

追加緩和を決めた日銀、アコードの行方 ～インフレ2%目標を受け入れてどう対処するか～

発表日：2012年12月20日（木）

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

日銀は資産買入基金を+10兆円積み増すことを決めた。さらに、物価上昇率2%を目指すことを要請する安倍次期首相に対して、投げられたボールを即座に返さず、次回1月21・22日の会合で検討することとした。日銀と次期安倍政権が結ぶアコードの具体的な内容、それを実行する手段・手法について注目されそうだ。

10兆円の買入目標の積み増し

日銀は、12月19・20日の決定会合で、資産買入基金の目標額を91兆円から101兆円へと+10兆円積み増すことを決定した（図表1）。長期国債を+5兆円、短期国債も+5兆円で、ETFとREITは今回増額しなかった。長期国債の買入期限は、これまでの2013年12月末を据え置いている。日銀は、買入期限を変更しないことで、債券需給に与える影響は目先でより強まる。

（図表1）資産買入基金の増額状況

	増減額の状況										累計規模（参考）	
	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	見直し 7月12日	7回目 9月19日	8回目 10月30日	今回 12月20日	合計 買入目標	残高実績 12/10日
長期国債	1.5	0.5	2.0	5.0	10.0	10.0	0.0	5.0	5.0	5.0	44.0	23.5
短期国債	2.0	1.0	1.5	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0	24.5	9.1
CP等	0.5	1.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	2.2	1.8
社債等	0.5	1.5	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	3.2	3.1
ETF	0.45	0.45	0.5	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.5	0.0	2.1	1.5
REIT	0.05	0.05	0.01	0.0	0.0	0.01	0.0	0.0	0.0	0.0	0.13	0.11
小計	5.0	5.0	5.0	5.0	10.0	10.14	5.0	10.0	11.0	10.0	66	39.1
固定金利オペ	30.0	0.0	5.0	0.0	0.0	▲ 5.0	▲ 5.0	0.0	0.0	0.0	25	27.8
合計	35.0	5.0	10.0	5.0	10.0	5.14	0	10	11	10.0	91	67.0

出所：日本銀行

買入ペースは、長期国債だけで2013年中は約+20兆円にまで増える計画である。短期国債については2013年中に+15兆円を買い入れる。さらに、日銀は資産買入基金以外に、毎月1.8兆円（年間21.6兆円）の長期国債買い入れを続けている。これらを併せて年間+56.6兆円の国債を、市場から吸収することになる。市場から+56.6兆円も国債を購入することになれば、2013年度の新規国債発行額が44兆円をさらに数兆円上回ったとしても、その需給悪化の圧力は日銀によって吸収されることになる。2012年度予算で10兆円規模の大型補正を打とうとしている政府にとって、日銀の側面支援は暗黙のうちに歓迎されることであろう。

高すぎる2%の物価上昇率

金融市場の注目点は、安倍晋三次期首相が政権公約に沿って推進している「2%のインフレ目標を達成するための政策協定（アコード）」を、日銀がどのように受け入れるだろうかという点である。12月18日に白川方明総裁が、自民党に挨拶に向かい出したときに、安倍総裁は「選挙を通じて、2%のインフレターゲット、そして日本銀行と政策アコードを結んでいきたいということを訴えてきたので、ご検討をお願いしたい」と話したという。12月の決定会合では、現時点では「金融政策運営に当たり目指す中長期的な物価の安定について検討を行う」と表明して、具体的なことは1月21・22日の決定会合に先送りした。アコードを結ぶ上で前提になる望ましい物価上昇率は、即座には

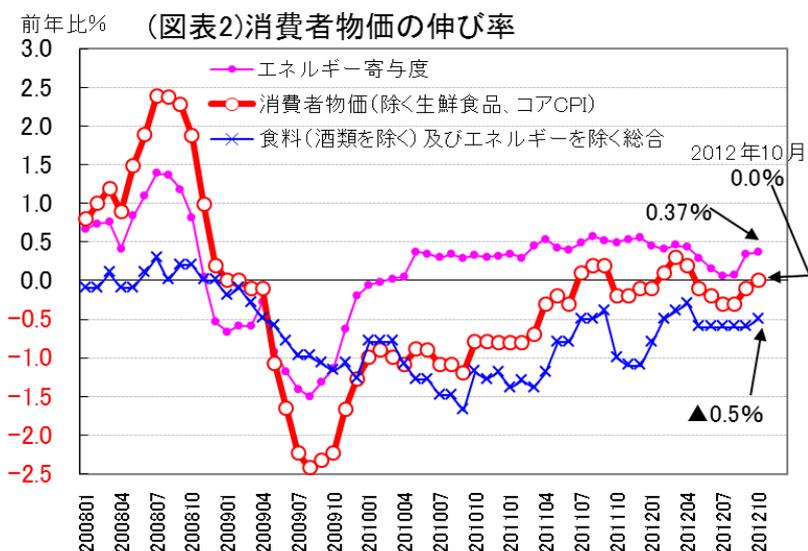
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

決められないので慎重に吟味するという構えである。この1月の会合では、展望レポートの中間評価を行うタイミングでもあり、具体的に2014年度までに実現可能な物価上昇率と、望ましい物価上昇率を相対的に評価することになる。

やや心配なのは、今後ともアコードの取り扱いが頻繁に改定される可能性である。先にアコードと類似した共同文章を、民主党政権との間で、10月30日の会合で決めただけである。あれから僅か1か月半しか経過していないのに、1%のハードルをさらに2%に引き上げて、大胆な金融緩和に踏み出そうとしている。

そもそも、日銀の独立性は、時々政権の思惑とは独立したかたち金融政策を地道に行う方が好ましいというのが歴史的教訓に基づく。共同文章にせよ、政策協定にせよ、仮に、政権が替わるとにそれを改定して、金融政策のスタンスが政権の意向をうかがわなくてはいけなくなることは本当に望ましい姿だろうか。今回、アコードに対して日銀が歩を進める構えをみせているのは、解任権を含めて日銀法改正を実行されるよりも、アコードを結ぶことで法改正を免れられればよいという思惑が働いた可能性がある。

実際、日銀が2%の物価上昇率を目標とすることを受け入れるかどうかは苦渋の決断となろう。これまで日本で消費者物価2%以上が安定的に達成された経験は、バブル期以降はない。せいぜい消費税率の引き上げが行われた1997年と、著しい原油高騰が起こった2008年に限って、一時的な物価押し上げがあったに過ぎない。最近の物価動向をみても、ようやくゼロ%になったに過ぎないのに、2%はとても手が届きそうにないから、距離感は相当に遠いと言わざるを得ない(図表2)。



貸出支援基金の具体像

今回、貸出支援基金の枠組みが詳しく示された。マネーを増やすためには、銀行貸出が拡大していくことが不可欠だと日銀は認識しているのだろう。日銀はその誘導を行うために、2012年10~12月期を基準時点として、四半期における貸出純増に見合うだけの0.1%の低金利貸出をする支援を行うことにしている。この仕組み自体は10月30日の会合で表明されたが、今回は、①それが2013年6月から始まること、②2013年1~3月の純増額を6月に確認して実行すること、③貸出純増は企業・家計向けならば、表示通貨を問わない(外貨建て貸出でもよい)ことを明らかにしている。安倍次期政権が、4~6月の実質GDP成長率を大きくしたいと考えているときに、6月スタートという制度設計が対応が遅すぎるようにも見える。

一方、この仕組みは、在日外国銀行支店であっても貸出を増やせば、0.1%の低金利貸出を増やせるという点に注目が集まっている。見方によっては、貸出純増に見合って実行した0.1%の低金利貸出が原資になって、海外向けの円貸出が増える可能性もある。官製円キャリー取引をサポートするという見方である。

毎年、円キャリー取引は2~5月にかけて加速するという経験則がみられるので、日銀はそれも視野に入れて、金融機関が1~3月の貸出純増を活発化するように促しているようにもみえなくもない。もしも、1~3月に円貸出が海外向けに増えれば、それが円売り圧力になって、4~6月の実質GDP成長率を押し上げることにつながる。また、3月末以降でも、日銀が国内中小企業向け貸出の増加をサポートすることは、政府の政策支援と整合的である。

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。見直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。

デフレ脱却の手段

1月に政府と日銀がアコードを結ぶにあたって問題は、どこにあるだろうか。本当に、日銀がインフレ目標を掲げて一部の資産価格を押し上げようとするだけで、消費者物価が安定的に2%以上を実現できるのだろうか。日銀はこれまでは消費者物価を押し上げるためのツールを持っていなかった。仮に、日銀が外債購入のための基金を設けて、そこでドル買いを積極的に行ったとすると、これは財務省が所管している為替介入との間で政策が二元化してしまう。非伝統的な金融政策に関しては、様々な不確実性が存在する。

これまでの日銀の政策が有効性は発揮しなかった原因について考えると、やはり金融機関の国内貸出を積極化するためのツールはほとんど持っていなかったことが挙げられる。貸出支援基金に様々な限界があるにしても、その仕組みを工夫することは、問題解決への着実な一歩になるだろう。

物価上昇率をデフレから脱却できる状態まで引き上げる目標に対して、有効な手段がなかったことは、日銀だけの問題ではない。歴代政権が成しえなかった政策目標でもある。次期安倍内閣で復活する経済財政諮問会議では、白川総裁を含めてリフレ政策を議論することになるだろう。そこでは、白川総裁から逆に、新内閣の面々に問題提起をしてはいかがだろうか。政府に対して賃金上昇と設備投資増加を後押しできる政策支援を申し出なければいけない。日銀は自分の限界を述べた上で、前向きに政府からの具体的な支援を願い出ること、政府全体がデフレ解消に動くようになる。デフレ解消は、ヒト・モノ・カネの三位一体で取り組まねばならない。

もうひとつ、日本経済はインフレ目標を達成するための金融緩和の途上で、副作用として長期金利が上昇するリスクを抱える。その副作用への備えも、日銀が政府との間で国債管理政策を担うのであればしっかりと議論しなくてはならない。そこでは、日銀の役割が、長期金利安定を最優先すべきか、もしくは副作用を恐れずに物価上昇に挑むべきなのか、政策選択の優先順位を整理しなくてはならない。