

みずほマーケット・トピック(2017年9月25日)

日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～

先週 21 日の日銀金融政策決定会合は予想通り現状維持。周知の通り、イールドカーブ・コントロール(YCC)導入により「上手く表舞台から姿を消す」ことに成功した日銀の願いはただ 1 つ、「可能な限り現状維持」であった。だが、今会合から参加した片岡剛士・審議委員が、現行の緩和策に反対票を投じ、再び日銀を表舞台に引きずり出そうとするかのような動きが見られている。具体的な対案の存在を含め、議論の詳細は分からないが、こうした動きが「寝た子を起こす」ことがないかは注視したい。真っ当に考えれば、同氏の反対票は「焼け石に水」、ラフに言えば「空気を読めない一票」だった。YCC を通じて、静かに「表舞台から去る」準備ができていたところ、今回の片岡氏の「もっとやれ」という反対票が入ってしまった。ゆえに、今回の反対票がその他委員に波及していくとは考えにくい。だが、今回の片岡氏の動きによってリフレ派の中でも、これに触発される「強硬なりフレ派」と従前通り空気を読んで矛を収め続ける「普通のリフレ派」に分派される可能性も否定はできない。まずは「主な意見」などの情報に注目が集まる。

～表舞台に立ちたくない日銀～

先週 21 日の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで短期金利(無担保コール翌日物金利)を▲0.1%、長期金利をゼロ%程度とする操作目標の維持を賛成多数で決めた。総括的検証およびその結果としてのイールドカーブ・コントロール(YCC)導入 1 周年となった会合だが、周知の通り、YCC により「上手く表舞台から姿を消す」ことに成功した日銀の願いはただ 1 つ、「可能な限り現状維持」である。そうした大勢の予想に沿う格好で現状維持が決定されたわけだが、再び日銀を表舞台に引きずり出そうとする動きが出たことが耳目を集めている。

今会合から参加した片岡剛士・審議委員が、現行の緩和策に関し、「資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は 2019 年度ごろに 2%の物価上昇率を達成するには不十分」と指摘した上で、一段の金融緩和強化が必要との主張し、反対票を投じたという。7 月 25 日の就任会見を見る限り、現行政策に特段の不満がある様子も見られなかったのでこの動きは意外感があった。まして、衆議院解散・総選挙を目前に控える政府・与党の事情に鑑みれば、余計にこのタイミングで動く合理性はないと思われたが、余程の強い拘りがあったものと見受けられる。現時点ではどのような対案をもって反対したのかは定かではなく、記者会見では当然これを問い質す向きも多くみられたものの、黒田日銀総裁は「主な意見」ないし議事要旨の公表における確認を待つように述べ、具体的な言及を避けた。

～なにゆえに反対?～

それにしても失業率が 2.8%まで改善し、各分野で人材不足が指摘される状況にあって、「労働市場に過大な供給余力が残存している」という指摘はかなり勇気が要るものであり、相当の理由と

対案があるのが筋と言える。片や、世界的に実質金利の低下およびその示唆する自然利子率の低下が議論されている以上、資本市場の利用者である投資家が直面する収益率が落ちている状況は確かにあり、その意味で資本市場に「過大な供給余力」は確かにある。だからこそ追加緩和を要求したというロジックは分からなくはない(しかし、そうであれば何故対案がないのかはやはり解せない)。



そうした思いがあるのであればもっと就任会見時に現政策への疑義が呈されても良かったように感じられるし、何より 4 年間やってきた結果としてまだ「過大なスラックがある」という事実を踏まえ、従前政策の何が優れていて、優れていなかったのかを客観的に評価した上で具体的な対案があつて然るべきであったように思う。もちろん、「主な意見」や議事要旨でその内容が見えてくる可能性があるのですが今回の本欄ではこれ以上の詳しい議論は展開しようがないものの、「2019 年度に 2%に届きそうもないから反対。もっと緩和すべき」というのはあまりにも無責任な提案である。いずれにせよ続報を待ちつつ、同氏の言動を要注視していきたい。

～「寝た子を起こす反対票」でリフレ派も分裂？～

しかしだからと言って、同氏の反対票は「焼け石に水」、ラフに言えば「空気を読めない一票」だったように思えてならない。もはや 2013 年 4 月の量的・質的金融緩和 (QQE) 導入を皮切りに勢いを得たリフレ政策に往時の威勢はない。4 年間、これだけの策を打っておきながらコアベースはおろか総合ベースでも消費者物価指数 (CPI) は +2% に到達することはできなかったのだから当然である。また、その政策により演出された 50% 以上のドル/円上昇をもってしても輸出数量を増えず、ゆえに実体経済への直接的な影響も期待されたものでもなかった。その間、無為に国債購入だけが進み、万策尽きた結果としてマイナス金利を導入し、民間部門のみならず政府部門からですら厳しい意見を投げかけられる事態に陥った。そこで苦肉の策として提示されたのが現行の YCC だったはずである。見方を変えて言えば、前体制 (具体的には民主党および白川日銀) を全否定する証として導入された QQE を絶妙な匙加減で、体面が傷つかないように軟着陸させるための議論が 1 年前の総括的検証であり、その成果物が YCC という位置付けだったと考えられる。

こうした一連の試みを通じた結果、黒田日銀の政策を巡る議論は賛成・反対両論陣を巻き込んで「手打ち」にすることで決着し、YCC 導入以降は現状維持で本心が一致していたと筆者は理解していた。そうした状況下、日銀は隙を見て、いずれ無理がたたる¹だろう現枠組みの修正を検討することもできるはずだった。こうして静かに「表舞台から去る」準備ができていたところ、今回の片岡氏の「もっとやれ」という反対票が入ってしまった。ゆえに、今回の反対票はあくまでその他委員からは支持が得られない「焼け石に水」であり続ける可能性が非常に高いと思われる。

だが、「たかが一票。されど一票」ということもなくはない。今回の片岡氏の動きによってリフレ派の

¹ 詳しくは本欄 2017 年 9 月 6 日『追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～』をご参照下さい。

中でも、これに触発される「強硬なリフレ派」と従前通り空気を読んで矛を収め続ける「普通のリフレ派」に分派される可能性もある(現に、今の政策委員会はリフレ派に亀裂が入った構図である)。例えば、今さら原田審議委員が追加緩和を強弁したりするのは難しいはずだが、絶対に動かないとも言いきれないだろう。他の審議委員においても同様である。また、世論に目を向けても、直情的に(理論的な裏付けも何もなく)追加緩和を支持する向きが出易いかもしれない。この点、今回の片岡氏の反対票が「寝た子を起こす」というリスクになることについて、一抹の不安は覚える。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見直し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半年の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半年の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく……～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーパ～タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラブレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なキャンセル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか?～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー～フォワードガイダンス撤廃報道について～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～種る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～