

総括的な検証とは何か

発表日：2016年8月4日（木）

～次回9月が焦点～

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月の会合では、次回会合で総括的な検証をすると予告された。黒田総裁の任期が残り1年半となり、それを期限にして、最後の賭けに出る可能性もありえる。また、物価指標もエネルギーを除いた日銀版コア指数を格上げすることや、ヘリマネ対策の枠組みを用意する可能性もある。

なぜ、今なのか

7月の会合は、ETFの買い入れを倍増させたが、長期国債の買い入れとマネタリーベース残高の目標は動かさなかった。マイナス金利の深堀りもしなかった。なぜ、ETFだけを動かして、他は温存したのだろうか。9月の会合で追加緩和に動くのか。ならば、なぜ7月にできなかったことが9月になって可能になるのだろうか。いや、7月に動けなかったのなら9月も動けずに小手先のことをやってくるとみたほうが良い。などなど、私たちの疑心暗鬼は考えれば考えるほど深くなる。

ひとつ明らかなことは、長期国債の買い入れを増やすにしても、あと1回が限度だという点がある。しかも、1回カードを切ったとしても、「もう一度」という追加緩和のリクエストが解消される訳ではない。筆者は、温存というよりも、このジレンマの前で動くに動けなかったとみる。1月のマイナス金利の導入時に、長期国債買い入れは増額しなかった。むしろ、1月のマイナス金利の導入があまりに不人気だったので、内心主軸となる政策ツールを別に変えなくてははいけないと思っている。日銀は何か思い切ったことを決定して、市場からの満足感を得たいと思っている。長期国債の増額をするのなら、そうした措置とセットになる。7月時点では、政府が経済対策を急いでいて、「マイナス金利の次」をひねりだせなかった。黒田総裁は9月会合を指定することで、事務方に次なる秘策を編み出すことを強く要求した。以上が、筆者の推論である。

2年の目安をなくす

7月の発表分では、「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」、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」と明記された。実は、黒田総裁は、9月会合で仕切り直しをする必要に迫られている。任期が2018年4月に迫っているからだ。就任から3年以上が経ち、残りの任期はもう2年を切っている。物価目標の2%を「できるだけ早期に達成したい」と思っても、それが実現できないでいる。自分の任期の範囲外までを含めて、2年以内に達成といえ、自分の責任の所在が曖昧になる。だから、まず次回会合では、2年間という目安はなくして、「できるだけ早期に達成」に一本化したいのだろう。なお、この2年という目安は、2013年4月の量的・質的金融緩和の導入時に、「2年程度を念頭に置いて出来るだけ早期に実現する」と記されたものが残っていると考えられている。仕切り直しの目的の第1は、2年間の目安をなくすことであろう。

次に、2%の達成を2018年4月という期限までと変更するのなら何を实施してくるのだろうか。期限付きで国債買い入れを行っているのはECBである。現在、日銀は長期国債保有残高が332兆円（2016年7月末）に達している。それに対して、長期の普通国債残高は790兆円（2016年度末<借換債の前倒し発行額を除く>）。例えば、日銀が2016年9月から2018年4月までの1年半に限定して150兆円～180兆円の買い入れを行うとしよう。すると、今後、1年半に限って現状の毎月1.25～1.50倍の買い入れペースになる。2018年4月には、日銀の保有残高は、500～530兆円に達する見込みである。日銀保有残高の実質的な天井にぶつかる時期は自ずと早まる。そして、出口は、次の総裁に任せるということになる。ECB方式にすることで、「今のままでは限界」という見方を変えて、

期間限定で量的緩和拡充という選択肢はある。

ただし、買い入れ額を膨らませると、長期国債を保有している金融機関が、長期保有したいと思う分まで手放して、日銀が吸収することになる。年間の国債発行額（市中発行分＜短期国債を除き 2016 年度 122 兆円＞）に、日銀の買い入れ額は接近している。もとより、金融機関の国債保有には、担保としての需要があるから、日銀が無制限に買えるわけではない。だから、より高値を提示してどこまで保有国債残高の積み増しができるかに挑戦することになる。

エネルギー価格の攪乱への思い

日銀が総括的な検証で是非とも見直したいと思っているのは、政策の成果を測っている物価指標である消費者物価（除く生鮮食品）の範囲を見直すことだろう。コア指数の中に、エネルギー価格が含まれている点はこれまで不便を感じてきた。原油下落によって、2%の達成が必要以上に難しくなっていると、黒田総裁は若々しく思ってきたことだろう。この際、コア指数からエネルギー価格を除いた日銀版コア指数を、ターゲットの領域に格上げしたいと画策してもおかしくはない。

ただし、ここにはジレンマがある。それは、成果を強調したい日銀と、時間軸が長くなるように意識させたい日銀の思いのジレンマである。これまでの緩和が有効だったから、任期中の緩和がさらに浸透していくと伝えたいが、あまり成果に満足していると緩和が長続きしないと勘ぐられるジレンマである。

総括的な検証では、黒田緩和の有効性を再確認することを目的としているので、基本的に「金融政策の限界説」を認めるようなことはしない。では、何が有効だったのかについて日銀が歯切れよく答えられる解答などはない。黒田総裁にしてみれば、金融政策の有効性とは、為替を円安方向に動かすことで、輸入物価を押し上げることである。反面、コストプッシュインフレを自律的メカニズムを通じたディマンドプルインフレには展開できなかった。これが限界の正体である。本来、そこを総括したうえで、物価指標に対するコントローラビリティを高められる政策ツールの進化を目指すべきだろう。

マイナス金利の深掘り

7月の会合で $\Delta 0.1\%$ のマイナス金利幅を深掘りしなかったことで、思惑が生じている。もうマイナス金利の部分は現状維持するのではないか。いや、サプライズを狙ってマイナス金利を停止する可能性もあるのではないか。様々な憶測がある。

しかし、筆者は、黒田総裁がマイナス金利の撤回をそうやすやすと決めるとは思えない。 $\Delta 0.1\%$ で据え置きを続ける公算は大だとみる。これだけ不人気で、悪影響の大きな政策ツールをそのまま放置しておくはずがないという見方には筆者も同意する。9月の総括的な検証で、より多くの政策委員がこの不人気政策をどう総括するのかには、正直に言って筆者は注目している。

ヘリマネ対策

なぜ、今、総括的な検証による仕切り直しが必要になってきたか考えると、ヘリコプター・マネーの議論に焦点が当たってきたことが挙げられる。つまり、ヘリコプター・マネーを受け入れたくないのが、9月に仕切り直しをして、ヘリマネ観測に歯止めをかけたいという思いがあるのだろう。

残念ながら、現時点の筆者には、日銀が何をすれば、ヘリマネ観測が一服するのかは見えない。例えば、政府が増発しようとしている40年債^{*}を日銀が増発分の全額を買い切れば、どうだろうか。ちょっとやそつとでは、ヘリマネの代替案になるとは思えない。

過去、日銀は極論をかわすために、一歩ずつ譲歩を繰り返してきた。そうした反応は、日銀の心理に刷り込まれた防衛本能であり、どうすることもできなかった。今回も、それを再現するような異例の措置を採用するのだろうか。

^{*}2016年度の国債発行計画では、40年債は年間2.4兆円の発行予定となっている。

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。

9月の見通し

日銀は次回9月21日の会合2日目に、総括的な検証を発表するとともに、追加緩和を拡大させる蓋然性が高い。具体的な論点は、次のとおりになる。

- (1) 2%の目標達成は、できるだけ早期として、2年にこだわらないように変える。
 - (2) 黒田総裁の任期中、残りの1年半に、期間限定で緩和強化を行う可能性がある。
 - (3) 物価目標の尺度の一つとして、除く生鮮食品・エネルギー価格を格上げして、3年間の成果を前向きに評価する。
 - (4) ヘリコプター・マネーを意識して、追加緩和の観測が一服するような枠組みを提示する。
- という4つの論点が、次の「総括的な検証」を考えるときの材料になるとみている。