時論

日銀の金融政策と金融市場の関係について考える

8 月初めに生じた大幅な円高と過去最大幅の株価下落は、これまでの金融政策に対する賛否の対立を改めて浮かび上がらせる出来事になった。前黒田総裁が導入してきた一連の緩和政策を支持し、かつその継続を良しとする向きからは、利上げが急激な円高株安の原因になったという批判がなされている。逆に異次元緩和に批判的な立場からは、副作用もある金融政策の修正は必然であり、行き過ぎた円安を是正するためにも、今回の利上げは必要だったという見方が出されている。実績としての消費者物価上昇率が目標の 2%を超える期間が続く中、むしろもっと早く利上げに踏み切るべきであったという意見もある。

更に、金融市場が荒れた後に行われた 8 月 7 日の金融懇談会で、内田副総裁が「当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続けていく必要がある」「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはありません。」と発言した。これを受けて為替レートは円安に戻り、株価は持ち直したが、この発言に対しても金融市場の安定に貢献したという好意的な見方と、金融市場に斟酌しすぎであって本来の金融政策の目的を取り違えている、という両極端の見方が出ているようだ。

結局のところ、黒田総裁期の金融政策を是とするか否か、もう少し具体的には、マイナス金利政策や金融市場への介入をはじめとする異例の金融緩和を長期化させたことによる副作用への評価、そして 1 ドル＝160 円を超えるまで進んだ円安の是非に関する意見の相違が、そのまま 8 月初めの急変に対する見方の対立に表れた形になった。ちょうど一年前の本欄で、「金融政策に関する見解が両極端に分かれたままだと、今後再び大規模な金融政策の揺り戻し、あるいはその観測を招くことで、金融市場が不安定になるリスクが残ってしまう。」と書いたが、残念ながらこの状況は改善していないようだ。

この先の金融政策や経済金融情勢を見ていく上で、気を付けたい点として二つ念頭に置いている。

一つは、為替にしても株価にしても、結局は米国の情勢に大きく左右されるということである。この点で見て日本はいわゆる小国であり、日銀が金融政策を維持し続けたからと言って劇的に状況が変わるわけではない。このことは、3 月に日銀がマイナス金利政策解除という大きな節目を跨いでも円安の流れが変わらなかったことや、7 月末の日銀が利上げに踏み切った直後でも、米国の雇用統計が市場予想よりも弱かったことを受けて日本の長期金利が米国に引っ張られて大きく下がったことからもわかる。

少数特定のメンバーで長い時間の議論を経て物事を決める際は、議論の過程や意見が集約されて最終決定に至るプロセスの全てを、外部の人に納得してもらえるように説明するのは至難の業である。このために、結果として市場とのコミュニケーションが難しくなっていると思う。ましてその相手である金融市場の見方が不安定であれば猶更だ。これだけ不安定な動きになること自体、市場参加者が現在の為替や株価水準の持続性に自信を持っていないことを示していよう。そんな中で、金融市場では小国の日本の、しかも金融政策しか手段がなく、為替市場への介入権さえ持たない日本銀行に金融市場の安定の責任を求めるのは酷というものだろう。

二つ目は、8 月 7 日の内田副総裁の発言に過度に期待したり、先行きの見方を縛られたりしないように、ということである。当日の発言の中では「当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続けていく必要がある」「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはありません。」という部分だけが突出して注目を浴びたが、言うまでもなく「当面」が具体的にどの程度の期間なのかを特定できるわけではないし、金融市場が不安定な状況で利上げしないというのは、安定すれば利上げの障害にはならないと読める。そもそも、どんなにタカ派のスタンスを取っていても、一日に株価が 10%近くも下落するような荒れた局面では利上げなどできるはずがないことを考えると、内田副総裁の発言は当たり前のことを言っているだけのように見える。また、内田副総裁は同じ講演で「経済・物価見通しがオントラックであることを確認したうえで、リスクの観点からも、消費者物価が 2 年以上にわたって 2%を上回って推移する中で」利上げが適切であったと判断したと述べており、7 月の利上げを否定しているわけでもない。

これまでも、植田総裁を中心とする日銀のスタンスは、いわゆるタカ派・ハト派の間を行ったり来たりしているように見えた。こうした揺らぎの中で金融政策の正常化を進めてきた経緯を踏まえると、特定の期間を念頭に置いて「この間の利上げはない」と決めつけたり、まして希望的観測を抱いたりするのは適切ではないと思っている。

更に、この先の金融政策は、9 月に行われる自民党総裁選挙の結果にも影響を受ける可能性がある。岸田総理が不出馬を決めたことで、新総裁が誰になるかは一層わかりにくくなった。本来は政治から独立している日銀の決定に、政府の意向が影響を及ぼした先例を踏まえると、金融政策の先行きも読みにくくなったと考えている。一年前にも書いた通り、政治における対立が金融政策に過度に結び付くと、金融政策の大幅な振れ、あるいはその観測につながりやすくなり、このことは金融市場のみならず実体経済にも望ましくない影響をもたらす。

こうした事態を懸念するのと同時に、金融政策さえうまく運営すれば全てが順調に行くわけではないという異次元緩和からの教訓も活かし、金融政策では解決できない重要な課題も数多くあるという認識のもとで経済政策を組み立てる、当たり前のスタンスを新総裁には望みたい。

（調査部長　花田　普）

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。
また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtb.jpまでご連絡ください。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK