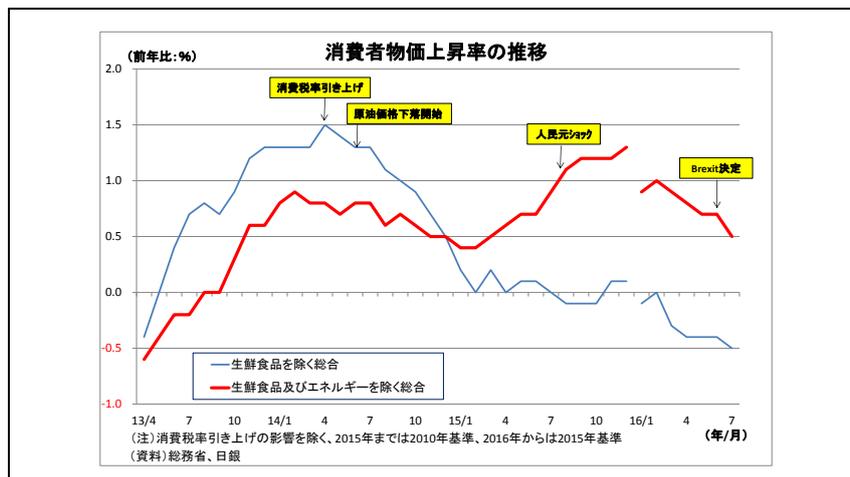


Weekly エコノミスト・ レター

どうなる？日銀「総括的な検証」 ～金融市場の動き（9月号）

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

- （トピック）日銀の「総括的な検証」を巡って様々な憶測が飛び交い、百家争鳴状態にある。その論点は「検証結果の内容」、「物価目標変更の有無」、「緩和の枠組み・手段変更の有無」の3つであるが、「検証結果の内容」については間違いなく「効果があった」になるはずだ。日銀の緩和には十分効果があったが、様々な逆風（原油安や新興国経済減速など）が物価上昇を阻害したと結論づけるだろう。「物価目標変更」については微修正に留まると見ている。物価目標の対象（CPI）や水準（2%）を変更することは考えづらいが、達成期限については曖昧化・柔軟化してくる可能性が高い。最後の論点である「追加緩和の枠組み・手段変更」については、市場に燻る「金融緩和の限界」を否定することが今回の狙いとみられることが手掛かりとなる。国債買入れの限界に対しては買入れペースの柔軟化で、マイナス金利の限界に対しては国債買入れの平均残存期間短期化（結果、イールド・カーブはスティープ化）で対応してくる可能性が高い。ただし、それだけだと緩和の後退と受け止められかねないため、同時に追加緩和を行うとみている。質的緩和の拡大やフォワードガイダンスの強化、マイナス金利の小幅拡大を組み合わせることで緩和の強化を演出することが考えられる。日銀が常識的な判断に留まるのであれば、このあたりが限界になる。一方で、日銀があくまでサプライズを狙うのであれば、劇薬に手を出す可能性がある。具体的な手法は外債や貸出債権の買入れだ。これらを購入すれば、「量」を大きく拡大できる。ただし、それぞれ大きな副作用も想定される。
- （日銀金融政策）8月は決定会合の非開催月にあたるため、金融政策の変更はなし。27日のジャクソンホールでの黒田総裁講演では、現行金融緩和の効果の前向きに評価するとともに、今後も必要であれば、量・質・金利の3次元で、追加措置を講じると表明。



1. トピック：どうなる？日銀の「総括的な検証」

日銀が7月決定会合で予告した9月会合における「総括的な検証」を巡って様々な憶測が飛び交っている。「検証を踏まえて緩和が実質的な縮小に向かうのか？それとも強化に向かうのか？」などに対する見方は識者によってバラバラで、まさに百家争鳴状態にある。最近の黒田総裁発言なども踏まえて、改めて論点と現時点での見通しを考えてみたい。

(論点は3つ)

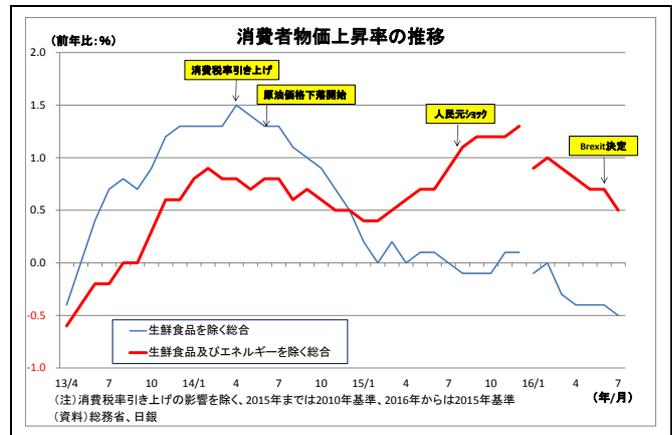
そもそも、今回の「総括的な検証」の論点は3つ存在する。具体的には、「検証結果の内容」、「物価目標変更の有無」、「緩和の枠組み・手段変更の有無」である。

まず、「検証結果の内容」については予想がしやすい。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の全体的な評価としては、「効果があった」と「効果がなかった」の2つの選択肢があるが、間違いなく前者になるはずだ。後者を選択した場合、日銀として失敗を認めて白旗を掲げることになるため、まずあり得ない。

さらに、量・質・金利の3つの軸についても、それぞれ「効果があった」と主張しそうだ。批判が集中しているのは金利（マイナス金利政策）の部分だが、ここ数ヵ月、総裁はその効果を言及する場面が増えており、先月27日のジャクソンホールの講演でも、「幅広い借入主体に恩恵を与えている」と前向きに評価している。

そして、効果があったのに、物価目標が未達である理由については、「環境が悪かった」ことに求める可能性が高い。確かに日銀が2013年4月に量的・質的金融緩和に踏み出して以降、消費税率引き上げ、原油価格の急落、新興国経済の減速、Brexit決定など様々な逆風があった。

黒田総裁は最近のジャクソンホールで、「日本のインフレ期待は外的なショックに対する頑健性が低い」と述べている（P4参照）。従って、日銀の緩和には十分効果があったのだが、様々な逆風が需要押し下げのほか期待インフレ率低下を通じて物価上昇を阻害したと結論づけるだろう。



次に、2つ目の論点である「物価目標変更の有無」の予想についてはやや難度が上がる。物価目標はもともと「ハードルが極めて高い」という問題を抱えているからだ。

現在の物価目標は、「消費者物価上昇率2%」という対象とその水準に関する部分と、「できるだけ早期に実現する」という時期に関する部分に分かれるが、後者については、量的・質的金融緩和導入時に「2年程度の期間を念頭に」と明言していた経緯がある。

まず、物価目標の対象や水準を変更することは考えづらい。対象を例えば「名目GDP」や「賃金上昇率」に変えることはあまりに唐突であるほか、日銀の金融政策でコントロールできる部分が少ないという問題がある。また、「(物価押し下げ効果が大きい) 帰属家賃を除く消費者物価」に変えることは「都合の悪いものだけ除く」ご都合主義に映る。2%という水準に関しても、引き上げれば、ますます現実

味がなくなる。逆に引き下げると緩和姿勢の後退と受け止められるほか、低インフレは購買力平価の観点では通貨高要因となるだけに、円高を許容したと受け止められるリスクがある。水準に幅を持たせても、実質的には引き下げと捉えられるだろう。

一方、達成時期の表現は微修正される可能性が高い。「2年程度」については既に公表文書や総裁発言から消えており、もはや大した意味も無いので撤回しても問題はない。さらに、現在は「17年度中」と繰り返し表明している達成期限も、後ろ倒しが繰り返されており、追加緩和を督促される材料になっているため、曖昧化・柔軟化してくる可能性が高い。

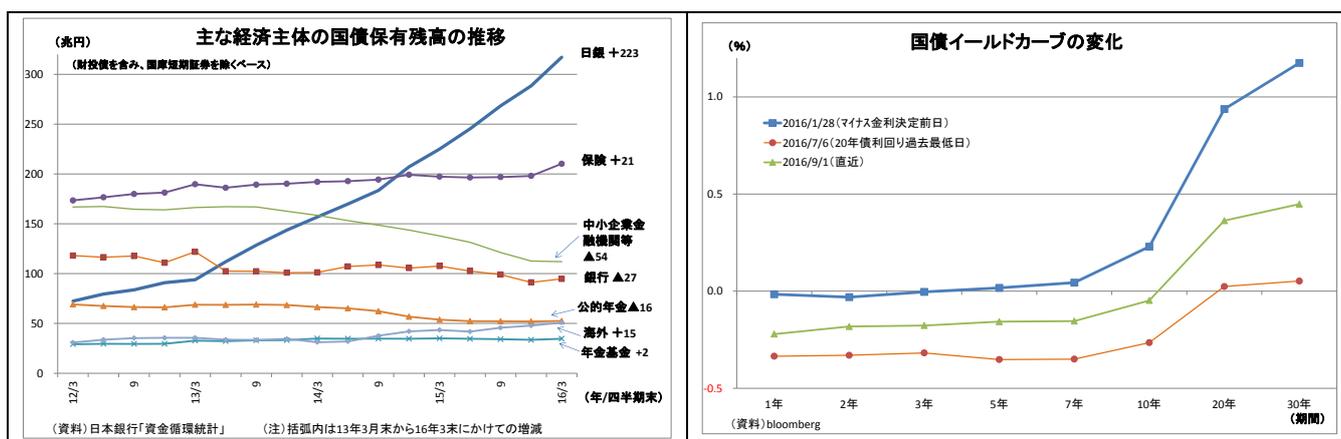
（緩和手段の変更は不確実性が高い、劇薬に向かう可能性も排除できず）

検証を踏まえた「追加緩和の枠組み・手段変更の有無」が最後の論点となるが、正直ここが一番不確実性が高い。市場の見通しも大きく分かれている。ただし、最近の日銀は市場に燦る「金融緩和の限界」を否定することに躍起になっており、限界の否定が今回の最大の狙いとみられることが手掛かりとなる。

「金融緩和の限界」は「国債買入れ」と「マイナス金利」について意識されている。

まず、国債買入れについては、このまま続ければ、遠からず現在のペース（年間 80 兆円増）では買えなくなるという限界論だ。IMF もワーキングペーパーで「2017～18 年に限界を迎える」との分析を示している。黒田総裁は、前回会合後の会見で、「まだ 3 分の 2 が市場にある」と強調したが、民間も担保需要など一定の国債を保有する必要があるため、全てを日銀が買えるわけではない。従って、国債買入れについては、買入れペースを柔軟化してくるだろう。

また、マイナス金利については、金融機関収益への影響が限界論の根拠になっている。マイナス金利導入後に長期～超長期ゾーンの国債利回りが大きく下がり、国債イールド・カーブがフラット化したため、金融機関収益への悪影響が大きくなり、金融仲介機能を損ねかねないため、「これ以上のマイナス金利深掘りは出来ないだろう」という見方が広がっている。このことへの対応としては、国債買入れの平均残存期間短期化（短期国債の買入を増額+超長期国債の買入を減額）で対応してくる可能性が高い。イールド・カーブがスティープ化することで、マイナス金利深掘りの余地が生まれると考えられる。



ただし、国債買入れペースの柔軟化や平均残存期間の短期化を決定した場合、それだけだと緩和の後退と受け止められかねない。従って、同時に追加緩和を行うとみている。質的緩和の拡大（社債・CP 買入れ増額、財投債・地方債買入れ開始）やフォワードガイダンスの強化（異次元緩和が終了しても、保有国債の償還分は長期にわたって再投資することを約束するなど）、マイナス金利の小幅拡大をいくつ

か組み合わせで緩和の強化を演出することが考えられる。日銀が常識的な判断に留まるのであれば、このあたりが限界になる。

一方で、日銀があくまでサプライズを狙うのであれば、劇薬に手を出す可能性がある。具体的にまず挙げられる手法は外債購入だ。日銀が外債（もしくは外債を原資産とする商品）を購入すれば、「量」の部分拡大できるうえ、実質的に限界は無い。ただし、為替介入と似た効果を持つだけに、米国からの反発が確実に予想されるうえ、各国による通貨安競争の引き金と化す恐れがある。

また、銀行等の貸出債権（もしくはそれを原資産とする商品）を日銀が購入するという手も考えられ、この場合も「量」の拡大が可能になる。ただし、日銀が抱える信用リスクも大きく拡大する恐れがある。

2. 日銀金融政策（8月）：総括的な検証への思惑が交錯

（日銀）維持（開催無し）

8月は金融政策決定会合の非開催月にあたるため、金融政策の変更はなし。市場の関心は、次回9月20日～21日に開催される会合での実施が予告されている「総括的な検証」と検証を踏まえた対応に集中した。

そうした中、8日に日銀から「金融政策決定会合における主な意見（7月会合分）」が公表された。「総括的な検証」に関する部分は少ないが、その目的について以下の3つの意見が挙げられている。

- ・ 2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現する観点から、総括的な検証を行うことが適当
- ・ 2%の早期実現に何が必要かという視点から総括的な検証が必要
- ・ 「物価安定の目標」達成のための具体的な政策対応を考えるうえで、総括的な検証が必要

また、その他の意見として、

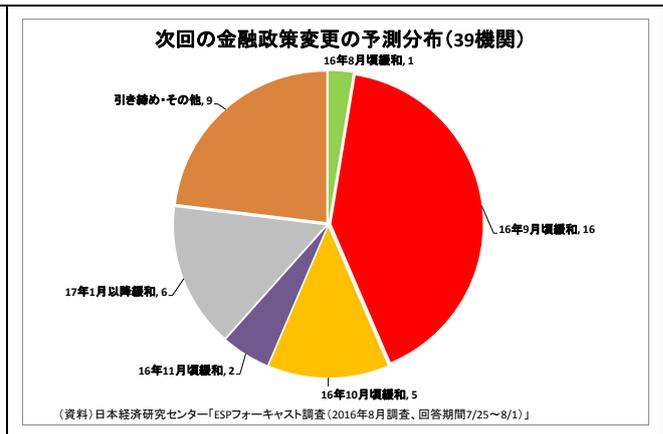
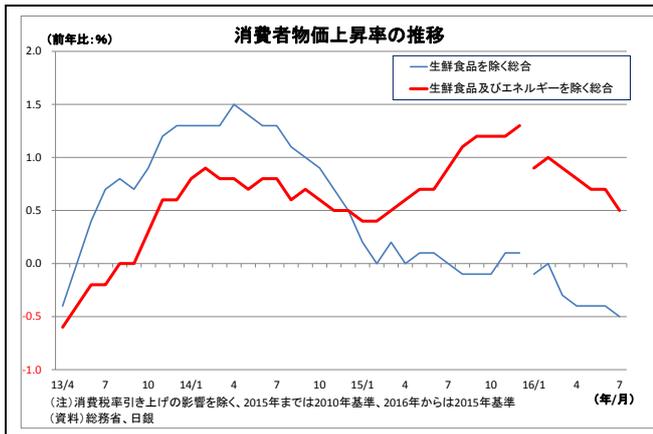
- ・ 金融緩和の限界、副作用という考えを否定することが必要

との意見もあった。

手掛かりは不十分だが、緩和縮小方向ではなく、強化方向に向かう印象を受ける。

また、27日にジャクソンホールで黒田総裁による講演が行われた。この席上で、総裁はこれまでの政策について、13年3月に導入した「量的・質的金融緩和」は「強力な緩和効果が発揮されてきた」としたうえで、14年10月の緩和拡大、今年1月の「マイナス金利政策」付加によって、「柔軟かつ強力な政策枠組みへと進化した」と非常に前向きに評価した。このうち、マイナス金利政策については、「幅広い借入主体に恩恵を与えている」、「（マイナス金利政策によって）中央銀行はより大きな自由度を獲得した」と、その効果と深掘りの余地を強調した。量・質・金利のいずれについても追加緩和の余地は十分あり、「今後も必要であれば、量・質・金利の3つの次元で、追加措置を講じる」と表明した。

なお、長期的なインフレ予想に弱めの動きが出ていることについては、「原油価格の下落に起因するとの見方を否定することは難しい」、「日本のインフレ動学は、原油価格の大きな変動を含む外的なショックに対する頑健性が低い」と説明した。



3. 金融市場(8月)の動きと当面の予想

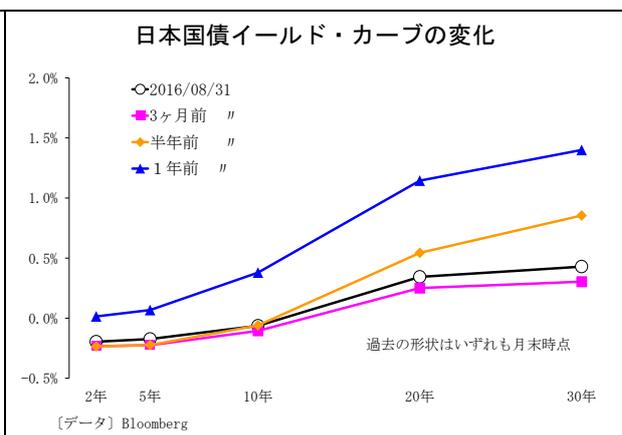
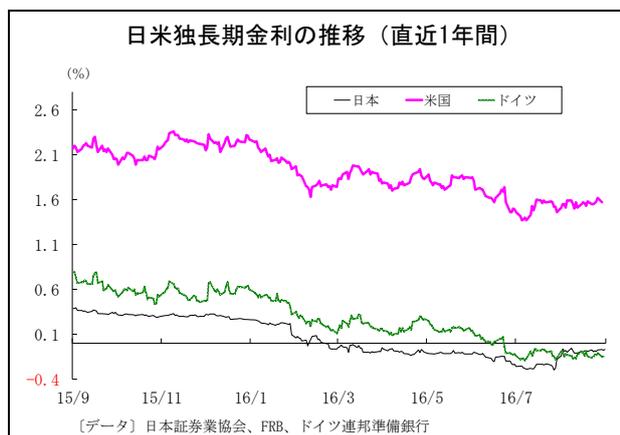
(10年国債利回り)

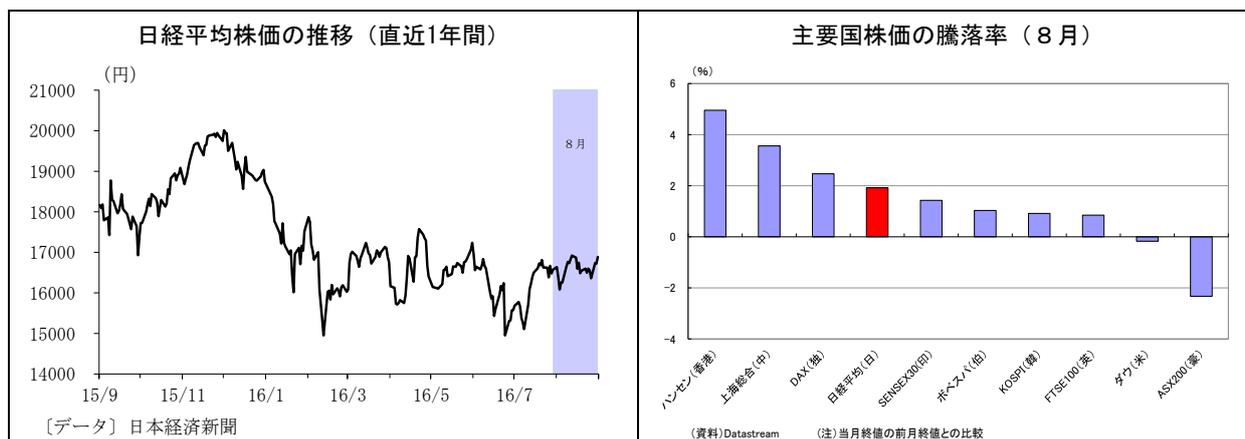
8月の動き 月初▲0.1%台前半からスタートし、月末は▲0.0%台後半に。

月初、日銀の7月末追加緩和への失望や9月総括的検証への警戒を引きずる中、低調な入札を受けて2日に▲0.0%台後半まで上昇。イングランド銀行の利下げに伴う欧米金利低下から、一旦5日に▲1.0%に戻ったものの、入札への警戒から8日には▲0.0%台半ばに接近。その後は予想を上回る入札結果や欧米金利の低下を受けてやや低下し、▲0.0%台後半での膠着した展開に。月終盤はイエレン議長講演等を受けた米金利上昇の余波で若干上昇したが、月末も▲0.0%台後半で終了。

当面の予想

足元は日銀の総括的検証への警戒などから▲0.0%台前半に上昇している。今後の最大の焦点は、21日の日銀決定会合となる。会合前は思惑が交錯しやすく、会合後はその評価を巡って、金利は不安定な動きを示しそう。会合では、国債買入れの超長期債の買入れ減額が決定され、金利上昇に働く可能性があるが、フォワードガイダンス強化なども同時に決定されることで、次第に▲0.1%程度で落ち着いてくると見ている。米9月利上げの有無も米長期金利を通じて本邦長期金利に影響を及ぼすが、現時点では9月の可能性は低いと見ており、影響は限定的に留まりそう。





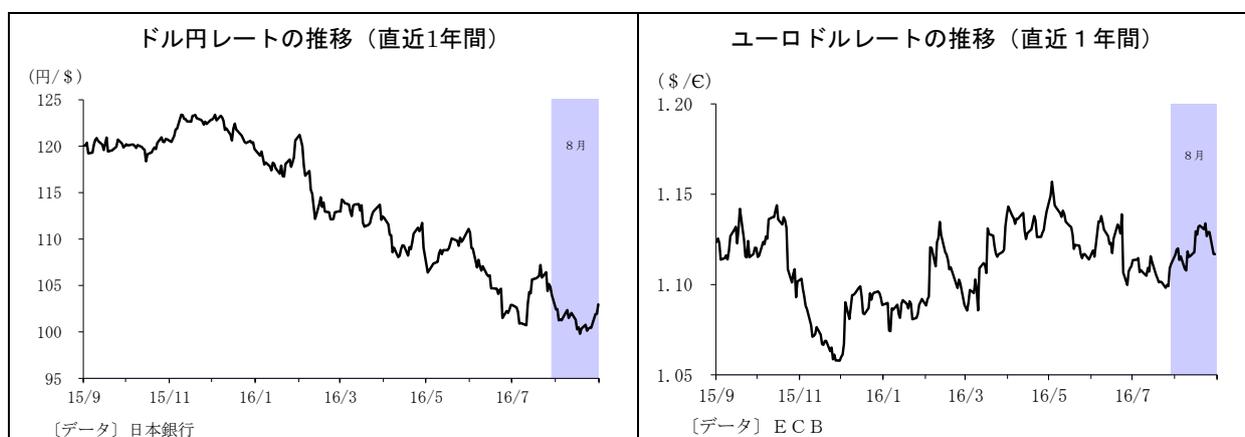
（ドル円レート）

8月の動き 月初102円台前半からスタートし、月末は103円付近に。

月初、日銀追加緩和への失望を引きずる中で原油安に伴うリスク回避の円買いもあって、3日に101円台前半に。好調な米雇用統計を受けて、8日に102円台を回復したが、利上げ観測低迷でドルの上値は重く、10日には再び101円台に、さらに16日には100円台まで円高が進行。FOMC議事要旨を受けて利上げ観測がさらに後退し、18日には100円を割り込んだ。その後は、日本当局の口先介入やFRB高官の利上げに前向きな発言で100円台を回復、しばらく維持。月終盤にはジャクソンホールでのイエレンFRB議長講演やその後のフィッシャー副議長発言を受けて米早期利上げ観測が台頭し、29日には102円台を回復。月末には103円付近まで上昇した。

当面の予想

今月に入って米利上げがさらに意識され、足元は103円台後半に上昇。当面のドル円のテーマである「米9月利上げ」の有無を占ううえで、本日夜の8月雇用統計がその試金石となる。好調な結果なら利上げ観測からドル高圧力が高まるが、同時に副作用（米株下落、新興国株・通貨下落）からリスク回避の円買いも入ることで、ドル円の上値が制約される可能性も。低調な結果なら素直に円高が進み、100円強に戻ると見ている。その後は21日の日銀決定会合とFOMCが焦点に。日銀は緩和を強化すると見ているが、直後にFRBが利上げ見送ることで、ドル安圧力が高まりそう。引き続き100-105円のレンジでの推移と見るが、21日～22日にかけて相場は荒れるだろう。



(ユーロドルレート)

8月の動き 月初1.11ドル台後半からスタートし、月末も1.11ドル台後半に。

月初、原油安等に伴うリスク回避のユーロ買いで、3日に1.12ドルに上昇したが、4日にはリスク回避の一服で1.11ドル台に戻る。さらに好調な米雇用統計を受けた8日には1.10ドル台に下落。その後は米利上げ観測の低迷から10に1.11ドル台に上昇し、さらにややハト派的なFOMC議事要旨を受けた16日には1.13ドルまでユーロが上昇。以降、しばらく1.13ドル付近での推移が続いたが、月終盤にはジャクソンホールでのイエレンFRB議長講演やその後のフィッシャー副議長発言を受けてドル高圧力が高まり、1.11ドル台へ。月末も1.11ドル台後半で終了した。

当面の予想

足元も1.11ドル台後半で推移している。ドル円同様、目先は本日夜の米雇用統計次第だが、ECBは来週8日の理事会において緩和の強化を打出すか、緩和に前向きなスタンスを強調すると予想され、ユーロ安圧力が高まると見ている。その後は9月FOMCが焦点となるが、利上げが見送られることでドル安が進む可能性が高いと見ている。結果、「行って来い」の展開になりそうだ。

金利・為替予測表(2016年9月2日現在)

		2016年			2017年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利(平均)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
アメリカ	FFレート(期末)	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
	10年金利(平均)	1.7	1.6	1.9	2.1	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利(ドイツ、平均)	0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.1
ドル円	(平均)	108	103	104	105	106
ユーロドル	(平均)	1.13	1.11	1.09	1.07	1.06
ユーロ円	(平均)	122	115	113	112	112

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。