

Global Market Outlook

発表日: 2019年1月22日(火)

マネタリーベースの「拡大方針を継続する(だけ)」

～そろそろマネタリーベースの前年割れも～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一(Tel: 03-5221-4523)

日銀の声明文等には、しばしば“曖昧”な表現や“抜け穴”があることが知られている。もっとも有名なのは「80兆円をめど」としている長期国債の増加ペースが年率20兆円台に落ち込み、“めど”の解釈について、日銀と市場関係者に隔たりが生じていることだが、その他にも幾つかの事例がある。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動するものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(備考) 日本銀行 2018年7月「当面の金融政策運営について」



直近では2018年4月に物価目標の達成時期に関する記述が削除された時が思い出される。2013年4月の量的・質的緩和導入時に「2年で2%」というキャッチーな表現を用い、日銀自らが「2年以内の2%目標達成」という政策スタンスを浸透させた節があるにもかかわらず、それを修正した時の説明が”巧み”であった。日銀は展望レポートに記載している消費者物価前年比上昇率が2%に達する時期は「達成期限ではなく、見通しである」(黒田総裁)とし、2年は目標ではなく飽くまで客観的な予想であると説明した。当然のことながら「日銀が2年以内の物価目標達成を放棄した」との批判的な声があがったが、そこで2013年4月の声明文に目を向けると、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」とある。つまり、目標達成時期は2年ではなく「できるだけ早期」なので、”声明文をよくみて下さい”という訳である。

(1) 「量的・質的金融緩和」の導入

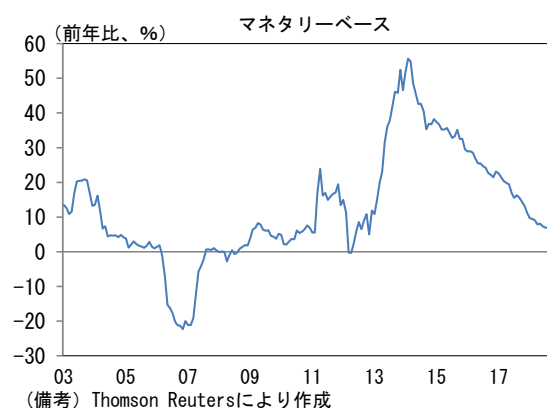
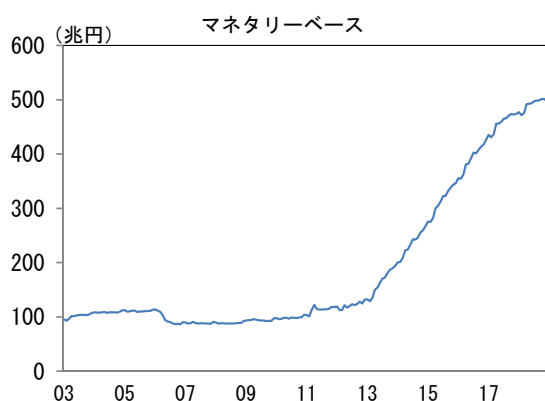
日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、**できるだけ早期に実現する**^(注1)。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。

(備考) 日本銀行 2013年4月4日 「当面の金融政策運営について」

次に問題になりそうなのは、「マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」というオーバーシュート型コミットメントである。

2. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。**マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019**

一見すると、この文章は「2%目標達成が可視的に確認できるまでマネタリーベースが拡大する」と読み、「抜け穴」がないように思えるが、目的語が曖昧な表現ゆえ、これが今後の焦点になるだろう。というのも、量的・質的金融緩和の導入初期局面において年率50%超のペースで増加していたマネタリーベースは、今や1桁%まで減速しており、前年割れが視野に入っているためだ。日銀は最近になってマネタリーベースの増加を維持する意図もあってか、短期国債オペを増額するなどしているが、今後何らかの要因（政府預金の減少等）でマイナスになることも十分に想定される。長期国債買入れを軸とするマネタリーベースの増加は、必ずしも日銀が直接コントロールできるものではないことから、日銀に全ての責任を問うことが筋違いであるのは承知している。しかしながら、それでも「消費者物価の実績値が安定的に2%を越える前に“量”を放棄」という批判混じりの声があがる可能性は高い。



ただし、ここで最も重要なことはこの一文の目的語が「拡大方針」であり、マネタリーベースの実績値ではないこと。したがって、マネタリーベースが前年比で減少したとしても、日銀が「マネタリーベースは減少したが、拡大方針は継続している」と説明すれば、不整合は生じないことになる。また、「拡大」の基準時点が前年比なのか前々年比なのかについて明示的な記述はなく、この点においても厳格なコミットメントではないといえる。つまり、2019年中のどこかで発生するかもしれないマネタリーベースの減少は、日銀にとってさほど重要な問題にならない可能性がある。

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、第一生命保険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。

