

日銀「9月総括」で証す2%物価目標の本気度

みずほ総合研究所 市場調査部 上席主任エコノミスト

野口雄裕

日銀は7月28・29日の金融政策決定会合で、ETF買入れ増額などの追加緩和を決定した。同時に、物価目標の達成は「2017年度中」を維持したものの、不確実性が高いと評価し、次回9月会合において政策効果を総括的に検証することになった。現行政策の「限界」と新たな「緩和策」が意識されるなか、市場が不安定化するリスクが高まっている。

「政策への信認」「市場の失望」に配慮した追加緩和策

日銀は7月28・29日の金融政策決定会合で、株価指数連動型上場投資信託（ETF）の買入れ増額やドル資金調達サポートの拡充による追加緩和を決定した（次ページ表1）。その理由として、英国民投票後の海外経済の不透明感の高まりにより、企業や家計の心理悪化を防止する必要性が高まっていることを挙げ、ETFの買入れ拡大が最も有効な対応策であると説明した。

決定会合前には、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数など、物価の基調的な動きを示し、日銀が重視する指標の下振れが明らかになっており、市場ではマイナス金利幅の拡大を含めた追加緩和策が打ち出されるとの期待が高まっていた。一方で、マイナス金利幅の拡大は、金融機関の収益下押しや年金受給者の生活などへの影響が懸念され、また国債買入れの持続可能性が市場で疑問視されていることから、緩和の選択肢に上がらなかったと考えられる。しかしながら、物価の基調が下振れるなかで追加緩和を見送れば、物価目標達成への意欲が疑われ、「政策への信認」に影響を及ぼしかねない。他方で政府が景気対策を打ち出すタイミングで追加緩和を見送ることによる「市場の失望」を回避する狙いもあり、今般の緩和に踏み切ったとみられる。

決定会合後に公表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、2016年度の経済・物価見通しが下方修正されたが、2017年度中に物価目標を達成するという見通しは維持された（3ページ表2）。経済成長率については、2016年度が消費増税の先送りによる駆け込み需要の剥落を理由に引き下げられたが、政府の景気対策の効果を織り込み、2017年度は+0.1%から+1.3%へと大幅に上方修正された。一方、物価見通しは、円高の進行や予想物価上昇率の改善が後ずれしていることを理由に2016年度は引き下げられ、2017年度は据え置かれた。これにより、物価目標の達成時期は「2017年度

中」から変更されなかったが、海外経済を中心とした景気の先行き不透明感や、わが国でインフレ期待が先行きの見通しよりも足元の実績に、より影響されやすいとの見方から、達成に向けた不確実性は高いと評価した。

マイナス金利政策の「限界」が意識されるなかで残された選択肢

物価目標達成見通しの不確実性が高まったことを受けて、日銀は、次回の9月会合（9/20・21）で、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、政策効果についての「総括的な検証」を行うことを決定した。すでに金融市場では、現行政策の「限界」が意識され始めており、9月会合での総括評価を踏まえ、新たな緩和策が打ち出されるのではないかとの思惑も生じている。みずほ総合研究所では、マイナス金利幅拡大によらない企業の資金調達コスト引き下げ策として、社債などの資産買入れ対象の拡大が行われると予想しているが、インフレ期待への働きかけを強めるために、「ヘリコプターマネー」を連想させる政策が検討される可能性もあると見ている。

そもそも、日銀はマイナス金利政策を通じて金融機関の貸付金利などの引き下げを企図してきた。マイナス金利導入によって長期金利は日銀の想定以上に低下したと考えられるが、米国がドル安スタンスを続けるなかで円安が進みにくくなっており、マイナス金利が為替に働きかける効果は低下している。こうした状況を考えて、資金調達コストの引き下げを実現する手段としては、企業が発行する社債やCPの買入れなど、買入れ対象資産の拡大が選択肢となるだろう。もっとも、普通社債の市場規模は2015年度末で57兆円程度と国債市場に比べて極めて小さく、政策効果は限られる。そこで、買入れ対象を金融機関の貸付債権や住宅ローン債権などに拡大していくことも考えられよう。

一方、量的・質的金融緩和政策は、日銀が物価目標達成への強いコミットメントを示すことで人々のインフレ期待に働きかけるメカニズムを重視してきた。しかしながら、インフレ期待の形成において適合的要素が大きければ、原油安などにより物価上昇率が低下すると、再びインフレ期待を引き上げることが難しくなる。そこで、強力にインフレ期待に働きかける政策として「ヘリコプターマネー」のような政策の導入を検討する選択肢が考えられる。

ヘリコプターマネー政策とは、中央銀行が国債引き受けなどによって政府の資金調達をサポートする政策であり、財政悪化による人々の将来不安を回避し、財政政策の浸透力を高める効果が期待される。他方で、政府の財政規律低下や、財政拡張が続くことによりハイパーインフレのリスクを高める

表1 日銀の追加緩和策

緩和策	現状	今次決定
マイナス金利	▲0.1%	据え置き
ETF・REITの年間保有残高増加額	ETF：約3.3兆円 REIT：約900億円	<u>ETF：約6兆円</u> REIT：据え置き
国債買入れの年間保有残高増加額	80兆円	据え置き
社債・CP等買入れ	残高維持 社債：約3.2兆円 CP：約2.2兆円	据え置き
成長基盤融資（米ドル特則枠）	120億米ドル	<u>240億米ドル</u>

注：下線部は、今次変更箇所。

資料：日本銀行「金融緩和の強化について」よりみずほ総合研究所作成

との指摘もあるため慎重な対応が必要だが、インフレリスクが意識されることでインフレ期待が高まる可能性もある。

日銀による国債の直接引き受けは財政法で禁止されていることから、ヘリコプターマネーの実現は困難だが、日銀が買入資産残高の維持に対する時間軸を導入し、インフレ目標達成後、相当期間が経過するまで保有国債償還分の再投資を行うなどの対応によってヘリコプターマネーを連想させる政策を行うことは可能だ。その他にも、マネタリーベース拡大目標を取りやめ、金利水準をターゲットとし、ターゲットとなる金利水準を上回る場合は無制限に国債を買い入れる、といった手法も考えられよう。

新たな緩和策が「示唆」され、市場心理は振れやすく

現時点では、日銀が総括的検証を踏まえ、どのような政策対応を行うかは明確ではない。しかし、9月の決定会合前後に政府が経済対策を臨時国会に提出・審議する予定であり、政府の経済対策と金融緩和との相乗効果を強調する日銀が、何らかの追加緩和策を打ち出す可能性は高い。8月8日に発表された「7月会合の主な意見」では、総括的な検証を行う理由として、「物価目標の早期実現に何が必要かという視点から検証が必要」「物価目標達成のための具体的な政策対応を考えるうえで検証が必要」といった発言が見られ、何らかの政策を打ち出す可能性が「示唆」されている。

こうしたなか、金融政策の先行きをめぐる市場の警戒感が高まっている。債券市場では、国債買入れの減額など、金融緩和が縮小方向に向かうことへの警戒感からボラティリティが高まっている。決定会合後の黒田総裁の会見や、岩田副総裁の発言を踏まえると、物価目標2%の取り下げやマイナス金利政策の撤回などの結論が出される可能性は低いが、金融政策の先行き不透明感は払拭できず、9月の決定会合に向けて、金融政策をめぐる思惑で債券市場は振れやすい展開となるだろう。市場の不安心理の高まりに対し、日銀は総括評価の意図を適切に伝える必要がある。物価目標の達成に向け、日銀のコミュニケーション力が問われる局面だ。(了)

表2 展望レポート (2016年7月)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
		消費税率引き上げの影響を除くベース	
2016年度	+0.8~+1.0 (+1.0)	0.0~+0.3 (+0.1)	
4月時点の見通し	+0.8~+1.4 (+1.2)	0.0~+0.8 (+0.5)	
2017年度	+1.0~+1.5 (+1.3)	+0.8~+1.8 (+1.7)	
4月時点の見通し	0.0~+0.3 (+0.1)	+1.8~+3.0 (+2.7)	+0.8~+2.0 (+1.7)
2018年度	+0.8~+1.0 (+0.9)	+1.0~+2.0 (+1.9)	
4月時点の見通し	+0.6~+1.2 (+1.0)	+1.0~+2.1 (+1.9)	

注：対前年度比、%。政策委員の大勢見通し。()内は政策委員見通しの中央値。

資料：日本銀行「経済・物価情勢の展望」

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。