

日銀が「物価安定の目標」とオープンエンドの資産買入を導入

日本銀行は 2%物価安定目標を導入すると同時に、オープンエンドの資産買入を採用。前者は期待インフレ率への、後者は市場の期待への働きかけを重視した政策であり、「期待」を重んじる点で大きな政策変化。従来の政策に比べ、金融緩和効果の強化が期待される。なお同時に示された政府と日本銀行の共同文書によれば、物価安定目標の説明責任は、経済財政諮問会議の場において果たされる。

日本銀行は 1 月 21～22 日に 2013 年初めての金融政策決定会合を開催し、消費者物価上昇率で 2%とする「物価安定の目標（Price Stability Target）」を導入すると同時に、金融緩和手段としての基金による資産買入について「期限を定めない方式」を採用し、金融緩和を強化することを決定した。

今回の二つの決定は金融緩和強化に向けた、金融政策の大きな変更である。今回の政策変更の背景に、安倍政権のデフレ脱却や安定的な物価上昇に向けた強い意志が存在することは、同時に公表された「政府・日本銀行の政策連携」に関する共同声明や共同会見を挙げるまでもなく、自明と言える。こうした政府側の働きかけについて、独立性の観点から問題視する見解もあるが、目指すべき政策目標について政府と中央銀行が共有すること自体は、寧ろ好ましいと考えられる¹。また、後述するように、従来は、期待インフレ率に追随するかたちでの物価安定を目指していた日本銀行が、期待インフレ率への働きかけによる変化も考慮した上で、金融政策運営を行うスタンスを示したことは、極めて重要な政策変化と判断される。こうした「期待」を重視した金融政策の運営により、金融緩和の効果が強まることが期待される。

期待インフレ率の誘導を前提とする 2%目標

まず、物価安定目標（インフレーション・ターゲット）について、日本銀行は「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていく」との認識を踏まえ、「物価安定の目標」を消費者物価上昇率で「2%」とすることを決定したとしている。従来の 1%「目途」を肯定しつつ新たな 2%「目標」へ移行する論理展開は、従来、日本銀行が家計など経済主体の「中長期的な予想物価上昇（期待インフレ率）」が 1%程度で安定しているとの認識に基づき、物価安定について「当面は 1%を目途」としていたことと一貫性を確保するためのものと推測される。

こうした日本銀行が示す論理展開を妥当とするか否かは別として、2%物価安定目標の導入によって、期待インフレ率の誘導が金融政策に明示的に組み込まれた点は、ポジティブに評価すべきである。

封印されてきた期待インフレ率への働きかけ

これまで日本銀行は、デフレ（持続的な物価下落）が継続する局面でも期待インフレ率が 1%程度で安定していると主張、期待インフレ率が極めて長期に渡って安定的なことを強調してきた。デフレが長期に渡って安定的に継続していることに鑑みれば、日本銀行の主張とは異なり、実際の期待インフレ率はゼロもしくはマイナスである可能性が高いと当社では判断している。しかし、日本銀行により期待インフレ率が 1%程度で安定かつ 1%が物価安定の「目途」とされてきたために、期待インフレ率を変更する（高める）ことを目的とする金融政策対応は封じられてきた。そうした従来の金融政策フレームと大きく異なり、日

¹ 総裁などの就任後の身分保障や政策手段の独立性が重要な点は言うまでもない。

本銀行が主張する期待インフレ率である 1%を上回る 2%の物価安定目標の導入は、「期待インフレ率」を能動的に高める政策対応を喚起するものとして位置づけられる。

期待インフレ率の上昇による実質金利の低下に期待

日本銀行が「持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適当」と述べるように、物価安定目標の導入にはインフレ率が過度に変動しないためのアンカーとしての役割が期待されるが、それは同時に物価安定目標の導入により経済主体の期待インフレ率をある程度左右することでもある。つまり、物価安定目標を通じて期待インフレ率を高めることができれば、実質金利（＝名目金利－期待インフレ率）の引き下げを通じて大きな景気刺激効果をもたらすことが可能となる。そして、これこそが、日本銀行が主張してきた期待インフレ率である 1%を上回る 2%を基準として、物価安定目標が導入された最大の意義であろう。

政府側によるインフレ目標 2%の主張は言うまでもなく、日本銀行による今回の 2%物価安定目標の導入においても、なぜ 2%なのかの検証が十分に行われた訳ではないように見受けられる。あえて言えば、世界を見渡した場合に 2%目標が最も一般的であるとの理由が、最も有力なようである。しかし、期待インフレ率に働きかけると言う観点から逆算すれば、2%目標の最大の意義は、日本銀行が主張する期待インフレ率である 1%よりも高い水準に目標を設定したことに終着する。

「目途」から「目標」への変更理由は？

従来は「目途（Goal）」としていた概念を、今回「目標（Target）」に改めた点について、日本銀行は「柔軟な金融政策運営重要性に対する理解が浸透してきている」ためとした。裏を返せば、そうした理解が従来はないために曖昧さの残る「目途（Goal）」が望ましかったというのが日本銀行の主張である。最近数ヶ月で金融政策に関する議論が国民に広く認知された点は確かに否定しないが、やはり従来「理解」や「目途」が用いられたのは日本銀行側が曖昧さを求めたが故に過ぎず、「柔軟な金融政策運営重要性に対する理解」が浸透したという日本銀行の主張は方便に過ぎないと判断される。「目標」が導入された後には意味のない議論ではあるが、自らの無謬性へのこだわりが感じられる。

2014 年からオープンエンドの資産買入へ移行

次に、2%の物価安定目標の実現を目指して、日本銀行は金融資産買入等の措置について「それぞれ必要と判断される時点まで継続」することを決定し、金融緩和の強化に踏み切った。具体的には、現在行っている一定の期限と残高（具体的には 2013 年末基金 101 兆円、資産買入 76 兆円）を定めての資産買入が終了した後に、2014 年初から期限を定めず毎月一定額の資産買入を行う方式へ移行する。これは、Fed が現在行っている毎月 850 億ドル（MBS400 億ドル、国債 450 億ドル）の資産買入に類似した方式であり、いわゆるオープンエンド方式の買入と言える。毎月の買入額は、長期国債 2 兆円程度、国庫短期証券 10 兆円程度、その他 1 兆円程度の合計 13 兆円程度とされ、償還分を差し引いた上で 2014 年中に基金残高が 10 兆円増加する見込みである（2015 年以降は残高横ばい）。なお、日本銀行と異なり、Fed は MBS や国債の償還分について再投資も行っているため、資産買入が即バランスシートの拡大に繋がる。

別途、日本銀行は安定的な資金供給の観点から月 1.8 兆円（年 12.6 兆円）の長期国債買入を現在行っているため、2014 年以降は月 3.8 兆円（1.8 兆円＋2.0 兆円、年 45.6 兆円）の長期国債が安定的に買い入れられることになる。なお、共通担保オペは現在の残高 25 兆円が維持される。

資産買入がオープンエンド方式に移行することで、将来に渡って金融緩和に対する期待が維持されうる。

これは 2%物価安定目標の導入と同様に、「期待」面を強く重視した金融政策への変更と言えるだろう。但し、現在の日本銀行の試算では、2014 年の残高積み増しは 10 兆円と、2013 年に見込まれる 34 兆円の 3 分の 1 まで減少し、2015 年以降は資産買入残高が横ばいへ転じる。そのため、物価安定目標の達成に向けて十分な進捗が見られないようであれば、買入対象国債の年限長期化や買入額の積み増し、Fedと同様の償還分のロールオーバー²が検討される可能性がある。

共同文書は日本銀行にとってマイルドなものに

今回政府と日本銀行により示された共同声明は、昨年 10 月に民主党政権と日本銀行が示した「デフレ脱却に向けた取組について」との文書に比べ、その目的がデフレ脱却から「物価安定の下での持続的な経済成長」へと拡大された点において、安倍首相や麻生財務大臣、甘利経財大臣が言うように確かに「画期的」ではある。しかし、政府と日本銀行のそれぞれが当然に果たすべき役割を示したという点で、従来から大きく変わるものではない。

また、2%の物価安定目標が導入され、従来とは一線を画する資産買入方式が決定されたためか、目標達成に関する表現は、日本銀行にとってマイルドなものに落ち着いている。何よりも、2%の物価安定目標について、達成の期限が設けられていない。共同文書では、物価安定目標を「できるだけ早期に実現」との記載があり、白川日銀総裁も記者会見において同趣旨の発言を行っているが、既に述べたように「持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率」が将来的に高まっていくという点も共同文書には併記されており、「できるだけ早く」の意味するところは曖昧である。こうした表現は、物価安定があくまでも中長期的なものだという、他の先進国中央銀行に共有される標準的な認識に沿ったものに過ぎないとも言えるが、政府側の事情が影響した可能性もある。仮に 2014 年度の 2%到達を政府側が声高に主張し実現した場合、3%Ptの消費税率引き上げと相俟って、一度に 4%の物価上昇³が突然生じてしまうが、これは政治家にとって受け入れがたいのではないだろうか。

なお、物価安定目標の導入との兼ね合いで注目された、目標に対応した中央銀行の説明責任については、共同声明の最後に、日銀総裁も出席する「経済財政諮問会議」における定期的な検証というかたちで盛り込まれた。諮問会議での議論が、日本銀行にとって針のムシロとなる可能性もあるが、中央銀行が政府に説明（弁明？）するというかたちに比べれば、柔らかな方式と言える。

² 但し、ロールオーバーはマネタイゼーションと見做される可能性ある。

³ 非課税品目を考慮し、3%Ptの消費税率引き上げが 2%Ptの物価上昇に繋がると、日銀は分析している。