



“ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

アジア

2016年9月8日

日銀の総括的検証は百家争鳴だが

日銀の総括的検証の内容について市場では様々な憶測があり、何が話されるのか市場のコンセンサスも見出しがたい状況ですが、最近の日銀黒田総裁のスピーチや中曽副総裁の講演から総括的検証の内容を占います。

中曽日銀副総裁：必要ならどんな修正が適当か判断。総括的検証を前に講演

日銀の中曽宏副総裁は2016年9月8日、在日米国商工会議所主催講演会に出席し、9月20～21日の金融政策決定会合で予定している過去3年半の総括的検証に関する論点についてスピーチしました。

中曽副総裁は、日銀が進めてきた「量的・質的緩和(QQE)」のような非伝統的金融政策は金利を上げ下げして景気に働きかける伝統的な金融政策とある意味同等の仕組みであると解説したうえで、日銀のQQEに、修正の可能性を暗示しつつも、金利低下の効果があることを強調しました。

一方、マイナス金利導入後の金利低下が、保険や年金の運用利回り低下など経済活動に悪影響を及ぼす可能性には留意が必要と指摘しています。ただし、マイナス金利政策は金融機関の収益への影響を考えると深掘りできないとの考えは否定しており、今後も重要な金融緩和策として温存しました。

どこに注目すべきか：

予想物価上昇率、ベネフィット、2%物価目標

日銀の総括的検証の内容について市場では様々な憶測があり、何が話されるのか市場のコンセンサスも見出しがたい状況です。ただ、最近の日銀黒田総裁のスピーチや中曽副総裁の講演に共通点が多かったことから、次のような論点が「総括」される可能性があります。

1点目は、マイナス金利付き量的・質的金融緩和と政策のうち、量的・質的金融緩和は主に予想インフレ率の上昇に寄与、マイナス金利は長期金利の低下に効果があったという評価になると考えられます。特に、金融機関からの不満が高いマイナス金利政策について正副総裁の見解は長期金利の引下げを通じた効果が期待できるというもので、市場に見られた同政策の取り下げ期待は後退したと見られます。

2点目は政策をベネフィット(効能)とコストのバランスで評価する姿勢が見られることです。従来、市場の声に対し「強気」で通した黒田総裁に変化の兆しが見られます。マイナス金

利の銀行収益への影響などに配慮を示したのは一歩前進と思われます。ただし、正副総裁が明確にしていないのは量的金融緩和の国債購入の限界です。黒田総裁は以前、日銀の保有について3分の1に過ぎず、残り3分の2ある(図表1参照)と述べています。この点については懸念も指摘されています。例えば、国際通貨基金(IMF)は(個人名)論文で銀行は担保として、年金や保険はALM(資産負債の総合管理)の観点などから一定の国債を保有する動機があり、日銀の購入余地は狭まっていると述べています。したがって、国債に代わる債券の購入、例えば現在は購入対象となっていない財投機関債などが検討される可能性も考えられます。

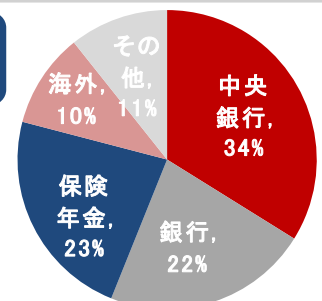
3点目は2年で2%の物価目標の変更の可能性です。正副総裁は明確に文言の修正を示唆していませんが、講演の中で物価目標について2%の「物価安定目標」という表現を使っており、2年で2%という表現は、意図的かどうかは全く分かりませんが、控えた印象です。

最後に、中曽副総裁の講演後の市場の反応を見ると、先物市場で長期国債が若干売られています。9月の金融政策決定会合で総括的検証に伴い金融緩和と拡大などが公表されるとの観測があったものの、講演内容からベネフィットとコストに配慮した政策運営では消極的な緩和にとどまるとの見方が浮上したのかもしれない。

図表1: 国債等の発行残高の保有者別構成比
(時点: 2016年3月末)

2016年3月末の国債等
残高 = 1,075兆円

※保有者
銀行は預金取扱機関
その他には公的年金、家計などを
含む



出所: 資金循環統計のデータを使用しピクテ投信投資顧問作成



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。