

正念場は4月展望レポート（4月9・10日の金融政策決定会合）

4月9・10日の金融政策決定会合では、金融政策が大方の予想通りに据え置き。4月27日の会合において「物価安定の目途」と整合的ななかたちで、日本銀行が展望レポートを示すか否かが、今後の金融政策において極めて重要。4月27日の会合では、基金増額による追加緩和を予想。

予想通りの金融政策据え置きと米ドル特則の詳細決定

日本銀行は4月9・10日に金融政策決定会合を開催し、狭義の金融政策の据え置き、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65兆円程度に維持することを全会一致（賛成7、反対0）で決定した。同時に、前回3月会合において骨子素案を提示済だった「日本銀行が保有する米ドル資金を用いた資金供給（米ドル特則）」の詳細も決定している。米ドル特則は総額120億ドルで、期間1年（3回の借り換えが可能なため最長4年）、6ヶ月Liborでの貸付となる。日本銀行は外国為替勘定を3月末時点で6兆円程度（750億ドル程度）有しており、米ドル特則はその資金を用いて行われる。なお、前回3月会合で5兆円の基金増額を提案した宮尾委員は、今回提案を見送り、執行部案に賛成した。

今回の会合において基金増額などの追加緩和措置を見込む向きも市場の一部にあったが、金融政策据え置きは概ね市場及び当社の予想通りであり、サプライズはない。宮尾委員の変遷（前回追加緩和提案→今回提案なし）は多少気になるが、宮尾委員は3月28日に行った講演でも追加緩和提案の経緯にはほとんど触れておらず、詳細は不明である。13日に公表される3月12・13日会合の議事要旨を待つ必要がある。

なお、公表文における景気認識は、3月の「わが国の経済は、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある」が4月は「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられている」へと記述の順序が変更、ごく僅かにニュアンスが上方修正された。国際金融資本市場に対する評価の上方修正（3月：幾分落ち着きを取り戻してきている→4月：総じて落ち着いている）や日本国内の住宅投資（持ち直し）及び公共投資（増加）、生産（持ち直しに向かう動き）に対するポジティブな評価も、そうした評価の修正を示唆している。

正念場は4月展望レポート

今回の現状維持は、「物価安定の目途」すなわちCPI上昇率1%に向けての日銀の姿勢を疑わせるものではない。「物価安定の目途」達成に向けて、重要な鍵を握るのは4月27日の金融政策決定会合後に示される展望レポートである。当社は、展望レポートにおいて、「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日本銀行が示す必要があると考えている。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。

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。

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・ターゲッ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。それが、フレキシブル・インフレーション・ターゲッティングに欠かせない金融政策運営の透明性の確保に繋がる。

望ましい金融政策に基づく経済見通しの提示が必要

ロードマップ提示のために、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。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。この場合、展望レポートに示される経済見通しは、日銀自身が想定する金融政策を前提とした見通しではなく、市場が想定する金融政策を前提とした見通しに過ぎない。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、見通し作成の前提を「望ましい金融政策」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・ホライズン及ぶスケジュールを自ら示し、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。

そうした政策運営により、フレキシブル・インフレーション・ターゲッティングに欠くことのできない金融政策の透明性が確保され、同時に、日本国民の期待インフレ率への働きかけも徐々に進み、日本経済のデフレ脱却が近づいていくとも期待できる。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。

展望レポートと同時の追加緩和を予想

こうした考えに基づくと、4月末に追加緩和があるか否かは、日銀が「目途」達成に向けた「望ましい金融政策」をどう判断するか依存する。当社は「目途」達成のためには追加緩和が必要と考え、市場も追加緩和を前提としているように見える。しかし、現状維持でも「目途」が達成できるとの結論に日銀が至る可能性も否定はできないだろう。ただ、その場合には、2月以降に進んだ株高・円安の巻き戻しによって、「目途」の達成やデフレ脱却が遠のくことになりかねない。市場とのコミュニケーションも踏まえ、当社は4月27日の決定会合において基金増額による追加緩和が実施されると予想する。

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。