

成長基盤強化支援策を追加も正念場はこれから (3月の日銀金融政策決定会合)

日本銀行は成長基盤強化のための資金供給を円貨のみならず、外貨でも実施へ。宮尾委員が基金5兆円増額を提案したものの否決され、狭義の金融政策は現状維持。次の正念場は4月展望レポートの公表であり、目途に掲げたインフレ率1%の達成に向けた金融政策運営のロードマップを示すことができれば、デフレ脱却へ向けて前進。

成長基盤強化のための資金供給を拡充

日本銀行は3月12~13日に金融政策決定会合を開催し、成長基盤強化のための資金供給(成長支援資金供給)の拡充を決定した。従来3.5兆円の貸付枠を5.5兆円へ2兆円増額する。内訳は円貨枠を1兆円増額、ドル貸付枠の新規設定が1兆円である。一方、狭義の金融政策運営については、宮尾委員が現状65兆円の資産買入等の基金を5兆円増額し70兆円とする旨を提案したが、反対多数で否決され、現状維持が決定された。すなわち政策金利である無担保コールレートの誘導目標を0~0.1%に、「資産買入等の基金」を65兆円程度に据え置く(賛成8、反対1)。なお、被災地支援オペについては、大方の想定通り延長されている。

宮尾委員提案の否決はタイミングの問題か

前回2月分の議事要旨も未公表の現状では憶測の域を出ないが、宮尾委員は前回導入した物価安定の「目途」の達成に向けては2月の基金10兆円増額では不十分であり、追加的に5兆円の増額が必要と考えたのであろう。しかし、その提案の妥当性は別として、金融政策のセオリーからすれば、今回の増額提案は日銀にとって受け入れ難いものである。2月の緩和効果を見極めるべき時期であることに加え、金融市場や経済が急変したわけでもないため、今回追加的に5兆円増額するのであれば前回に15兆円増額しておくべきとのロジックが成り立つ。3月の追加増額は金融政策運営のミスを自ら認めることになってしまうのである。そのため、宮尾委員の増額提案否決を、日銀が将来的にも追加緩和を実施する意思なしとまで解釈すべきではない。要はタイミングが悪いのである。

「関ヶ原」は4月展望レポート

「物価安定の目途」達成に向けて、重要な鍵を握るのは4月末に示される展望レポートであろう。展望レポートにおいて、日本銀行は「物価安定の目途」の実効性を高めるために、従来とは異なる「物価安定の目途」と整合的な見通しを示す必要がある。当面の「目途」の水準とされたCPI上昇率1%が低すぎるとの批判は多く、当社も同意見¹だが、それは将来的に見直せば済む話である。当座急ぐべきはインフレ目標達成に向けた金融政策のロードマップの提示である。

フレキシブル・インフレーション・ターゲットに不可欠な透明性

ロードマップに対する中央銀行のスタンスは様々である。明確に将来の政策金利もしくは短期金利の予想経路を示す中央銀行もあれば、曖昧なかたちで提示する中央銀行もある。そして、提示しない中央銀行も

¹ 詳細は、2月21日付 Economic Monitor「日銀の『目途』導入に関する論点整理と今後の課題」を参照。

存在する。従来の日本銀行は、インフレ目標を明確に導入していないが故でもあったが、ロードマップを提示しない中央銀行の一つであった。しかしフレキシブル・インフレーション・ターゲティングの枠組みを導入した現状においては、目標達成に向けたロードマップを示す責任が生じる。白川総裁が「日本銀行の今回の金融政策運営の枠組みは、FRBの金融政策運営の枠組みに近い」というのであれば、少なくともFOMCと同レベルの金融政策²の将来パスの提示もしくは情報開示は必要であろう（同じ仕組みである必要はもちろんない）。それが、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングに欠くことのできない金融政策の透明性の確保に繋がる。

望ましい金融政策に基づく見通し提示が必要

日銀が、4月の展望レポートで為すべきは、経済見通し作成の前提の変更である。これまで日銀の展望レポートの経済見通しは、Fedの経済見通し³(SEP: The Summary of Economic Projection)と異なり、「政策委員が考える望ましい金融政策を行った場合」ではなく「政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考に」、要は市場が織り込む金利予想に基づいて作成されてきた。日本銀行が、新たな金融政策フレームワークを実践していくのであれば、来る4月の展望レポートでは、「目途」など⁴の達成に向けて「望ましい金融政策」が行われるとの前提に改める必要がある。望ましい金融政策を前提とした経済見通しの策定により、金融政策のタイム・ホライズン及びスケジュールを示し、かつ、その望ましい金融政策運営を実践していくことが望まれる。そうした方策が講じられれば、徐々に日本国民の期待インフレ率への働きかけも進み、日本経済のデフレ脱却が近づいていくと期待することができる。市場が、日銀に失望することもないだろう。逆に言えば、そうした方策が講じられず、新たに導入した金融施策フレームワークが絵に描いた餅に終わるのであれば、デフレ脱却は近づいてこない。

「目途」と展望レポートの隙間を埋める

2月に「物価安定の目途」を公表した後に日銀が抱えた問題は、4月末の展望レポートの公表まで3月12~13日と4月9~10日に二回の会合が挟まれることであったと思われる。極めて強い政治的プレッシャーに晒される中で、2回の会合を現状維持でこなすのはあまりにもつらい。デフレ脱却に資するためという成長基盤支援強化の本筋からの評価はさておき、金融政策運営のスケジュール的な視点⁵で見れば、今回の成長基盤強化支援の拡充は、日本銀行のデフレ脱却に向けた姿勢に揺るぎがないことを示し、かつ真に必要なロードマップを示すまでの通過ポイントとして、極めて望ましいものだったと言えるだろう。日銀のデフレ脱却に向けた姿勢の維持は、年度末を控えての金融市場にとってもポジティブである。

日銀外貨資産を利用したドル資金供給

さて、今回拡充された成長支援資金供給は、これまでと同様の資金供給枠の拡大5千億円と従来の資金供給では対象としていなかった小口資金供給5千億円の導入に加え、1兆円相当のドル資金供給、の三本建てである。は従来措置の延長であり、も昨年6月に導入した動産・債権担保融資と同様に手薄な分野をカバーする政策として理解しやすいが、はこれまでの資金供給とは大きく異なる。ドル資金供

² FOMCの金融政策運営については1月26日付 Economic Monitor「インフレ目標導入によってハト派姿勢を強める Fed (1月FOMC)」及び2月16日付「1月のFOMC議事要旨が示したポイント」を参照。

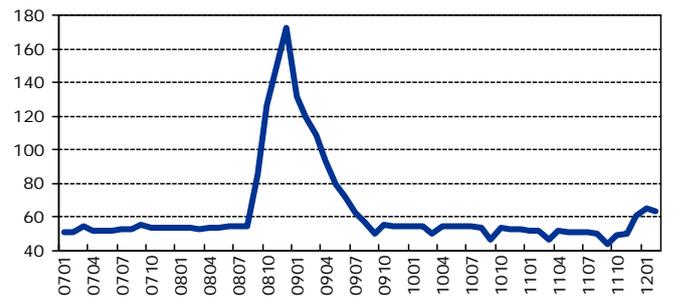
³ SEPは「Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy」との前提に基づいている。

⁴ フレキシブル・インフレーション・ターゲットの枠組みであるから、インフレ率のみを目標とする必要はないだろう。成長に加えて、日銀が指摘する「金融面での不均衡の蓄積」へも配慮する必要がある。

⁵ 今回の方針決定に加え、4月会合でもドル資金供給の細則が決定され、金融政策の空白が消える。

給は、執行部に対し具体的な検討が支持された段階であり細則は未定だが、日銀が3月10日時点で6兆円程度抱える外国為替勘定を利用するの措置になる模様である。同勘定は、欧州債務問題を受けた昨年11月からのドル資金供給オペにより1兆円程度高上げされているが、平時でも5兆円程度存在する。その外国為替勘定から1兆円程度を、成長支援のための資金供給に活用する見込みである。貸付は市場金利により、期間1年で行われるが、3回までの借り換えが可能のため最長4年と、極めて長期の外貨資金供給になる。なお、同勘定が保有するドル資金をNY決済にて金融機関に供給するため為替市場に対しては、基本的に中立と考えられる。

日本銀行の外国為替勘定(千億円)



(出所)日本銀行