

総括的な検証の深掘り

発表日：2016年9月6日（火）

～追加緩和含みのスタンスか～

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

黒田総裁は、9月5日に講演して、9月会合で予告されている「総括的な検証」のヒントを説明している。9月会合では、（1）なぜ、2%の物価目標が達成できないのか、（2）マイナス金利政策の費用対効果について、議論しようとしている。敢えて、9月の会合で検証しようと言うからには、ゼロ回答はないように思える。

総括的な検証の深掘り

9月21日の決定会合後の発表に注目が集まっている。黒田緩和の検証を行って、（1）なぜ、2%の物価上昇率がこれだけ大規模な緩和を実施しているのに達成できないのか、そして、（2）マイナス金利政策の費用対効果、の2つを検証しようとしている。

ここで何も政策の枠組みを修正しないのならば、いつも通り、展望レポートの発表時（次回10月）に総括をするので十分である。敢えて、9月の会合で検証をしたいと言うのであるから、ゼロ回答はないように思える。

9月5日に、黒田総裁が講演会で話したところでは、マイナス金利政策には、費用（コスト）もあれば効果（ベネフィット）もあるという。従来、銀行決算は過去最高益として、費用またはダメージの話はしなかった。それが幾分変わってきたことは、マイナス金利政策を見直すに当たって含みを持たせたようにも感じられる。

なぜ、2%の達成が難しいかについては、インフレ予想が足元の物価上昇率に引きずられやすいと説明していた。つまり、原油下落によって消費者物価の伸び率がマイナスになると、先々の物価予想まで伸び率を低下させるということである。これを「適格的期待」という言葉を使って表現した。原油下落さえなければ、インフレ予想が下向きになることはなかったはずだと黒田総裁は悔しがっているのである。

では、どうすれば、原油の下押しを跳ね返して、物価上昇率をプラスにできると言うのか。やはり、為替を円安にして輸入物価を上げようというのか。為替レートを自由に動かせないので、現在の物価をコントロールすることはできない。黒田総裁には、為替のコントロールができないという前提に立って、何か有意義な手段があるのかを検討して欲しい。

日銀の物価上昇シナリオ

次に、少し踏み込んで、日銀のシナリオが2%の物価上昇に向けて何故上手く実現しなかったのかを考えてみたい。

まず、日銀は量的・質的金融緩和によって、どのように物価上昇を実現しようとしていたのであろうか。おそらく、それは資産買入れによる長期金利の低下、そこから派生する資産価格の上昇による景気刺激のルートと、もうひとつは物価目標2%を掲げることによるインフレ予想のもたらす影響のルートの2つを想定して物価を押し上げられるとしていたのであろう。

そのうち、特にインフレ予想のルートについては、思うように効果発現が見込めなかったのではないかと筆者はみている。例えば、日銀の物価目標が強く人々に意識されているならば、春闘におけるベースアップ率は高くなっていただろう。企業の設備投資も、製品価格が2%の上昇を見込んで、資金調整環境はとても有利と考えて増えていただろう。消費者は、賃金が2%近くで増えることを前提にして、もっと消費を増やしていたに違いない。

日銀は、皆の経済行動が2%の物価上昇を織り込んで動く状態を、「予想物価上昇率がアンカーされる」と表現している。もしも、物価目標が2%でアンカーされていたならば、経済活動が活発化して消費者物価指数の上昇も2%になっていたはずだと論じている。

もっとも、筆者などは、「アンカー」なる言葉に戸惑いを覚える。皆の予想に錨を括り付けて、2%の予想を信じ込ませることがアンカーの意味である。そんなことは、たとえ中央銀行がインフレ目標を掲げたところで、到底できはしない。この点について、前述の通り、黒田総裁は、9月5日の講演会で日本の場合は適合的期待の影響が大きく、「これまで長期に亘って物価が上がってこなかったのだから、今後も物価は上がらないだろうという見方が人々の間に根付いている」と説明している。黒田総裁によれば、「フォワード・ルッキングな予想形成が十分に定着する前に、原油価格の大幅下落で実際の物価上昇率が低下したため、適合的な予想形成を通じる形で、予想物価上昇率が低下した」と、目標が未達であった理由を述べている。

現在の緩和強化

ここからは筆者の推論である。人々のインフレ予想が適合的期待に沿って形成されるとすれば、次なる日銀の行動はどうなるのだろうか。未来を変えるためには、今をまず変える必要があるというのが、適合的期待に基づき得られる結論だ。それは円安を誘導して、2013年と同じような情勢をすぐにつくり出すということになる。将来のための緩和余地を取っておくことはせず、長期国債の買入れを可能な限り拡大させる。

具体的には、期間を区切って、集中的に長期国債の買入れを増やそうと日銀は考えているのではなかろうか。現在のスキームでも、日銀が市場にある長期国債を買い尽してしまうことが、数年先には予想されている。期間を区切って、より多くの長期国債を買うことになれば、日銀が長期国債を買い尽くすような状況は早まると予想される。

ただし、そうした極端な緩和を実行したとしても、為替が必然的に円安に向かうことにはならない。米経済やFRBの政策によって、ドルが動かされるからだ。筆者にすれば、自国の為替を自由には動かせないというのは「金融政策の限界」である。この意味は、「もはや日銀に緩和手段がない」ということではなく、「金融政策は万能ではない」ということだ。金融政策に限界があるからこそ、政府の成長戦略との役割分担が必要になる。