

金融政策、次なる課題

発表日：2016年12月20日（火）

～12月の決定会合を踏まえて～

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

12月の会合は、現状維持であった。衆目の関心は、次なる緩和よりは、9月の枠組みの修正が何か行なわれるのではないかとある。筆者は、このまま黒田総裁は、予想インフレ率が高まるのを、我慢強く待つとみる。そう簡単に、量的拡大を変更するとは思えない。その一方、出口については全く見えない問題も残る。

追い風になった日銀

9月の枠組みの変更で、背水の陣となった日銀は、トランプ相場によって救われた。円安の急伸は、2017年の物価見通しを強くサポートする。米経済の強さは、日本の輸出と生産を押し上げて、さらに、2017年のFRBの利上げ見通しに現実味を与える。12月の日銀の景気判断は、今まで「鈍さがみられていた」輸出と生産について、「持ち直し」という評価に前進させた。

こうした、実体面の変化が次に与える影響は「予想物価上昇率は弱含みの局面」となっている状況を徐々に変えていくことだろう。具体的に、円安を起点とした物価上昇圧力が次第に意識されてくると、長期金利の上昇圧力と相まって、予想インフレ率も拡大へと向かうだろう。そうなれば、黒田総裁にとっては、9月の枠組み変更で狙ったことが、部分的ではあるが現実化しつつあると喧伝できる。

未解決の量的拡大問題

米長期金利は上昇している。半分は景気拡大により、もう半分は財政運営の警戒からだろう。トランプ大統領が財政拡張を通じて、景気拡大を演出しようとするれば、両方の要因でさらに米金利は上昇する。日銀にとって、日米金利差の拡大によって、円安が進むことは歓迎されるとしても、日本の金利上昇を買い入れ増加によって抑え込むことは悩ましいことだと考えるだろう。

9月の枠組みの変更では、イールドカーブ・コントロールを打ち出しつつ、年間80兆円のマネタリーベースの量的拡大を残した。多くの人が、金利と量の同時コントロールは無理だと指摘した。それに対して、日銀は量的拡大の建前にこだわる姿勢を強調してみせている。観測では、政策委員のうち2名程度が量的拡大にこだわっているの、建前を容易に変えられないとされる。

真偽はともかく、2017年になると、どこまで長期金利を低位に抑えるための買い入れ増、あるいは指値オペを実行するのが注目される。あまり神経質に金利上昇を買い入れで抑えようとするれば、その分量的拡大が進む。一部には、イールドカーブ・コントロールの長期金利ターゲットを0%から引き上げるのではないかとの見方もある。総裁会見では、「海外金利上昇に応じた引き上げはない」とにべもなかった。

おそらく、超長期金利の上昇については、投資家による買いが見込まれるので、日銀としては上昇をしばらく放置して、買い入れオペを節約したいというのが本音であろう。長期金利0.1%という水準は、日銀が放任する目途とみられている。2017年は長期金利の動向をみながら、日銀が量的拡大をどこまで実施するのが注目点になる。

さらに、日銀がテーパリング（買入れ額の縮減）に着手するのではないかという観測もある。ECBが2017年4月から12月末にかけて買入れを減額すると、日銀にも連想が働くのかもしれない。筆者は、インフレ予想を高めたいと日銀が考えたとすれば、むしろ我慢して量的拡大ペースを維持することで、予想の強化につなげたいと思うだろうとみている。

2018年4月の黒田総裁退任に向けて

日銀は、2%の物価上昇を達成する目途について、「2018年度にかけて」としている。黒田総裁の任期が、2018年4月だとすれば、「2018年度にかけて」はぎりぎりの範囲にみえる。

黒田総裁の政策運営については、常々、出口論をどうするのが全く見えない、という厳しい批判がある。2017年中のどこかでテーパリングの準備にかかるという観測は、そうした出口論への批判を意識している面があるかもしれない。

筆者は、消費者物価の上昇率が2017年央にかけてプラス幅を拡大していくタイミングが黒田総裁にとって最後のチャンスとみている。それまでは、黙して語らずと構えてじっとしているのか、あるいは、ノーアイデアなのかはわからない。責任あるリーダーならば、自分の任期中に自分が始めたことについて何らかのケリをつけると考えられる。