

日銀の「中長期的な物価安定の目処」導入後の金融政策運営について

2012年4月19日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

1. 「中長期的な物価安定の目処」

日銀が2月14日に「中長期的な物価安定の目処（注1、以下「目処」）」を導入して2ヶ月以上が経過した。元来、日銀の金融政策の枠組みは、「物価安定の理解」を念頭に、第一の柱が先行き1、2年の物価安定と持続的成長経路の観点から点検、第二の柱がより中長期的のリスクの観点から点検だった（注2）。「目処」は、「物価安定の理解」に代わるものという位置づけだ。「目処」の導入以来、日銀の金融緩和強化の本気度について、市場で様々な憶測が出た。悲観派は従前と実態上の変化はないとする一方、楽観派は物価が「目処」とする1%に達するまで金融緩和を強化し続ける、との見方だった。しかし、日銀の発表から2ヶ月、現実には日銀が更なる金融緩和を実施しなかったこともあり、楽観的な見方は後退した。この前後の全国消費者物価上昇率（前年比）は、-0.2%（2011/12）、-0.1%（2012/01）、+0.1%（2012/02）だったので、長期的には物価は安定に向かっている、と言えなくもない状況だった。

推論には様々な方法があるが、ここでは日銀の政策変更の背景を探ることで、今後の日銀の政策運営を展望してみたい。背景は動機と読み替えても良からう。

2. 日銀の政策変更の背景

（1）米財務省の円売り介入批判

2011年に日銀は円高阻止のため14.3兆円の円売り・ドル買い介入を実施した。米財務省は、昨年12月に議会に「外国為替報告書（注3）」を提出したが、2011年8月と10月の円売り・ドル買い介入について「支持しなかった（21ページ）」と反対の姿勢を明確にした。更に「日本は、強い円に円売り介入で対応するのではなく、根本的で首尾一貫した国内経済のダイナミズム増強、公益企業やサービス企業を含む企業の競争力強化、潜在成長率の引き上げ、を実現すべきだ（21ページ）」とした。また2011年6月のIMFの評価「円の実質実効相場は経済の基礎的条件に概ね沿っている（20ページ）」にも言及した。

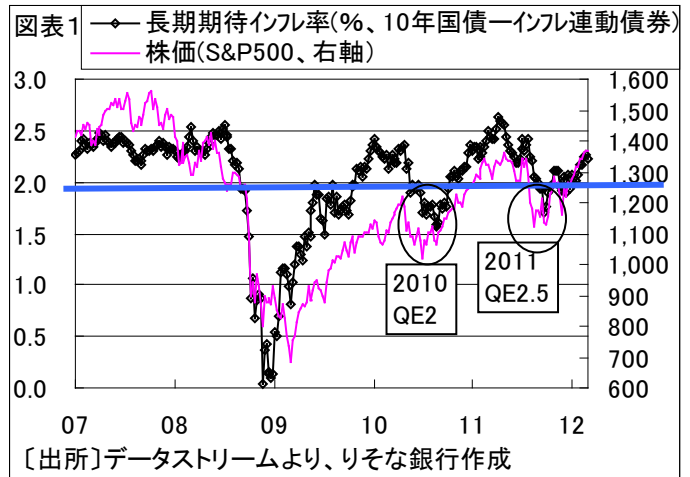
今後は、もし円高が進んでも、日銀は円売り・ドル買い介入を実施しにくくなったと見て良いだろう。となると、円売り介入に代わる円高阻止の手段が必要となる。

ここ数年の日銀は、円売り介入の実施に合わせて、資産買入れ規模の拡大をセットで実施してきた。その意味では、資産買入れ規模の拡大の形での金融緩和は元から存在するのだが、介入が制約されるとなると、いわば片肺飛行の状態となる。円売り介入と資産買入れの組み合わせは、2002年に溝口財務官とテイラー米財務次官が緊密に連携を取って円安誘導に成功した時と同じだが、当時の主力は大規模な円売り介入だった。主力の円売り介入を欠く片肺飛行で円高を阻止するには、市場参加者の期待に働きかけるルートが有効だろう。その意味で、物価目標を明示して金融緩和に対する市場の期待をコントロールすることは、一種のコミュニケーション戦略とみることが可能ではないか。コミュニケーション戦略の具体例は、次にFRBの例で次に示す。

（2）FRBのコミュニケーション戦略

1月25日にFRBは「長期的目標と政策戦略に関する声明（注4）」を発表した。そして、FRBには雇用の最大化と物価の安定という2つは目標が法令で定められているが、物価上昇率2%が法令により委任された権限と長期的に整合的であることを明示した。

インフレターゲット制度には様々な類型があるが、共通するのは、インフレ率目標の明示とその達成に向けた説明責任だ。FRB は物価上昇率 2% を明示しただけではあるが、元々議会に対する説明責任は定期的な議会証言で担保されているので、インフレターゲットに踏み込んだと見ることも可能だろう。ただ図表 1 の通り、元より市場は物価上昇率 2% を 1 つの目処としてきた。それは、2010 年、2011 年に期待インフレ率が 2% を下回ると、FRB が金融緩和を実施した実績があるからだ。今回 FRB が明示した物価上昇率 2% という基準は、今後も図表 1 で示した FRB の反応関数 (reaction function) が健在であることを示したと見て良いだろう。その意味でこの FRB の動きは、広義のコミュニケーション戦略の一環と見て良いだろう。



2010 年以降の FRB の円滑な金融政策運営を鑑みれば、日銀としても何らかの物価目標の基準を明示する必要性、更には市場の期待が自己実現性することの重要性は悟った可能性はあるのではないかと考えられる。

(3) 白川日銀総裁と FRB バーナンキ議長の見解の相違

1 月 10 日に日銀の白川総裁はロンドンで「デレバレッジと経済政長 (注 5)」と題する講演を行った。副題は「先進国は日本が過去に歩んだ「長く曲がりくねった道」を辿るのか?」だった。この講演で総裁は、90 年代の日本と 2000 年代の欧米のバブル崩壊後を比較した。そして類似点として、バブル崩壊後の経済パフォーマンス、政策当局者やエコノミストの当初の反応、中央銀行の採用する政策、デレバレッジの過程にある経済での金融政策の有効性低下、を指摘した。相違点としては、日本が世界的危機の震源地にならなかったこと、金融市場が暴力的に動き始めるまでの時間的長さ、を挙げた。

ところが 2 月 6 日に米国 FRB のバーナンキ議長は、白川総裁とは異なる見解を示した。議会の公聴会で、「(バブル崩壊後の日米経済には) いくつかの重要な違いがある」として、日本はデフレに陥った、日本は銀行への資本注入が遅れた、日本は人口が減少し始めた、と 3 つの相違点を指摘した。

バーナンキ議長が指摘した 3 つの相違点のうち、日銀が関与したのはデフレだ。しかも、デフレは、白川総裁が指摘した日米当局者の当初の反応の結果でもある。

日銀が、当初の反応、その結果でもあるデフレについて、認識を新たにしたい可能性はあるだろう。

(4) 日本と欧米の政策ミックスの違い

財政政策と金融政策の組み合わせを政策ミックスと呼び、その為替相場への影響はマンデル・フレミング・モデルとして定形化されている。

図表 2 景気刺激策の組み合わせ (政策ミックス) の為替相場への影響

	金融政策	財政政策	通貨への影響
(1)	強い金融緩和	弱い景気刺激	強い金融緩和が通貨安要因
(2)	弱い金融緩和	強い景気刺激	弱い金融緩和が通貨高要因

[出所] 筆者作成

足元は、欧州は財政引締めと LTR0 等による金融緩和でユーロ安志向の政策ミックスだ。米国は 2013 年以降に本格的に財政再建が予定されている一方、金融政策は QE3 期待でやはりドル安志向だ。日本は、財政政策は震災対応で 5 年間に 19 兆円の財政支出が予定されており、正反対だ。従って、もし金融政策が緩和傾向でなければ、円高志向となるリスクがある。

尚、FRB 筋は 90 年代前半に円高が進んだ背景の 1 つとして、日本の政策ミックスを挙げている。当時は、財政による強い景気刺激と弱い金融緩和の政策ミックスだった (図表 2 の (2) のパターン、注 6)。

3. 今後の日銀の政策運営の展望

上記 4 つの背景を考えれば、日銀の「目処」導入後の金融政策運営は、第一、第二の柱にコミュニケーション戦略を加味する方向と考えられるのではないかと (注 2)。無論、手本は上記 2. (2) の FRB のコミュニケーション戦略で、目的は金融政策の有効性強化だ。金融政策の有効性強化の目的は、デフレからの脱却と円相場の押し下げだ。そのためには、マネーサプライと物価の関係や金融政策運営に対する市場の期待の効果などに関する日銀の経済思想 (金融政策の伝達経路) とその実際の行動である日銀の反応関数 (reaction function) を明確にして、市場の期待を誘導すべきだろう。そして、市場の自己実現性にまで高めるには、包括的で統一感のある経済政策に実現する必要がある (注 7)。今後日銀は、コミュニケーション戦略を具現化させつつ、時間をかけてこうした問題に取り組むことになるだろう。

日銀の金融政策は集団での意思決定なので、個々の審議委員で見解に相違があるのは当然だ。しかし、総論としての日銀の反応関数が、どのような経済思想 (金融政策の伝達経路) を背景にどの程度緩和方向に傾いているかは、明確な方が望ましい。その方が市場の価格発見が活かされ、経済厚生の上昇に寄与すると考えられる。

以上

(注 1) http://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/k120214b.pdf

(注 2) http://www.boj.or.jp/announcements/release_2006/k060309b.htm/

(注 3)

<http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/FX%20Report%202011.pdf>

(注 4) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>

(注 5) http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/ko120111a.htm/

(注 6) 「Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s」 38ページ

<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/729/ifdp729.pdf>

(注 7) 4月に内閣府に「デフレ脱却等経済状況検討会議」が設置された

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。