BOJ Watching

日本銀行分析レポート

日銀の追加緩和、70兆円に基金増額

～物価安定の目途1%に遠からず達する可能性～

発表日：2012年4月27日（金）

第一生命経済研究所　経済調査部
担当　熊野英生（℡：03-5221-5223）

日銀は、4 月の展望レポートを発表するタイミングで、追加緩和を決めた。資産買入基金は+5 兆円である。これは、固定金利オペを▲5 兆円減らし、代わりに長期国債+10 兆円を積み増すものである。今回は、買入期限を 2013 年 6 月末まで半年間延長し、買入対象を残存期間 2 年以内から 3 年以内へと拡大している。日銀が消費者物価 1%を遠からず達成できると表明したことは少々驚かされるが、政治的圧力が和らがない中、日銀は円安を通じて物価上昇を目指さざるを得ない。

やはり追加緩和した日銀

日銀が、資産買入基金を 65 兆円から 70 兆円へと増額する追加緩和を決めた（図表１）。今回は、展望レポートを発表するタイミングであった（図表２）。追加緩和観測に、完全に包囲された格好で衆人環視の下、予想にたがうことなく、長期国債を 10 兆円増額してきた。少しトリッキーなのは、長期国債を 10 兆円上積みする一方で、札割れが続いている 6 か月物の固定金利オペを▲5 兆円ほど減額して、その代わりに+5 兆円（＝＋10 兆円―5 兆円）としている点である。これは、基金残高を維持しつつ、6 か月間の資金供給計画を止めて、2～3 年物の長期資金の供給を増やす「ツイスト・オペレーション」の姿である。日銀は、固定金利オペを減らすことで、基金の残高を増やさなくとも、もっと長期資金の供給をする余地があるという点を強調したいのかもしれない。

今回の決定では（１）長期国債の買入増額のほかに、（２）買入対象となる長期国債の残存期間を 2 年以内から 3 年以内へと拡充し、買入終了の期限も 2013 年 6 月末（従来 2012 年 12 月末）へと延長する見直しも行っている。さらに、（３）ＥＴＦを 2,000 億円程度、ＲＥＩＴを 100 億円程度に増やす対応も加えている。ここでは、買入期限を 2013 年 6 月末に延長したとしても、従来の 2012 年 12 月末までに 65 兆円の買入を進めるというスケジュールは変えないとしている。

(図表1)資産買入基金の増額状況

増減額の状況　　単位：兆円

	初回 2010年10月5日	2回目 2011年3月14日	3回目 8月4日	4回目 10月27日	5回目 2012年2月14日	6回目 4月27日	累計規模 合計 買入目標	（参考） 残高実績 4/20日
長期国債	1.5	0.5	2.0	5.0	10.0	10.0	29.0	7.3
短期国債	2.0	1.0	1.5	0.0	0.0	0.0	4.5	3.3
CP等	0.5	1.5	0.1	0.0	0.0	0.0	2.1	1.5
社債等	0.5	1.5	0.9	0.0	0.0	0.0	2.9	2.1
ETF	0.45	0.45	0.5	0.0	0.0	0.2	1.6	0.9
REIT	0.05	0.05	0.01	0.0	0.0	0.12	0.23	0.08
小計	5.0	5.0	5.0	5.0	10.0	10.14	40.0	15.2
固定金利オペ	30.0	0.0	5.0	0.0	0.0	▲ 5.0	30.0	34.6
合計	35.0	5.0	10.0	5.0	10.0	5.14	70.0	49.8

(図表2)2012年4月の経済・物価見通し

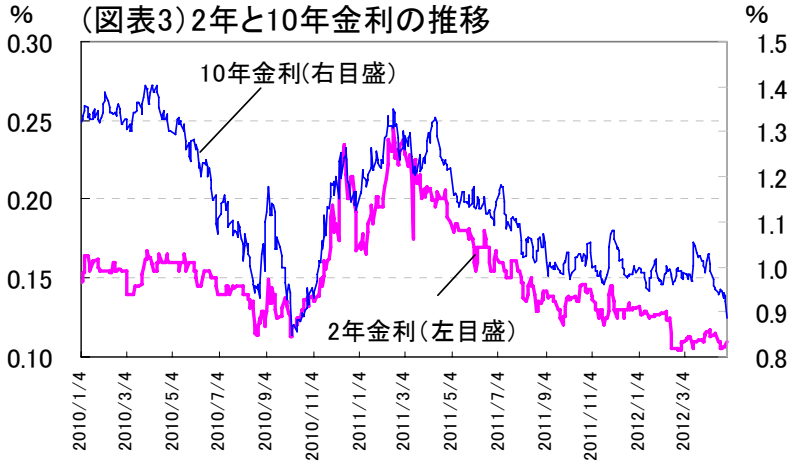
前年比%

	大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮
	2011年度（実績）	+0.2～+0.2	0.0～+0.0
	2012年度	+2.1～+2.4 (+2.3)	+0.1～+0.4 (+0.3)
	2013年度	+1.6～+1.8 (+1.7)	+0.5～+0.7 (+0.7)
前回	2012年度(1月中間)	+1.8～+2.1 (+2.0)	0.0～+0.2 (+0.1)
前回	2013年度(1月中間)	+1.4～+1.7 (+1.6)	+0.4～+0.5 (+0.5)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

小サプライズだったため、行き過ぎた期待は修正

今回の決定は、「やはり」と思わせるものであり、それなりにサプライズはある。もっとも、2月14日ほどではない点で、サプライズの度合いは大きく落ちる。為替も株価も、円安・株高が発表後は一気に進んだが、その持続性については期待し過ぎてはいけない。債券市場では、当初は動かなかった。株価が反落するのをみて低下し、とうとう長期金利が0.90%を割り込むところまで来た（図表３）。為替が思ったほど円安にならかなかったのは、金利低下が織り込まれ過ぎて動かず、米国の低下圧力の方が大きく表れたためであろう。4月27日当日の動きとしては、日米金利差縮小＝円高＝株価下落という流れが勝ったと言える。日銀の金融緩和効果は、もっと長いタームで、米長期金利が上がっていく動きに対して、日本の長期金利が低位に抑えられる効果によって円安をもたらすかどうかをみていかなくてはいけない。



消費者物価1%上昇を達成できる！

むしろ、サプライズと言えば、公表文の中で「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」と記述されたことである。2月14日を過ぎてから、日銀は、積極的な緩和はすでにやっております、と繰り返す場面が多かった。その言葉からは、自分たちができることはやったから急かさないで欲しいという心理が感じられた。

今回の発表では、そうした日銀の情報発信を転換するような雰囲気をつくろうとしている。2月14日に目途をgoalと訳したように、この部分が英文で書かれた表現を読むと、段階的に消費者物価が0.5%～1%、そして１%へと達成させる印象が伝わる。確かに、筆者の評価として、公表分で記述されている「消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、展望レポートの見通し期間後半にかけて0%台後半となり」という部分は、正しい見解だと思う。決定会合と同じ日の早朝に発表された3月の消費者物価指数では、2月・3月とコアＣＰＩが前月比0.2%、0.5%と大きく伸び、かつ耐久消費税の前年比寄与がプラス転化するなど、いよいよ物価が趨勢的にプラス浮上する展開を予想させている。2012年後半は、コアＣＰＩの伸び率が前年比0.6%程度まで上昇する見方になってきている。

展望レポートでも、2012年度の中央値0.3%、2013年度同0.7%まで高まる見通しになっている。政策委員のレンジで見ても、物価見通しをマイナスで見る委員は誰も居なくなった。

総裁会見では、１%達成の時期を問われて、「2014年度も含めて考えている」と、どのくらいが「遠からず」なのかについて明言を避けている。2014年度には消費税増税が予定されているので、その要因を入れると、消費者物価1%は2014年度に達成されることはあり得る。しかし、そうした場合、金融政策によるデフレ脱却推進の姿勢はあやふやになる。白川総裁は、消費税の要因を含めずに、消費税物価１%と述べているのだろう。

焦点になるのは、2013年度の物価見通しである。2012年度のコアＣＰＩは、対前年比で落ちていくエネルギー価格要因が、先行き原油高騰などによって寄与度のプラス幅を上方修正されるかが、大きなインパクトになる。そこへ雇用拡大・賃金上昇が加われば、2012年度後半には物価が予想以上にプラス浮上し得る。ただし、筆者は、物価上昇の可能性を肯定するとしても、遠からず消費者物価1%に達するという見解は、少し距離感のある話に聞こえる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

擬似インフレ・ターゲットのニュアンスを強める

2 月 14 日に日銀が「物価安定の目途」を導入して以来、日銀が生まれ変わったのか、生まれ変わっていないのかが、議論されることが多かった。筆者は、所詮、生まれ変わることができずに、苦し紛れの幻想を振り撒いていると思った。3 月 13 日と 4 月 10 日の決定会合は、現状維持を続けて、そのアナウンスメントも消極化していて、「生まれ変わった」という見方の人々をがっかりさせた。一方、4 月 10 日の決定会合での現状維持は、4 月 2 日発表の短観が横ばいと振るわずに、かえって追加緩和予想を強める結果になった。その後の追加緩和予想は、日銀は追加緩和予想に包囲されて、今まで通りに背中を押されて緩和に踏み切るとの見方に基づくものだった。すなわち、日銀は生まれ変われないからこそ、今も背中を押されて追加緩和すると、多くの人が考えたのである。

紆余曲折があったが、今回の決定会合は、日銀にとってそうした逆風を跳ね返すチャンスであったはずだ。市場の見方という「要請」を丸呑みするのではなく、どこまで能動的に消費者物価１％の上昇に向けて可能な手段を動員するかが注目だった。

日銀からの回答は、「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」という独自の見方が示されたことである。従来、日銀は、インフレ・ターゲットを推進するリフレ派と言われる論者たちと、物価目標の達成手段について論争をしてきた。リフレ派には、物価目標を高めの消費者物価上昇率として掲げれば、それで人々の物価予想が変わる、という見方の人がいる。日銀の今までのスタンスからすれば、「消費者物価の伸び率 1～2%はどうやったならば達成できるか、そこが知りたい」という反論が出る。筆者も、政府目標であれ、日銀のターゲットであれ、その程度の「おまじない」でインフレ予想が醸成されるというのは生ぬるい議論だと感じてきた。

皮肉なことに、今回は、日銀が擬似的にインフレ・ターゲットの流儀を真似してきた。筆者は、かつて日銀が言っていたように、「どうやって物価上昇率を計画通りに高めることができるのか」と問いたい。2012 年度の消費者物価のプラスは、テレビなど耐久消費財の調査対象を入れ替えた効果が大きい。2013 年度は、消費税率の引き上げを前にした駆け込み需要を期待して成長率が嵩上げされるという見方であろう。それでも、円安効果やエネルギー要因を含めて、消費者物価上昇率 1%を継続的に達成するのは難しいと考えられる。日銀は、雇用面での好循環をどの程度想定の中に入れているのだろうか。

政治・政府との関係での追加緩和

しばしば日銀には強い政治的圧力が働くと言われる。正確に言えば、与党・野党からの要請と、政府からの要請に分けて議論を考える必要がある。今のところ、政府からの追加緩和要請は明示的に行われていない。しかし、日銀に関しては、政府への協力を強く意識して、追加緩和に応じたのであろう。

日銀にとって、政府は政治的圧力から守ってくれる関係にある。政府からの要請がなくとも、あうんの呼吸を読まなければならないのが、白川総裁の苦労するところだ。今回の追加緩和を受けて、安住財務大臣は、「政府との連携がとれて大いに評価する」と述べた。この反応は、白川総裁の采配に感謝をするものと素直に受け止められる。日銀にすれば、政治的圧力が働くからこそ、守ってくれる政府への惜しみない協力をすることが求められている。

一方、日銀は、これ以上長期国債を買い切ると、財政ファイナンスにつながるという懸念を声に出すことがある。日銀は、長期金利の安定に極力配慮しながら、金融政策を行いたい意向を持つものの、過度に当てにされたくはないという距離感を望んでいる。そうは言っても、日銀は野田政権と一蓮托生なので、政府が苦境にあるとき、日銀だけがそこから足抜けはできない図式である。

現状、財政と金融政策の関係は、2012 年度の新規国債発行額 44.2 兆円、市中国債発行額 149.7 兆円という規模に対して、日銀の包括緩和で 2012 年 4 月～2013 年 6 月末までに長期国債を約 22 兆円、日銀本体の勘定で 21.6 兆円

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

（年間買入）を吸収するという関係になっている。暗黙の日銀依存は、当分の間、ますます強まっていくだろう。これは、仕方がないことだ。

結局、日銀の活路は、景気拡大をしっかりさせて立場を良くするしかない。消費税法案がうまく国会を通過して、野田政権が安定し、さらにマクロ景気が良くならないと、政治的混乱は終わらない。そこがどの時点なのかはわからないが、日銀は野田政権が抱えている難題が軽くなるまで、よき協力者を演じることを義務付けられる。今後とも、日銀は、円安・長期金利安定のために追加緩和を続けることになる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。