

2004年の金融政策を巡る論点

世界的に景気拡大テンポが速まりつつあることもあって、日本経済も少なくとも2004年半ばまでは景気拡大が続くとの見方が有力である。デフレ環境についても、代表的な物価指数の前年比下落率が縮小する方向にあるほか、株式市場ではデフレ脱却をテーマとした投資戦略（ストラテジー）も徐々にではあるが、語り始めている。ただし、当総研の経済見通しでは2004年度は景気拡大局面が続くものの、依然としてデフレ環境は残ると予測しており、現行の量的緩和策からの出口政策を検討する段階にはならないと考えている。

一方で、財務省・日本銀行による大規模な市場介入にもかかわらず、2002年初頭からの円高ドル安基調が止まらない。こうした為替レートの円高傾向は「景気の下触れリスクになりかねない」との懸念も強く、日銀は追加的な金融緩和を余儀なくされるとの声は根強い。実際、1月19～20日の金融政策決定会合では、「27～32兆円」としていた日銀当座預金残高目標を「30～35兆円」に引き上げる決定をしており、03年10月の金融緩和措置と同様に非不胎化介入の強化と受け止められている。しかし、こうした日銀の量的緩和策の断続的な強化にもかかわらず、マネタリーベースの伸び率は鈍化する傾向にあり、04年4月には一桁台に落ち込むものと予想される。

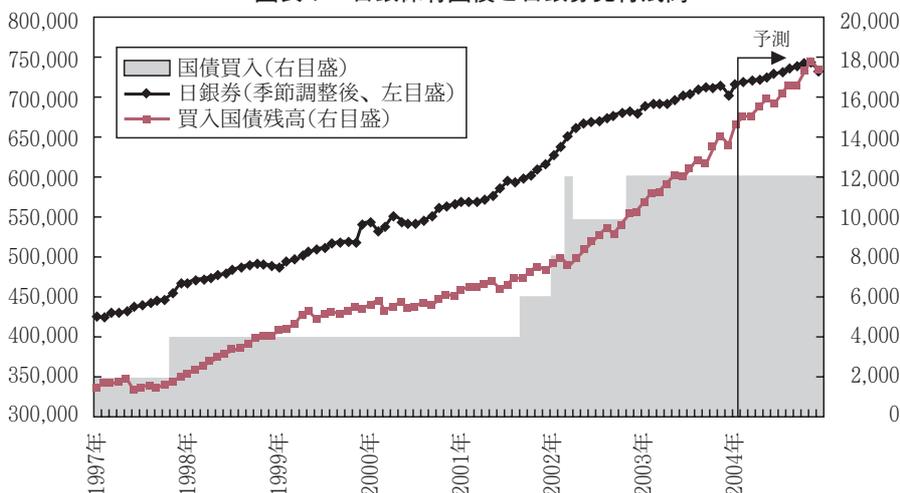
以下では、2004年の金融政策を想定する上で、重要と思われる国債市場や為替レートの円高傾向との関わり合いについて、若干の考察を加えてみたい。

日銀の国債保有枠をどうするか

2004年中に迎える問題に、01年3月19日の政策委員会金融政策決定会合で決めた「日本銀行が保有する長期国債の残高は銀行券発行残高を上限とする」という縛りをどう処理するか、という点がある。元来、日銀は成長通貨の供給という考え方に則って長期国債買入オペを実施してきたが、この上限設定は量的緩和策を採用するにあたって日銀としてのマネタイゼーションに対する歯止めであった。

しかし、一定の前提の下、日銀券発行残高と日銀の国債保有額について予測を行うと2004下期には上限に達してしまう可能性が濃厚という試算結果が得られる（図表1）。日銀による毎月1兆2,000億円の国債買入オペは、月平均6兆円台後半（TB・FBを除く中長期国債の市中発行分）という大量発行時代の債券市場参加者にとってはある種の安心感を与えるものになっており、その動きには注目が集まっている。それゆえ、上限に達すればどうなるのか、新たに別の制約を設けるのか、等に関して、遅くとも04年夏までには決着をつけておく必要がある。

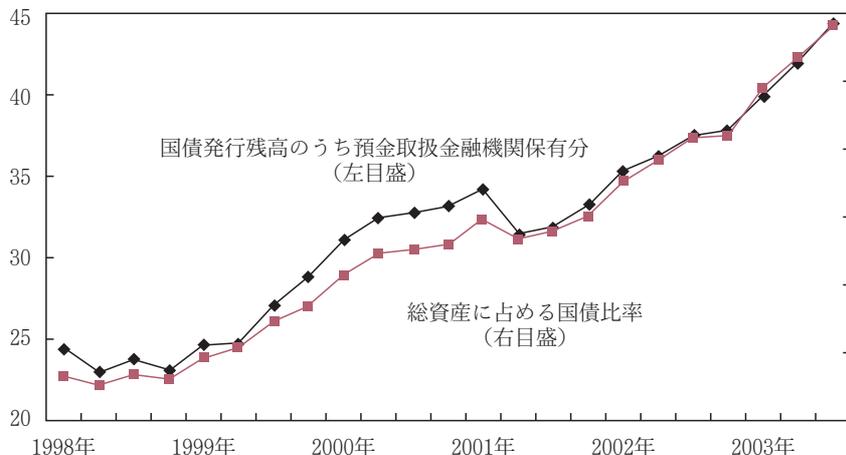
図表1 日銀保有国債と日銀券発行残高



（資料）日本銀行資料より作成 （注）単位は億円。日銀券増加率は前年比4%と想定。

銀行などの投資家は国債保有ニーズが極めて高い状態で推移してきた。90年代後半以降、金融システム不安が高まった時期を通じて、金融機関の国債保有は増加していった（図表2）。預金取扱金融機関は国債発行量の45%近くを保有し、5年間で20%ポイントほど上昇させた。日銀自身の資産構成も国債のシェアが98

図表 2 預金取扱金融機関と国債保有



(資料) 日本銀行「資金循環勘定」 (注) 単位は%。

年には5%程度だったものが、直近03年9月末では15%台にまで上昇している (TB・FBを含む、図表3)。

この背景には、景気低迷が続く民間貸出の減少傾向が続く中でデフレにより魅力の増した流動性の高い資産 (現金や普通預金) が集まり、銀行などにとって余資運用の比重が増してきたことがあるが、その傾向を一層強めたのは自己資本比率 (BIS) 規制の下で信用リスクがゼロとして算入される国債保有が強く選好されたことや、いざというときに担保として流動性の確保が容易であること、などであろう。同時に日銀も、2000年のゼロ金利政策解除期を除けば、国債保有が高水準で推移しており (図表3)、国債との関係が無視できないことを示している。

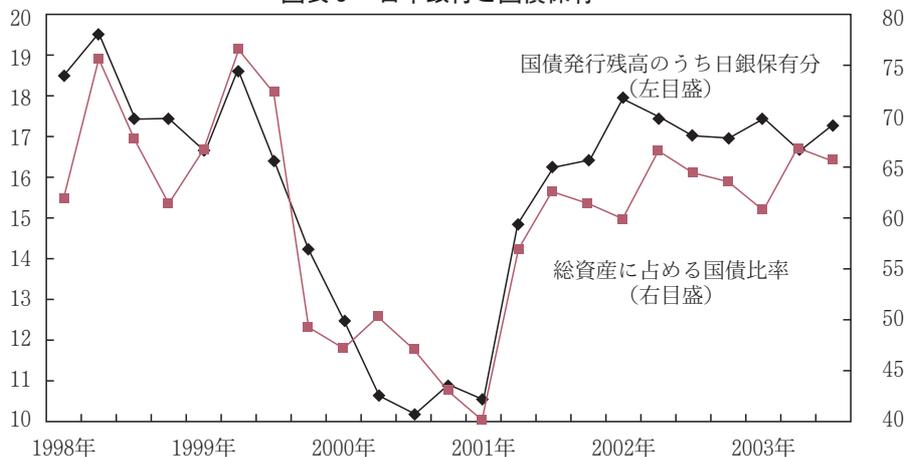
こうした状況下で起きた03年6月以降の長期金利急上昇は、改めて「(金融機関にとっての) 国債管理政策」の重要性を認識させた。冒頭で述べたように今回の景気拡大局面でのデフレ脱却は困難と考えており、2004年度中に出口政策への転換を検討せねばならない時期がくることは想定しないが、景気回復や株価上昇が続けば、投資家の国債投資に対する姿勢は慎重なものとならざ

るを得ない。一方で、平成16年度の国債市中発行分 (TB・FBを除く) は80兆円余りが予定されており、かつ今後景気回復が加速したとしても国債発行額が劇的に減少するわけではないことは明らかである。デフレ環境が続く一方で、国債市場の投資環境は悪化が見込まれているのである。仮に、量的緩和政策からの出

口政策に移行する場面 (現状20兆円台前半となっている超過準備 (日銀当座預金残高約30兆円から所要準備4.3兆円と準備預金非適用先の日銀当座預金5兆円弱を差し引いた金額) を回収し始める際) においても、デフレ脱却で上昇傾向を強めるとされる長期金利に対しては慎重であるべきだろう。つまり、中長期国債の買入オペについてはマネタリーベースの回収作業とは別の対応が必要と考えられる。

ただし、こうした日銀の行動は、本来望ましい社会的な資金配分を阻害する可能性が強いことも指摘しておく必要がある。日銀が引き続き国債を買い支えることが事前に想定されていれば、民間金融機関はそれを前提に資金運用を行うはずであり、結果的に低生産性部門である政府部門に資金が偏在してしまうという事態が十分考えられる。構造改革の必要性を説いてきた

図表 3 日本銀行と国債保有



(資料) 日本銀行「資金循環勘定」 (注) 単位は%。

日銀にとっては非常に悩ましい状況が続くだろう。

不完全な非不胎化介入

日本でデフレ傾向が持続しているのは、1985年9月のプラザ合意以降の「円高シンドローム」が影響しているとの意見があり(マッキノン・大野「ドルと円」など)、これが正しいならば少なくとも為替レートを安定化させる努力は必要である。しかしながら、03年来の市場介入規模とその結果を考慮すると為替変動を安定化させることは非常に困難であるし、更にはOECD試算による購買力平価(02年は1ドル=140円台後半)程度に誘導することは現実問題として不可能と思われる。また、貿易・サービス収支の黒字国が自国通貨切り下げのための為替操作を行うことに対しては周辺国の合意が得られにくい。

一般に自国通貨が増値する(円高になる)と、輸出が抑制され、景気には悪化方向に作用するとされる。また、輸入物価の下落を通じて物価水準は下落することも知られている。内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル(2003年版)を用いた乗数分析によると、円の対ドル10%減価(円安)はGDP成長率を初年度0.20%、次年度0.57%、民間消費デフレーターを初年度0.08%、次年度0.27%、それぞれ押し上げられる。現在日本が直面している円高の場合はちょうど逆の

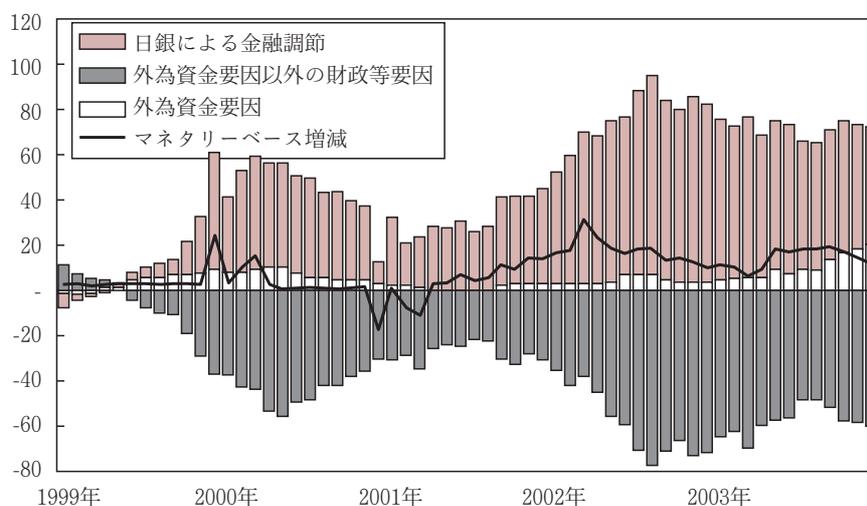
ケースであり、02年7月～03年9月までのような1ドル=115～125円程度の為替レートが先行きも続くと想定するケースより、所得・物価は低い軌道を辿っていると考えられる。

しかし、円高阻止という為替政策に関して03年秋以降前進が見られたという評価がなされている。03年10月、04年1月と為替レートの円高圧力が高まった時期に合わせて、日銀は日銀当座預金残高目標の引き上げを決定しており、介入資金を金融市場に放置しておく非不胎化介入により円高進行阻止に向けた側面支援を実施している、と考えられているからである。非不胎化介入の是非に関しては速水総裁時代には断固拒絶されていたが、福井総裁誕生後は対応が柔軟になっており、一般的に非不胎化介入の方が不胎化介入よりも介入効果が高いとされていることが影響していると思われる。

ここで、為替介入資金がマネタリーベースの変化にどのような影響を与えているかを見てみよう。「日銀当座預金増減要因と金融調節」によれば、「当座預金残高増減」は銀行券要因、財政等要因、金融調節、に分けられている。このうち、財政等要因を外国為替資金要因とそれ以外の要因に分割し、かつ当座預金残高と銀行券要因を合わせることによって、マネタリーベース増減は、外国為替資金要因、外為資金要因以外の財政等要因、金融調節(オペ、貸出などの日銀信用の供給)に分けることができる。

図表4はこれらの前年差の動きを示したものであるが、明らかに外国為替資金は03年を通じて、しかも後半になればなるほどマネタリーベースの増加に寄与する動きをしている。しかし、マネタリーベース増減額と外為資金要因を比較すると、前者が後者を下回る状態となっており、「非不胎化介入への転換」と外部から評価されている割に、マネタリーベースの増加に結びついていない(実際には、円売り介入の場合には、FB

図表4 マネタリーベース増減とその供給源(前年差)



(資料) 日本銀行 (注) 単位は兆円。

の発行・償還に時間差があるため、介入資金が不胎化されたか放置されたかの判断は難しい面はある)。これは外国為替市場への大規模な介入に比べて、政策目標である日銀当座預金残高目標の引き上げ額が相対的に不足していることを暗示している。そのために、日銀は意図せざるにせよ、為替介入資金の不胎化(資金吸収オペ増額もしくは資金供給オペ減額)を行っている可能性が強い。

03年の1年間を通じて、日本銀行は、日銀当座預金残高目標を「15~20兆円」から「27~32兆円」へと引き上げたが、このうち3~4兆円程度は日本郵政公社の分であり、実質的には8~9兆円程度しか増額していない。一方で、2003年中の市場介入額は約20兆円に到達しており、単純に考えれば約半分程度の介入資金は何らかの形で中立化されたと考えられる。これは非不胎化介入の様相が強まったとされる03年10月以降に限定してみても、金融政策は日銀当座預金残高の上限を2兆円引き上げた一方で、為替介入額は累計で5.5兆円となっており、当座預金残高目標の引き上げ不足が、為替介入の非不胎化を阻んでいることを示唆している。

日銀は意図して為替介入資金の非不胎化を行っているかどうかについてはコメントしないが、結果的に見れば部分的に非不胎化していることは否定できそうもない。なお、「マネタリーベースの拡張が円安をもたらす」という命題は、理論的にも実証的にも確証が得られているわけではないと思われるが、少なくとも市場参加者が「日銀は非不胎化介入に踏み切ったが、非不胎化介入は効果が高い」と信じている以上、それ

を裏切らない(もしくはそれを利用した)金融政策を運営する必要性は高いと思われる。

また、日本での持続するデフレそのものが円高圧力を生んでいることも念頭におけば、デフレ脱却と円高圧力緩和は同時に達成されると思われるが、そのためにも現状の金融緩和政策の効果を高めていく努力が求められるだろう。

以上、2004年の金融政策を巡る論点を述べてきたが、その他にも日銀が望ましいとするインフレ率を明示する「インフレ参照値」公表や、物価指数の持つ上方バイアスを考慮すれば、果たしてデフレ脱却の定義はインフレ率ゼロを基準にしてよいか、なども論点になるかもしれない。万一、デフレ脱却が実現できないまま、04年中に景気後退局面に入ってしまった場合には再度インフレターゲットの導入や株式・外債・不動産などの購入といった非伝統的政策手段の採用などを求める声が強まることは想像に容易い。

今後とも日銀には果たすべき役割は多いことは間違いないが、金融政策だけでデフレ脱却が実現できるわけではない。財政の歳出構造の見直し、金融システム健全化に向けた金融行政、経済活性化やリスクマネー供給に資する税制改正、産業再生、雇用ミスマッチの解消など、各政策当局の政策が融合することで、ようやくデフレ脱却の素地が整うものと考えられる。現在のような政策の押し付け合い状態から一刻も早く脱却することが望ましい。

(南 武志)