

戦略を欠く追加緩和に踏み切る一方、先行きは欧州問題を強調 (10月の日銀展望レポート)

日本銀行は基金5兆円増額により小幅の追加金融緩和。しかしストラテジーを欠く緩和に大きな効果は期待できず。展望レポートでは成長率予想を下方修正しつつ、欧州に対する懸念を強調。

1. 5兆円の基金増額による金融緩和の評価

外堀を埋められ、政治サイドからのプレッシャーに押された日本銀行が、明確な戦略を欠いたままに、またしても小出しの追加緩和を決定した。8月4日に40兆円程度から50兆円程度へ増額した「資産買入等の基金」を更に55兆円程度へ5兆円増額する。なお、政策金利である無担保コールレートの誘導目標は0~0.1%で据え置いた。基金増額の決定は賛成8反対1であり、反対した宮尾委員は基金の60兆円への増額を求めた。なお、増額分の5兆円は全額が長期国債であり、長期金利の更なる低下を企図したものと言える。今回の増額により、基金による長期国債買入額は4兆円から9兆円に膨らむ。

今回の追加緩和の背景は一体何か。前回10月7日の会合から3週間弱しか経過していないので当然だが、現状の景気判断は「日本経済は…持ち直しの動きが続いている」で、また先行き見通しも「緩やかな回復経路に服していくと考えられる」といずれも前回から大きな変化はない。市場参加者自身がよく知るように、金融市場動向も、この3週間で大きく悪化したわけではない(寧ろ一部の市場では好転さえ見られる)。そうした外部環境が不変の下で、ステートメントでは「物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融市場や海外経済の動向次第で、経済物価見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要である」と、従来から(8月4日、9月7日、10月7日の会合で既に指摘している)の主張を改めて述べたうえで、「物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、金融緩和を一段と強化することが必要」として緩和の理由を説明しているように見受けられる。

しかし、このステートメントの記述を、十分な緩和理由の説明として受け入れる向きが存在するのだろうか。前回10月7日の会合では未だ買入等を推進中として、追加緩和を見送ったにも関わらず、なぜ僅か3週間で判断が変わるのか、その理由がステートメントでは全く説明されていない。当社は金融緩和に反対するものではなく、金融緩和の実施それ自体は歓迎したい。しかし、明確なストラテジーを欠き、コミュニケーションも不十分な金融政策には、経済主体や市場参加者の期待へ働きかける効果は見込めない。正直言って、今回の追加緩和には大きな効果が期待できないだろう。

ステートメントから追加緩和の理由が明確に読み取れないのであれば、ステートメントの外に緩和の理由がある可能性が高いことになる。このタイミングで小出しの追加緩和に踏み切る理由として考えられるうちの一つは、外部からの、政治サイドからのプレッシャーであろう。日銀が正面から認めることは決していないだろうが、8月の緩和は急激な円高への対応が主眼であったと推察される。その意味で、今回の追加緩和よりは筋が通っていたとも言える。しかし、今回の追加緩和は円高対応ではなく、政治対応であるとの懸念がどうしても捨て切れない。今後、財務省が為替介入に踏み切れば日銀の顔も立つが、それもなければ、「政治プレッシャーに弱い日銀」という不名誉な烙印だけが残ってしまいかねない。

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

現在、米国では金融政策におけるコミュニケーション強化の議論が行われている。その背景には、その理論や根拠を背景にした明確なコミュニケーションに基づく金融政策運営こそが、国民の理解を深めることを通じて金融政策の効果を高めるとの共通認識がある。しかし、翻って、日本では、残念ながら、日銀にそうしたコミュニケーションの意思は全く見受けられない。プレッシャーに押されて、嫌々決定した追加緩和に何の効果が期待できるのか。基金増額による上辺だけの緩和を繰り返そうとも、何も変わらない。

2. 展望レポートの評価

金融緩和と共に、日本銀行は 2011～2013 年度を予測期間とする展望レポートを決定した。「経済にきわめて大きな影響を及ぼしかねない金融市場のショックは、回避されることを前提」とした上での景気シナリオ、すなわち欧州ソブリン問題が深刻な金融危機に発展しないことを前提とした景気シナリオは「当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していく」である。7 月中間評価¹の「2011 年度後半以降、緩やかな回復経路に復していく」と比較すれば、「海外経済の減速や円高」を受けて「緩やかな回復経路」に復する時期が後ズレしたことが読み取れる。こうした回復時期の後ズレにより、成長率見通しは 2011 年度 0.3% (7 月中間評価 0.4%)、2012 年度 2.2% (同 2.9%)、2013 年度 1.5%と、特に 2012 年度が大幅に下方修正された。

こうした成長率予想を前提とした CPI 前年比予想は 2011 年度 0.0% (7 月中間評価 0.7%)、2012 年度 0.1% (同 0.7%)、2013 年度 0.5% である。2011 年度の下方向修正はほとんどが CPI の 2010 年基準への変更によるものだが、2012 年度については基準変更に加えて成長率見通しの引き下げも影響している。日銀の CPI 前年比見通し通りであれば 2013 年度後半の CPI 前年比は 0% 台後半となり、2014 年度には「物価安定の理解」の中央値である 1% 到達が視野に入る。そのため、2013 年 10 月の展望レポートで 2014 年度及び 2015 年度の CPI 前年比が 1% 近傍（もしくは超える）との見通しを示すことで、地均しを進め早ければ 2013 年度中、遅くとも 2014 年度には利上げへ転じるというのが、日銀の描くシナリオと言える。

しかし、こうした見通しは、日銀自身が言うように、いつにも増して高い不確実性が伴っている。日銀は上振れ・下振れ要因として 欧州ソブリン問題を中心とする国際金融資本市場を巡る動向、海外系の動向に関する不確実性、復興需要に関する不確実性、企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性の四つを挙げた。特に欧州ソブリン問題については の市場要因のみならず、の経済情勢においても欧州経済において「ソブリン問題を契機として、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が強まっていく」リスクにも触れるなど、極めて深い憂慮を示している。

今回示された展望レポートは、メインシナリオとリスク要因において、概ねバランスのとれたものと判断される。但し、意図がよくわからないのは今回から加えられた最後の部分、すなわち「新たな経済発展の基礎を築いていくためには…政府、中央銀行、金融機関、民間企業とも…それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要である」とのくだりである。金融政策のみに依存しないで欲しいとのメッセージか。日銀の主張には得心のいく部分も無論あるが、そうしたメッセージは、せめてデフレから脱却してからという気がしてならない。

¹ 参考までに、4 月時点のシナリオは「わが国経済は、2011 年度前半は、下押し圧力が強い状態が続いた後、年度後半にかけては、輸出や生産がはっきりとした増加に転じるもとで、年度前半からの反動もあって、景気回復テンポが高まる可能性が高い。2012 年度入り後は、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムの働きがはっきりし始めるとともに、資本ストックの復元に向けた需要の増加も続くため、潜在成長率を上回る成長が続く」である。