



## 最近の日本銀行の金融政策運営に関する一考察

神戸大学経済経営研究所

講師 柴本 昌彦

日本銀行は、2月14日の金融政策決定会合において、「中長期的な物価安定の目途」の導入を行うことを決定した。これまでは「中長期的な物価安定の理解」という形で、政策委員が考える物価が安定していると理解する物価上昇率の範囲を示していたものを、今回は、日本銀行自身の判断として示す形に変更し、その目途に基づき、消費者物価の前年比上年1%が見通せるようになるまで、金融緩和政策を推進していくということである。

私自身日本の金融政策に関して強い関心を寄せていることもあり、この政策変更は非常に印象深く心に残っている。というのは、この政策が過去10年来日本のみならず海外でも一部の経済学者やマスコミ等で提案され続けた「事実上の」インフレ目標政策を採用したこと、そして、その政策変更が為替レートや株価といった資産価格に大きな影響を及ぼしたと思われるからである。

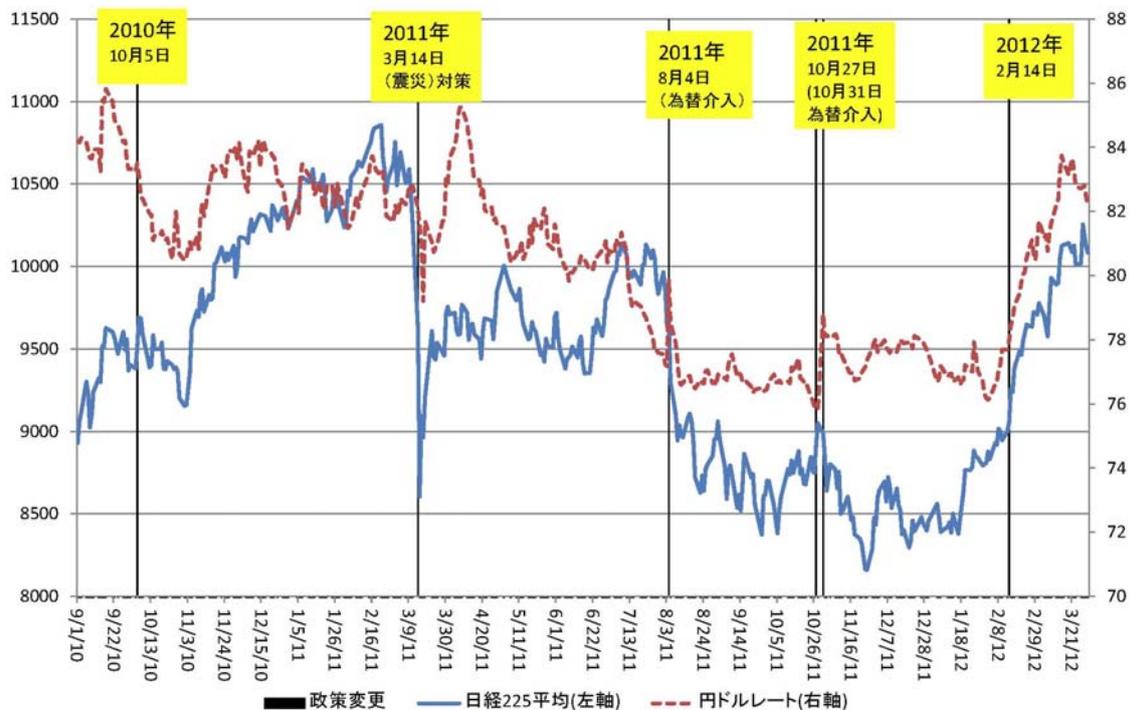


図1:日経225平均と円ドルレート

図1は2010年9月から2012年3月末までの日次あたりの円ドルレート及び日経225平均をグラフにしたものであるが、2月14日を境に、円高の修正、株価の上昇が見られたことが分かる。また、図2の1段目は2月14日の日中の円ドルレート及び日経225（先物mini）を表したものである。これから分かるように、政策アナウンスメントが行われた直後、円ドルレートは即座に円安に、株価は上昇したことが分かる。為替レート及び株価といった資産価格は将来の予想に応じて変化する（forward lookingな変数）という性質を有しており、たとえ実際の政策のオペレーションを行ったか否かに関わらず、今回の政策変更のアナウンスを行った時点で市場が反応し、将来の予想の転換が起こったことを示唆している。

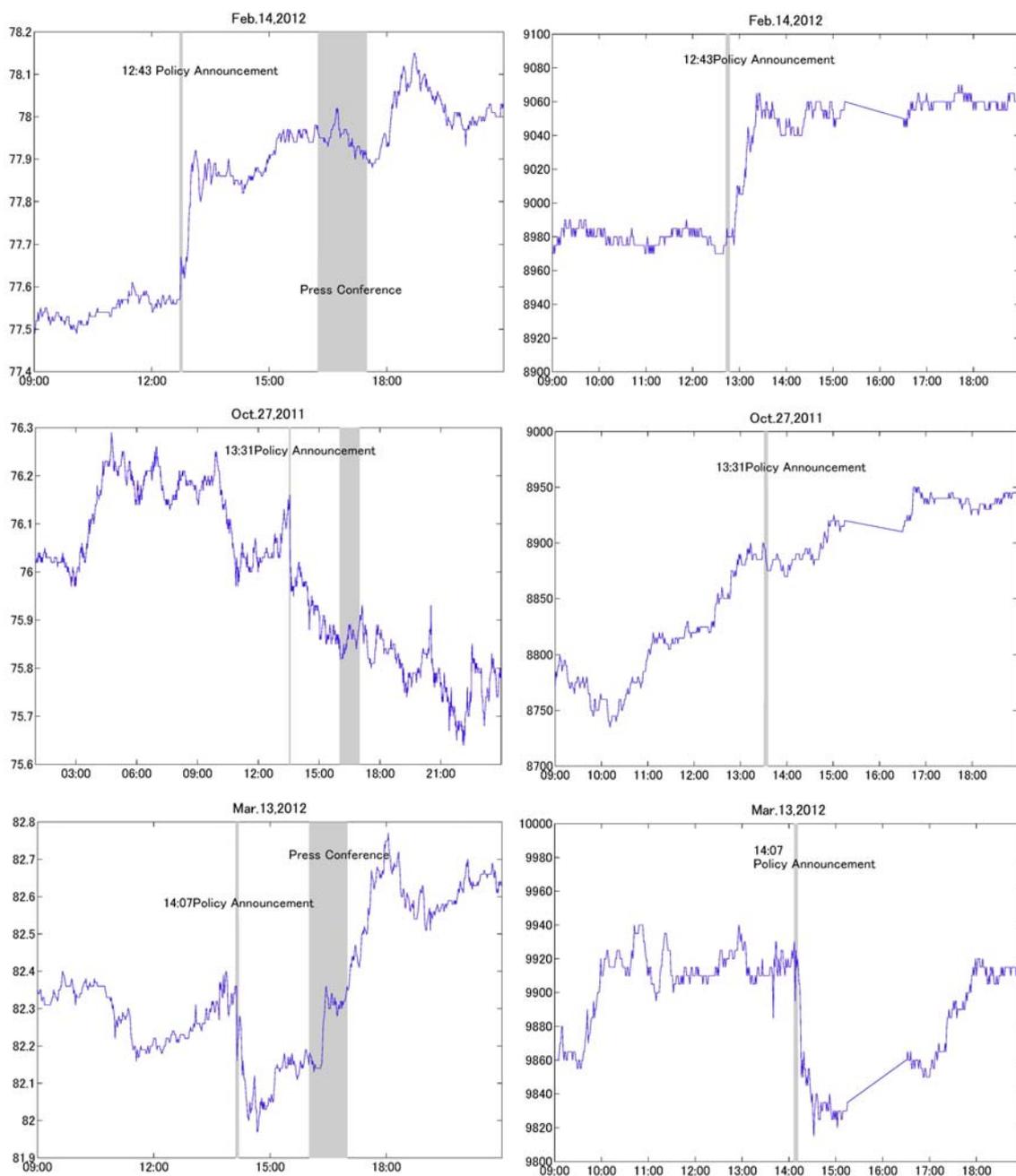


図2:円・ドルレート及び日経225平均（先物mini）の日中推移

では、どんな政策変更でも為替レート及び株価の動きに影響を及ぼすことができるかというところでもない。図2の2段目は2月14日より前の政策変更である2011年10月27日日中推移を表したものであるが、（実際に今年の2月14日にも行った）長期国債の買入れ額を増額するという緩和政策を行うというアナウンスがあったが、為替レート及び株価には目に見えるような変化は特に現れない（むしろ為替レートは円高に、株価は低下している）。当時の政策変更が市場参加者にとって特にサプライジングではなく、市場参加者は特に反応はしなかったということを意味している。

また、たとえ日銀が政策変更を行わないと決定したとしても、予想に反していた場合、資産価格は大きく変動する。図2の3段目は2月14日から1カ月後の次の政策決定会合である2012年3月13日の為替レート及び株価の動きであるが、政策アナウンス直後に為替は円高に、そして株価は急落していることが見て取れる。このことは、先月打ち出したインフレ目標を達成できるよう更なる緩和政策を期待していたにも関わらず、政策維持（政策変更を行わない）という決定を下したことに對する一種の失望感の現れであると考えられる。しかし、その後に行われた総裁による定例記者会見時において、為替レートは円安に、そして株価は上昇したことが分かる。このことは、記者会見を通じて、日銀の政策運営に對する一種の信頼を取り戻した表れであると考えられる。

このように、市場にとってサプライジングな政策決定そして強い緩和姿勢を表明することは、資産価格に大きな影響を及ぼすことが分かる。とはいうものの、2月14日の政策決定においては、物価安定の「理解」から「目途」という表現に変わり、それによって事実上のインフレ目標政策が導入されたわけであるが、上記の表現の違いに大きな差があるようには思えないという方も多いのではないだろうか。実際、これまでも政策委員が考える物価安定の「理解」を示す数値は1%であったし、少なくとも対外的には日本銀行は物価安定（と金融システムの安定）が目的であるとこれまでも掲げていたわけであり、政策委員が理解していた1%という物価安定に向けて政策運営を行っていたと考えるのが自然だと思われる。しかしながら、（Fedが同年1月に採用したことを受けたかもしれないが）90年後半以降拒み続けてきたと考えられてきたインフレ目標（目途）政策を突如採用したこと自体、市場にとっては非常にサプライジングな出来事であり、金融危機後のデフレ経済に立ち向かおうとする日本銀行の緩和政策スタンスの強化姿勢が明確になったことが金融市場に對して好意的に受け止められたということだろう。

では、これまでの金融政策のフレームワークに比べ、今回打ち出された事実上のインフレ目標政策が通常の政策フレームワークとして優れているのであろうか。私自身、明確な答えが準備できている訳ではないし、今回の金融市場の反応で分かるわけでもない。リーマンショック以前、日本を除く先進国は多少の景気悪化は経験したものの、比較的物価は安定的であり、持続的な経済成長を続けていた。日本のバブル期においても、物価自身は比較的安定的であったことが指摘されている。インフレ抑制に成功する中で、好況期には資産価格が急上昇し、そして引締めの中で急落する。リーマンショック後の金融危機及び日本のバブル崩壊後で明らかのように、資産価格の下落が大きい場合、金融システムの安定性に支障をきたすことがある。現在の学会でのインフレ目標政策に関するスタンダード

な共通認識では、必ずしもインフレ率だけを見て政策を行うものではないと理解されている。にもかかわらず、中央銀行が1%のインフレ率を目標に政策を行うことを掲げている以上、物価が安定的であるにも関わらず、資産価格が大きく変動している際に、インフレ率を二の次にして政策を行うことができるのか。そういう意味で、個人的にはインフレ目標政策の有効性に関しては未だ懐疑的である。

いずれにしても、今回はっきりしたことは、事実上のインフレ目標政策の採用という日銀の強いメッセージは市場参加者のマインドを転換させ、為替・株式市場に大きな影響を及ぼしたということである。ただし、必ずしもインフレ目標政策自体が有効な政策であるということの意味しているわけではない。市場にとって信頼のおける政策を伴うと共に、長引くデフレを伴う不況に立ち向かおうとする強い姿勢を示すことで、日本銀行は市場をリードしていく役割を果たすことができる。このことこそが今回得られた重要な教訓と言えるのではないだろうか。