

染みつくデフレ心理

転換
日銀緩和

日曜日の9月11日。横浜市港北区で積水ハウスの開いた賃貸住宅見学会には、マンション投資に関心を持つ人たちが次々と足を運び、担当者の説明に耳を傾ける姿があった。同区の小島宗雄さん(88)は3棟目となるマンションを物色中。建築には数億円かかるが、「金利は非常に安くなっている、いいタイミングだ」と語る。

積水ハウスの賃貸住宅販売事業は、2〜7月の半年間で売上高が前年同期比で6・3%増加。背景にあるのが、日銀が今年1月に決定したマイナス金利導入だ。

ただでさえ低かった企業向け貸し出しや住宅ローンなどの金利が更に低下。賃貸住宅

物価上昇目標に疑念

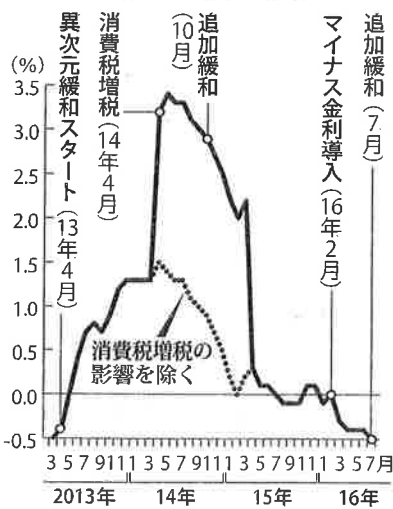


マクドナルドでは低価格のバリエーションが人気を集めている
東京港区の六本木ヒルズ店で16日、中島和哉撮影

など不動産市場に資金が流れ込み、国内銀行の不動産向け融資は6月末時点で68兆3206億円と過去最高を記録した。日銀の黒田東彦総裁は「マイナス金利政策は、企業や家計の資金調達コストの低下にしっかりとつながっている」と効果を強調する。

しかしマイナス金利や大量の国債購入など、かつて例のない金融緩和にもかかわらず、日銀が当初2年での達成

消費者物価指数上昇率の推移



を目標とした2%の物価上昇はいまだ見通せない。今年7月の消費者物価指数は0・5%のマイナスに沈んでいる。

日銀が21日に発表した総括的検証では、目標未達の要因として、①原油価格の下落②2014年の消費税増税後の需要の弱さ③新興国経済の減速――の三つを挙げた。更に、日本では長期にわたるデフレのために、足元の物価が下がる、将来も物価が上がらな

いのではないかと人々の意識が高まる傾向があること

も、目標達成を阻んでいると分析している。

ハンバーガーチェーンのマクドナルドでは、12日に発売した400円の「バリューランチ」が人気だ。ワンコイン(500円)でおつりが来る低価格が売り。六本木ヒルズ店(東京都港区)で注文した会社員の上野千明さん(60)は「少しでも出費を減らしたいから、大歓迎だ」と喜ぶ。

吉野家は4月に牛丼より50円安い豚丼(並盛り330円)を復活させ、売れ行きは好調。一度は商品の値上げに動いたカジュアル衣料品店「ユニクロ」も、2月には一部商品の値下げに転じた。長引くデフレの間に消費者の節約志向は染みついている。黒田総裁は

日銀の緩和策で「デフレではなくなった」と強調するが、各社の低価格戦略の広がりはデフレ再来を想起させる。

日銀は21日に決定した政策枠組みの変更で、「物価上昇率が平均的に2%を超えるまで、マネタリーベース(日銀が市場に流すお金の量)を拡大する方針を継続する」との約束を示した。強い決意を示すことで「人々の将来の物価見通しである」予想物価上昇率の引き上げを図る(黒田総裁)のが狙いだ。

しかし、2年の物価目標達成の約束を果たせなかった日銀に対する信頼感は低下している。かつてのように、「黒田バスターカ」と呼ばれた市場予想を上回るような大規模な政策の発動余地も限られる。

日銀は地道に市場との対話を通じて信頼を取り戻し、人々の物価上昇期待を高めることが目標達成への近道となりそう。

◇
異次元緩和の導入から3年半。金融政策枠組みの大幅な転換を図り、物価目標達成に向けて再始動した黒田日銀の今後を展望する。

新枠組み玉虫色



緩和日銀

「今後固定する」ということではなく、実際の買い入れ額は上下に変動することになると思う。日銀の黒田東彦総裁は金融緩和の枠組み修正を発表した21日の記者会見で、これまで年80兆円としていた国債の購入量が減る可能性を認めた。日銀は今回、お金の「量」を中心とした政策から、金利の操作を軸にした政策への転換を図った。だが、その決定までには、主張の異なる9人の政策委員（3人の正副総裁と6人の審議委員）の間でせめぎ合いがあ

「量」重視派に配慮

2013年4月の異次元緩和導入後初となる大幅な枠組み修正は、「2%の物価上昇目標の達成手段が尽きるのではないかと」の限界論を払拭するのが狙いだ。日銀の国債保有がすでに発行残高の3分の1超に達し、「大量の国債購入はいずれでなくなる」との懸念が市場で高まっていたためだ。政策の持続性を高めるために、購入量の縮小が重要な課題となった。しかし、量の拡大による物価上昇を重視してきた「リフレ派」の岩田規久男副総裁は8月の記者会見で「量を減らすとか、金融を引き締める方向は考えられない」と明言。原田泰審議委員も量の減少に反対姿勢を示した。

現行の緩和方針に否定的な佐藤健裕、木内登英の両審議委員は新たな枠組み案に反対する可能性が高く、日銀事務方は賛否が大きく割れるのを防ぐため、リフレ派の賛同を得るための知恵を絞った。

21日に決定した新枠組みは、短期のマイナス金利に加え、10年物国債金利を0%程度とする長期金利目標を新たに導入。これまで「年80兆円ペース」としていた市場への資金供給量の増加目標は撤廃し、政策の主軸を量から金利へ転換する姿勢を示した。

その一方で、長期金利を0%に誘導するために「現状（80兆円）程度の買い入れペースをめぐるとする」として、当面は購入量を減ら

日銀内で意見の隔たりが広がっている

（新枠組みで）経済や金融情勢の変化に対応でき、政策の持続性も高まる。国債の買い入れ額は増減があり得る（9月21日の記者会見で）

量を減らすとか、金融を引き締める方向は考えられない（8月4日の記者会見で）

長期金利目標は国債の買い入れペースの拡大を強いるリスクがある（9月21日の政策決定の反対理由）



黒田総裁



中曾副総裁



桜井審議委員



布野審議委員



政井審議委員



岩田副総裁



原田審議委員



木内審議委員



佐藤審議委員

枠組み変更賛成
金利水準を重視

国債買い入れ量を重視

枠組み変更反対

さないことを明記。また今後の追加緩和では、「量の拡大」も手段の一つとして残すことでリフレ派に配慮を示し、佐藤、木内両氏を除く7人の賛同を得た。

玉虫色の新枠組みに対し、市場からは「金利をコントロールするだけなら、『量』への言及は必要なかった」（SMBC日興証券の宮前耕也シニアエコノミスト）と、矛盾点を突く声が出ている。加藤出・東短リサーチチーフエコノミストは「配慮を重ねた結果、継ぎはぎを重ねたような内容になった」と指摘する。

日銀は今後、金利の操作を最優先とし、目標の範囲に金利を誘導できれば、必要のない国債購入は行わない方針だ。「平時に無駄弾を撃たなければ、危機時に量拡大など思い切った政策を打てる」。

しかし、国債購入量が大幅に減れば、リフレ派の委員が反対に回ることも考えられる。妥協の産物の新枠組みは、この先の政策運営に禍根を残した可能性がある。

欧米中銀も苦闘

転換 日銀緩和

下

大規模な量的緩和やマイナス金利にもかかわらず、2%の物価上昇目標の達成が遠く、21日に政策枠組みの大幅な転換を余儀なくされた日本と状況は同じだ。

「現在の政策は、かつてないほどの効果を上げている」。欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁は8日の理事会後の記者会見で、金融緩和の成果を疑問視する質問にいら立ちをあらわにした。

ECBは2014年6月に主要中銀で初めてマイナス金利を導入し、段階的にマイナス0.4%まで拡大。15年3月には、金融市場に大量の資金を供給する量的緩和政策にも踏み切った。だが、ユーロ圏の物価上昇率は0%近辺に低迷したまま、「2%弱」とした目標をはるかに下回る状態が続いている。

ドラギ総裁は「ECBには、行動する意思と能力がある」と追加緩和を辞さない姿勢を強調するものの、政策余地は確実に狭まっているのが実情だ。特に量的緩和を巡っては、ECBによる国債の大量買い入れで、財政状況の悪い国でも国債が発行しやすくなるため、財政規律を重視するドイツなどの反発が根強い。

理事会は8日、17年3月までとなっている量的緩和政策の延長も視野に、「量的緩和の円滑な実施のための検証作業」を事務方に指示。しかし、現行の月800億(約9兆1200億円)の資産購入規

低インフレ・低成長

日米欧の金融政策の概要



日銀

黒田東彦総裁

- 2%の物価安定目標の早期実現を目指す
- 日銀当座預金の一部にマイナス0.1%のマイナス金利を適用
- 10年物国債金利を0%程度に誘導
- 物価上昇が安定的に2%を超えるまで、資金供給量を拡大



ECB

ドラギ総裁

- 2%未満でその近辺に物価安定の目標に
- マイナス金利はマイナス0.4%まで拡大
- ユーロ圏の国債などを月800億€購入



FRB

イエレン議長

- 2%の物価上昇率目標
- 政策金利を年0.25~0.50%に設定
- 追加利上げの見通しは2016年中に1回

模を拡大するのは困難との見方が大勢で、行き詰まり感が強まっている。

堅調な景気回復を背景に、いち早く量的緩和に幕を閉じ、昨年12月に約9年半ぶりの利上げに踏み切った米国の中央銀行、連邦準備制度理事

の利上げに踏み切れない最大の要因が、想定を超える低インフレと低成長だ。

また、米国内にはドル高が自国産業に及ぼす影響に対する懸念が強まりつつあり、日欧が緩和を長期化する中で、ドル高につながる金融引き締めを急ぐことはできない(S&P、M&B、日興証券の丸山義正チーフマーケットエコノミスト)という事情もある。

低インフレ・低成長という共通の課題に対する処方箋が見えない中、日米欧の中央銀行の試練は続きそう。

会(FRB)も、その後の政策運営に苦しんでいる。

FRBは段階的に利上げを行い、次の景気後退時に利下げで対応できる余地を作っておく思惑があった。しかし、最初の利上げ以降、政策を決める会合で6回連続で追加利上げを見送り、足踏みが続いている。当初、「年4回」だった利上げペースの見通しは、今や「年1回」まで減速している。

また、米国内にはドル高が自国産業に及ぼす影響に対する懸念が強まりつつあり、日欧が緩和を長期化する中で、ドル高につながる金融引き締めを急ぐことはできない(S&P、M&B、日興証券の丸山義正チーフマーケットエコノミスト)という事情もある。

この連載は、安藤大介、和田憲二、中島和哉、ワシントン清水憲司、ロンドン坂井隆之が担当しました。