



Economic Monitor

2011年の日銀に望む

日銀は包括的な金融緩和政策を導入し「時間軸」を明確化した。しかし、その時間軸や、時間軸がリファーする物価安定の理解について、政策委員による国民や市場への働きかけはほとんど行われず、そのため時間軸は効果を十分に発揮していない。2011年に日銀がまず行うべきは、市場介入的な基金の増額ではなく、国民や市場の期待に働きかける時間軸の活用だろう。

2010年もまもなく終わる。現時点で、今年の金融政策における最も重要な変化を問われれば、FRBによるQE2 (Quantitative Easing 2nd、量的緩和第二弾) と答えるだろう。次点は、中国をはじめとする新興国の金融引き締めへの相次ぐ転換だろうか。ただ、QE2が金融危機以降の緩和策の延長線上にある一方、新興国の金融引き締めは政策の大転換である。そのため、後の世において編纂される金融政策史においてはQE2よりも新興国の金融引き締めこそが最も重要な変化として記載されることになるのかも知れない。

さて、我が日本に目を移すと、金融政策における最大の変化は、10月5日の「包括的な金融緩和政策」導入である。包括的な金融緩和政策は①実質ゼロ金利、②時間軸明確化、③基金による資産買入の3つから構成される。種々の制度整備や手続きで遅れていたJ-REITやETFの買入も12月半ばに開始され、包括的な金融緩和政策は表面的に見ればフル稼働状態に入っている。但し、せつかく導入した時間軸明確化について、日本銀行は及び腰であり、そのため時間軸の効果は十分に発揮されていない。

前述の三つのうち、①実質ゼロ金利政策は現状追認に過ぎず、また③基金による買入はオペレーションにより達成すべきものであり、政策委員会が方針を決定した後は淡々と実行されるのみである(買入のタイミングにおける裁量は現場にあるが)。対して、②時間軸の明確化は政策委員による国民や市場への働きかけこそが、政策の効果を左右する。しかし、残念ながら、政策委員は十分な働きかけを行っていない。

10月5日以降に政策委員が行った講演は16回を数える。うち7回で「時間軸」に言及しているが、6回は杓子定規な説明に徹し、内容に深く踏み込んだのは須田審議委員の山形県での講演1回¹のみである。しかも、須田審議委員は、デフレが続く日本経済における物価上昇の実現に対して否定的な見解を示し、せつかく明確化した時間軸の効果は減殺してしまった。須田審議委員は、現実のインフレ率は「プラスの中長期の予想インフレ率とマイナスの過去のインフレ率の綱引き」によって決まるが、「デフレが長期化する我が国において」は予想インフレ率の力を強めることは容易ではない、として時間軸がリファーする「中長期的な物価安定の理解」の意義を間接的に否定した。須田審議委員をはじめとして、結局のところ政策委員の誰一人として、時間軸がリファーする中長期的な物価安定の理解(中心値でCPI上昇率1%)の経済的な意義や、その実現に向けた具体的な道筋やビジョンを示していないのである。

リファーするものが否定されれば、時間軸も意義を失う。リファーするCPI上昇率1%の達成が遠く、時間軸から素直に考えれば金融引き締めはありえずとも、そのCPI上昇率1%の実現を日銀が真剣に考えていないとすれば時間軸は変質してしまう。つまり、CPI上昇率1%が展望できずとも、別の問題たとえば金融不均衡やバブルを理由に金融引き締めへ転じるというのが、日銀の真意だと市場が考え始めるのであ

¹ 「日本経済の現状・先行きと金融政策」須田美矢子審議委員 山形県金融経済懇談会 2010年12月1日

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

る。そうした疑念のある下では、金融市場において、時間軸の効果は十分に発揮されない。ましてや、国民に対して、CPI 上昇率 1%程度の緩やかなインフレが日本経済にとって望ましいと語りかけることなど不可能である。

2011 年に日銀がまず行うべきは、市場介入的な性格の強い買入基金の増額などではなく、国民や市場の期待に働きかける時間軸の活用ではないだろうか。