

日本銀行が「物価の安定」に関する検討実施を明示

日本銀行は、12月の決定会合において、10兆円の基金増額による追加緩和に踏み切ると同時に、「中長期的な物価の安定」に関する検討を行うことを明示。これは、自民党が公約に掲げた物価目標に対応したものであり、1月にもインフレ目標が導入される可能性あり。

基金 10 兆円増額により金融緩和を決定

日本銀行は、安倍政権で高まることが必至な政治サイドからの圧力に先手を打つかたちで、12月19～20日の金融政策決定会合において、追加金融緩和へ踏み切った。「資産買入等の基金」を従来の91兆円程度から101兆円程度へ10兆円増額する。増額対象は短期国債と長期国債が共に5兆円程度である。また、10月30日の会合で導入を決めていた「貸出増加を支援するための資金供給」についての詳細も公表、同制度による資金供給が2014年3月末までに15兆円を上回るとの試算を示した。

1 月会合での「物価の安定」に関する検討を明示

加えて、自民党が衆院選で公約に掲げた「明確な物価目標(2%)¹」に対応するかたちで、「中長期的な物価の安定」について1月21～22日の金融政策決定会合で「検討」することも日本銀行は公表した。「物価安定の目途」は2012年2月に導入され、「原則としてほぼ1年ごとに点検していく」とされている。1月決定会合での検討は、スケジュールを若干だが前倒し、かつ今回は「目途の点検」ではなく「物価の安定について検討を行う」とされており、「目途」の枠組みそのものに関する討議が行われることが示唆されている。なお、今回の金融政策決定会合については、(市場の一部には更なる大胆な政策を見込む向きもあったようだが)基金の増額規模等を含め、概ね想定通りの結果と言える。

想定からの下振れを受けての金融緩和

今回の追加金融緩和は、公表文の後段における「日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏み外さないようにするため、日本銀行は、金融緩和を一段と強化することが適当と判断」との記載が示すように、10月展望レポート時点で示した経済想定から現実の経済動向が下振れしたこと

に対応したものである。展望レポートにおいて、日本銀行は2012年度の経済成長率を1.5%(大勢見通しの中央値)と予想したが、7～9月期の大幅なマイナス成長もあり、2013年1月の中間評価では成長率予想の下方修正が必至である。ちなみに当社は2012年度の成長率を1.0%と予想している。

公表文における日本経済に関する判断を見ても、前回11月時点の「当面弱めに推移…緩やかな回復経路に復していく」との認識が、今回12月には「一段と弱含んでおり、当面そうした動きが続く」へ、明確かつ

【10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	10月 展望レポート	+1.4～+1.6 (+1.5)	▲1.2～▲0.9 (▲1.1)	▲0.1～▲0.1 (▲0.1)
	7月 中間評価	+2.2～+2.4 (+2.2)	▲0.3～0.0 (▲0.2)	+0.1～+0.3 (+0.2)
2013年度	10月 展望レポート	+1.3～+1.8 (+1.6)	+0.1～+0.7 (+0.5)	+0.2～+0.6 (+0.4)
	7月 中間評価	+1.6～+1.8 (+1.7)	+0.6～+0.8 (+0.6)	+0.5～+0.7 (+0.7)
	消費税率引き上げの 影響を除いたケース	(+1.3)	-	-
2014年度	10月 展望レポート	+0.2～+0.7 (+0.6)	+3.7～+4.4 (+4.2)	+2.4～+3.0 (+2.8)
	消費税率引き上げの 影響を除いたケース	(+1.3)	+0.8～+1.5 (+1.3)	+0.4～+1.0 (+0.8)

※1括弧内は政策委員見通しの中央値。

※2成長率見通しに関する消費税率引き上げの影響を除いたケースは当社による単純試算。

¹ 自民党公約には、デフレ・円高対策として「明確な『物価目標(2%)』を設定、その達成に向け、日銀法の改正も視野に、政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を行います」と記されている。

大幅に引き下げられている。なお、中間評価を行う 1 月ではなく 12 月の金融緩和実施は、金融政策に波及ラグ等が存在する点を勘案すれば妥当である。

日銀法に定められた政府と日本銀行の関係

追加金融緩和は、一義的には日本銀行自身の判断と責任において実施されるものである。しかし、公表文において、あえて「物価安定の目途」の検討を明記したことが象徴するように、政治情勢の変化を抜きにして、今回の決定を評価する訳にもいかない。現在の野田政権以上に、デフレ脱却等を目指す観点から金融緩和に対して積極的な安倍政権の誕生が確実な状況下で、次期内閣の方針を勘案して、日本銀行が金融政策を運営することは、「中央銀行の独立性」の観点から否定される訳ではない。日銀法は 3 条において「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」として、金融政策における日本銀行の独立性を定めているが、同時に 4 条において「(金融政策運営) が政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通」を図ることも求めている。政治が金融政策の個別運営に口を出せば 3 条違反となり、歴史的にも守られるべき「中央銀行の独立性」の侵害に当たる可能性が高いが、日本銀行が政府の政策方針を勘案することは否定されない。今後は 1 月会合での「物価の安定について検討」に向けて、政府と日本銀行の間で連絡が密となり、意思疎通が図られる見込みである。

インフレ目標導入のハードルは高くない

当社では、日本銀行が「目途」を「目標」へ明確化することのハードルは高くなく、1 月に「物価安定目標」が導入される可能性があると判断している。日本銀行は「物価安定の目途」の英訳として「The Price Stability Goal」を用いているが、同じ Goal を用いる Fed のバーナンキ FRB 議長は発言において Goal と Target をさほど区別してない。裏を返せば、2012 年 2 月の「目途」導入段階で、日本銀行は、事実上の「インフレ目標政策」導入に既に踏み切っていたのだとも言える²。「目標」への切り替えは、政策運営の明確化ではあるが、不連続な変化ではない。寧ろ、問題は「目標」とすることの意味を、日本銀行及び政府がどのようにアピールし、国民の期待へ働きかけていくかである。日本銀行は、金融緩和を行うと同時に、その限界を自ら示して効果を減殺する行動が、これまで目立った。そうした行動が改まるかどうか重要と言えるだろう。

「2%」のハードルは高い

一方、現在の目途であるインフレ率「1%」が視野に入ったとは言えない状況で、自民党が公約に掲げた「2%」を一足飛びにインフレ目標とすることには、日本銀行内に相当の異論がありそうである。本来の「物価安定の目途」は「2%以下のプラスの領域」であり、「当面は 1%」とされているに過ぎないため、「2%」目標の導入が全くの不連続というわけではない。加えて、期待への働きかけという観点では「2%」の方が強い効果を発揮する可能性が高い。しかし、日本銀行は、期待インフレ率が 1%程度で安定しているとの判断を示しており³、そうした期待インフレ率と合致する 1%に現実のインフレ率が達しない下で、期待インフレ率の変更に繋がる 2%目標の導入には及び腰になると考えられる。そのため、当面は「将来的に 2%を視野に入れつつ」など、ステップを踏む表現になる可能性がある。

² 詳細は、2 月 14 日付 Economic Monitor「日本銀行がインフレ目標を導入、あとは実践」及び 2 月 21 日付「日銀の『目途』導入に関する論点整理と今後の課題」を参照。

³ 現実のデフレ継続と、こうした日本銀行の期待インフレ率に関する認識は、不整合との反論がある。当社も、期待インフレ率はマイナスの可能性が高いと考えている。