

日本銀行が「物価安定の目途」達成のスケジュールを明示

当面の『目途』である 1%達成に向けたスケジュールを明示した上で、日本銀行は、基金による国債買入増額などの金融緩和を決定。2014 年度の CPI 上昇率 1%達成に向けて、経済・物価情勢が予想より下振れすれば、日銀は追加緩和を実施し、予想通りであれば追加緩和を見送るという当面の金融政策のルールが示された点が重要。

国債買入 10 兆円増額と対象国債の残存期間の長期化を決定

4 月 27 日に、日本銀行は 4 月 2 回目の金融政策決定会合を開催し、追加金融緩和を決定、また新たな展望レポートも示した。追加金融緩和は、資産買入等の基金を 5 兆円増額し、70 兆円にすると同時に、基金の内容を見直し、未達が目立つ資金供給オペを 5 兆円縮小、長期国債買い入れ等を 10 兆円増やす。また、長期金利への働きかけ強化のため、買入対象国債の残存期間を従来の「1~2 年」から「1~3 年」に変更する。なお、基金増額のスケジュールは、2012 年末時点は従来通り 65 兆円、2013 年 6 月末に 70 兆円である。

最も重要な決定は目途達成のスケジュール提示

今回の日銀の決定においては、追加緩和以上に、その追加緩和によって日銀が目指すところが明確化されたことが重要であろう。日本銀行は、会合後に示した声明文の中で、CPI 上昇率が「展望レポートの見通し期間後半にかけて」すなわち 2013 年度にかけて「0%台後半」となり、「その後、当面の『中長期的な物価安定の目途』である 1%に遠からず達する可能性が高い」と「目途」達成のタイム・スケジュールを明示した。展望レポートの対象期間が 2012~2013 年度である点を踏まえつつ、常識的に考えれば、2014 年度の CPI 上昇率 1%到達を目指して、1%到達に見合うように、今回の会合において長期国債買入 10 兆円増額を決定したのだと読める。

2014 年度に当面の「目途」である 1%達成

展望レポートも、当然だが、そうした日銀のスケジュールを反映している。2012 年度の消費者物価上昇率見通し（政策委員見通しの中央値）は 0.3%（1 月時点の 0.1%から修正）、2013 年度は 0.7%（同 0.5%から修正）と示された。こうした見通しから 2013 年度の CPI 上昇率を四半期ごとに想定すれば、2013 年度末にかけて「マクロの需給面から物価を押し上げる力が明確になってくる」ことで、2014 年 1~3 月期に当面の「目途」である 1%近辺へ到達、2014 年度には 1%を達成する見通しであると解釈できる¹。

市場とのコミュニケーションの再構築

日本銀行は、2 月の「目途」導入に際しても追加緩和を実施したものの、「目途」達成に向けたスケジュール明示がなかったが故に、追加緩和の理由や位置づけが不明瞭であった。つまり、従来、日銀は経済・物価情勢に照らして追加緩和の是非を論じていたが、「目途」導入に際し経済・物価情勢に大きな変化がない下で追加緩和を決定したために、その判断基準に揺らぎが生じ、市場との意思疎通（コミュニケーション）が失われてしまったのである。

¹ 固定基準年 CPI の上方バイアスである 0.12%/年を考慮しても 2014 年度中には 1%に達する見通しと考えられる。

今回、日銀が「目途」達成に向けたスケジュールを公表文と展望レポートの組み合わせにより明示したことで、そのスケジュールよりも経済・物価情勢の改善が遅れていれば、追加緩和が行われる可能性があり、スケジュール通りであれば追加緩和は行われず、と金融市場は素直に判断できるようになる。なお、本日の会合前の段階で、展望レポート公表とその中間評価公表ごとに、すなわち3か月ごとに追加緩和が行われると予想する向きもあった模様だが、それは金融政策のロジックを無視した、行き過ぎた見方であろう。もちろん、展望レポートや中間評価ごとに経済・物価情勢が下振れ評価となれば、金融緩和の可能性は高まる。

財政面での「苦言」に輝き？

「目途」達成に向けたスケジュールを示し、自らの主たる責務の完遂に向けた意思を明確化したことで、日銀が従来から指摘する「金融面での不均衡」問題や、政府が担うべき財政の持続可能性に関する市場の信認確保、成長力強化などの提言や苦言も、ようやく輝きを持ち始める。自らの責務を果たさない者の苦言になど、誰も耳を傾けない。それは、2%のインフレ目標達成の信認を概ね獲得しているバーナンキ議長、米政府に対する財政面での苦言が、金融市場において評価されている点からも明らかである。もちろん、日銀は「目途」達成に向けて、これから実績を積み、信認を獲得していく必要はあるわけだが。

物価見通し上方修正と金融政策の関係は？

繰り返しになるが、今回の日銀の決定及び展望レポートは「目途」達成に向けたスケジュールを示した点で、前向きに評価できるものである。但し、問題点も残っている。

政策委員の成長率見通しは 2012 年度が 1 月時点の 2.0%から 2.3%へ、2013 年度

【4月展望レポートにおける政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	CGPI	CPI
2012年度	4月 展望レポート	+2.1~+2.4 (+2.3)	+0.4~+0.7 (+0.6)	+0.1~+0.4 (+0.3)
	1月 中間評価	+1.8~+2.1 (+2.0)	▲0.1~+0.2 (+0.1)	0.0~+0.2 (+0.1)
	4月 展望レポート	+1.6~+1.8 (+1.7)	+0.7~+0.9 (+0.8)	+0.5~+0.7 (+0.7)
2013年度	1月 中間評価	+1.4~+1.7 (+1.6)	+0.6~+1.0 (+0.8)	+0.4~+0.5 (+0.5)

括弧内は政策委員見通しの中央値。

は 1.6%から 1.7%へ上方修正された。既に述べたように、消費者物価上昇率見通しも 2012 年度が 0.3%(1 月時点 0.1%) へ、2013 年度は 0.7%(1 月時点 0.5%) へ上方修正されている。第一の問題は、成長率や物価見通しの上方修正と金融政策の役割、特に 2 月や 4 月の追加緩和との関係が示されていない点である。展望レポートによると、「欧州債務問題が金融市場に大きな混乱をもたらすリスクは低下」したことが世界経済の成長率上昇に繋がり、ひいては日本経済の「持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」が故に、2012 年度成長率見通しの上方修正に繋がったと説明されている。また、消費者物価見通しについては、成長率上方修正による「需給バランスの改善」と「円高の修正」、「原油価格上昇」が上方修正の理由とも説明されている。日銀のそうした上方修正のロジックに大きな異論はないが、金融政策との関係、特に追加緩和との関係も本来は示すべきであろう。

第二の問題は、「目途」達成を目指した金融政策と展望レポートが示す経済見通しの関係である。すなわち、展望レポートは目途達成に向けた金融政策を織り込んでいるのか否かという問題である。今回「目途」達成に向けたスケジュールを示したことにより、金融政策と物価見通しの関係は相当程度はつきりしたため、今後については、問題の大部分が解消されたとも言える。しかし、本来は、そもそも見通しを「目途」

達成に向けて「望ましい金融政策」を前提にして作成すれば、良いだけである。それであれば、議論は極めてシンプルになる。今回も、見通し作成の前提は「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しつつ」であり、従来から変更されていない。「参考にしつつ」という曖昧な部分に、政策委員が「望ましい金融政策」の前提を加味する余地があるのかも知れないが、そもそもの見通し作成方法を改善すべきであろう。

2014 年度の 1%達成は遅すぎるか？

なお、当面の「目途」である 1%の達成の時期が 2013 年度ではなく、2014 年度とされた点について、日銀の想定する金融緩和が不十分として不満を示す向き（特に政治家）もあるかも知れない。しかし、日銀が展望レポート中で指摘する「実体経済の強さが物価上昇圧力を生み出すメカニズムを勘案すれば、2013 年度の「目途」達成は困難と考えるのが合理的である。加えて、（日銀と認識は異なるかも知れないが）日本国民のデフレ期待払しょくには時間を要する点も、勘案する必要がある。仮に、2013 年度に CPI 上昇率 1%が達成されるとしても、それは原油急騰などの外的要因、もしくは日本銀行が懸念する「金融面での不均衡」が生じる場合に限られるだろう。

日銀シナリオ通りに行くか？

問題点は残るものの、今回、日銀が示した展望レポートは、金融政策と見通しに関して、相応の整合性を有するものと言える。但し、展望レポートのシナリオ通りに現実の経済や物価情勢が推移するか否かは、また別問題である。当社では、欧州債務問題を中心に国際金融情勢が日銀想定から下振れる可能性がある点、日本国民のデフレ期待が根深い点を踏まえ、日銀のインフレ見通しから現実のインフレ動向が下振れるリスクは高いと判断している。その場合、既に述べたように、日本銀行は追加緩和を余儀なくされるだろう。