩和強化

発表日：2016年7月29日（金）

～7月の決定会合～

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

7月の会合は、追加緩和と言われるが、内容はETFの増額に限られたインパクトの乏しいものだった。そこには、政府の経済対策と米通貨外交の板ばさみになって、動ける限界に直面した苦しい日銀の姿が浮き彫りとなっている。見方を変えれば、本格的な追加緩和は9月以降に持ち越しである。日銀は、9月に総括的な検証を行うとしている。

### 限界か？

7月29日に発表された日銀会合の結果は、「金融緩和の強化」であった。政府の総合経済対策に呼応したものはあるが、長期国債の買入れの増額とマネタリーベース残高の目標は行われず、現状維持となった。日銀は政府の求めに応じて動かざるを得ない立場に立たされたが、量的緩和を拡大して為替を円安方向に促すことは、米財務省からのけん制があるので動けない。だから、為替円安の誘導とは解釈されないように、ETFの増額だけに止めた。まさしく今の日銀が動ける限界に突き当たっている。

今回、かなり多くの金融関係者が追加緩和を予想していた。彼らの期待は裏切られる格好になっただろう。日銀にすれば市場観測に外堀を埋められていたから、期待を裏切れば反動が大きいことは先刻承知だったろう。それだけ米大統領選挙を意識した米通貨外交の縛りはきつかったということだ。日銀の緩和は多くの人が事前に考えているよりも制約が大きいとみた方がよい。

### 緩和強化の内容

今回、日銀がETFの保有残高の増加額を従来の3.3兆円から年間6兆円へと倍増させることを決めた。これが最も目玉の内容である。ETFの中で「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象としたETFの買入れも、3,000億円ほどとしている。

そのほか、民間金融機関に対する米ドル資金供給オペについては、担保となる国債を貸し付ける制度を新設する。これは邦銀のドル資金の調達タイト化していく状況で、日銀がドル調達を助ける効果が見込まれる。この制度は大いに評価できる。

### 円高は長期化せず

日銀の決定を受けて、為替相場はある程度は円高になるだろうが、それほど定着しないのではないかと筆者はみている。そもそも、ヘリコプターマネーは無理筋なので、それを材料視した円安は持続性のあるものではない。むしろ、ドル円レートは、FRBが9月以降に追加利上げができそうかどうかで動くだろう。8月初・9月初の米雇用統計が力強いものであれば、FRBは9月に追加利上げに動き、ドル円レートも円安方向に変化するとみる。

筆者は、FRBの追加利上げの後に日銀がマネタリーベースと長期国債を増額する緩和をする可能性はあると予想する。なぜならば、FRBが利上げしておいて、米国がドル高は困るとは言えないからだ。日銀にとって縛りが緩くなる時が、本格的な緩和のチャンスになる。日銀の発表文には、「次回会合において、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」とある。日銀は9月に動くことに含みを持たせている。

### 経済・物価展望も厳しい

今回の会合では、展望レポートの数字も改訂された。CPIの見通しは、2016年度前年比0.1%（4月時点

0.5%)と弱目である。これはエネルギー要因が▲0.6%~▲0.7%ポイントで下押ししていることが大きいと説明されている。一方、2017年度は前年比1.7%(4月時点1.7%)と変えていない。消費税の増税先送りによる需給ギャップの変化を根拠にしている。黒田総裁はあくまで強気であり、今後の緩和によって円安と輸入物価の上昇を狙っていく意向である。

足元の6月のCPIは、そろそろ食品価格(除く生鮮食品)がプラス幅を低下させてきている。これはエネルギー要因以外でも、物価下落の圧力が強まっていることを物語る。黒田総裁は、除く生鮮食品・エネルギーのCPIが鈍化していくことをどう説明していこうとするだろうか。

## 政府との連携

最後に、政府と日銀の関係について述べておきたい。日銀の緩和ツールがETF増額だけしか動かさなかったことについて政府は怒っているだろうか。筆者はできる範囲でやってくれたとある程度は理解するとみている。米国からのけん制は十分にわかっているだろう。ゼロ回答でなかったことは安倍首相にとって及第点であろう。経済対策をみても事業規模は28兆円とみかけは大きいですが、2016年度の真水は少ない。この点は、安倍首相もわかっている。同じように、日銀が努力している点もきっとわかっているだろう。

実のところを言えば、黒田総裁にとって最大の援軍は政府の経済対策である。なぜならば、政府は日本の労働市場がほぼ完全雇用状態なのに、さらに需要拡大を財政出動によって行おうとしているからだ。建設、介護・福祉などは恒常的な人手不足であり、政府の需要対策では賃金上昇圧力を働かせるだけになるかもしれない。それでも財政を投入するのだから、無理やりでも賃金・物価の上昇圧力を高めていこうということになる。これは日銀には皮肉な援軍とも言える。