

2006年の金融政策展望

～「量的緩和政策」後の政策運営～

南 武志

日本銀行は2001年3月に現行の量的緩和政策を導入したが、当初から消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)が安定的なプラス状態となるまでそれを継続するとしてきた。そのコアCPIは05年11月分から前年比プラスに転じており、先行きも当面は小幅プラス状態が持続する可能性が高い。こうした状況の下、政府・与党サイドからの反発にも関わらず、福井日銀総裁らは量的緩和政策解除への意欲を前面に出しており、マーケットも4月にも解除されるとの予想が多くなっている。以下では、量的緩和政策の後の政策運営や課題に関して考えてみたい。

量的緩和政策の意図

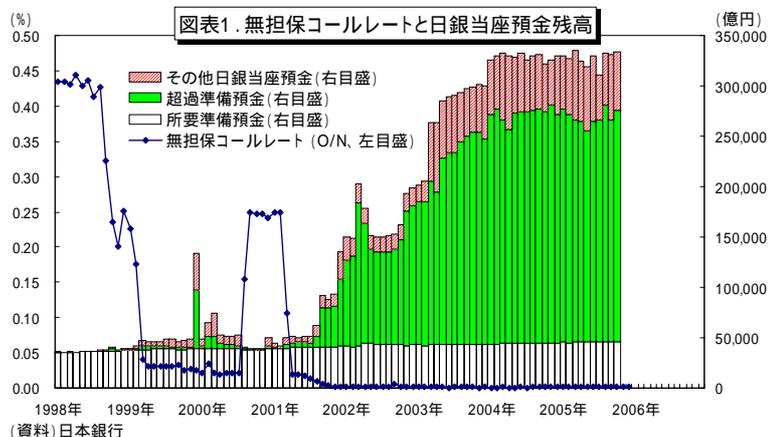
まず、現行の量的緩和政策を簡単にまとめてみよう。政策運営の面からみれば、金融政策の操作目標を「無担保コールレート翌日物(金利)」から「日銀当座預金残高(量)」へ変更したこと、コアCPIが安定的にゼロ%以上になるまでこの政策を続けることをコミットメントしたこと、そして当預残高目標を達成するために中長期国債買入オペの増額を筆頭とするオペの多様化を行ったこと、等がある。

次に、現象面から見れば、所要準備(05年10月時点で4兆6,000億円余り)を上回

るような資金供給を行ったことで、準備預金を含む日銀当座預金残高は目標とするレンジ(当初は5兆円、その後は漸進的に引き上げられ、06年1月現在30~35兆円)に誘導された。つまり、金融機関にとっては金利を生まない現金・日銀当座預金を25兆円前後保有するという状況が発生している。また、結果的に、かつての政策金利であった無担保コールレート翌日物から長めのターム物金利までほぼゼロ%となって、債券利回りも全般的に押し下げられた。

ちなみに、前・日銀審議委員の植田和男(東京大学教授)は、量的緩和政策について、「ゼロ金利政策をインフレ率が安定的にゼロ%以上になるまで続けるという時間軸効果と、ゼロ金利実現に必要な以上の流動性供給を(長期国債買い切りオペも活用して)実施する政策の組み合わせである」と表現している。

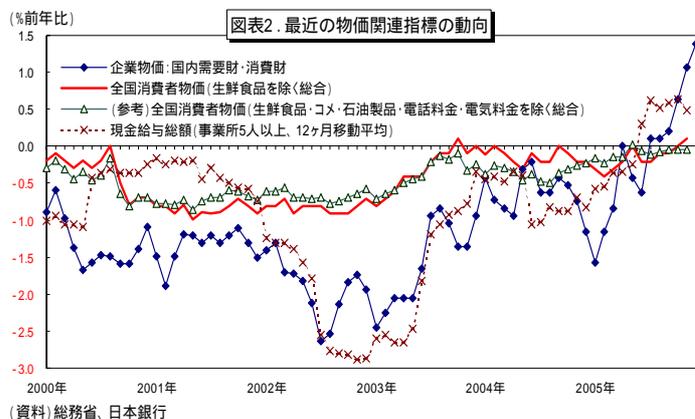
こうした量的緩和政策は、総需要を喚起してデフレ脱却を促す金融緩和策という面



他にも、90年代後半以降に顕在化した金融システム不安への対応という役割も担っていた。更に、救済という破綻前処理も含めて金融機関の経営破綻処理スキームが確立していなかったという金融行政の不備も手伝って、量的緩和政策が当初想定されなかった未曾有の規模になった可能性は高い。なお、近年では銀行収益の好調さや銀行株価のパフォーマンスの良さに表れているように、不良債権処理など銀行問題は沈静化している他、冒頭で触れたようにデフレ脱却も目前に迫っているとの認識が増えつつあるなど、01年3月から実施されている量的緩和政策は役目を終えたとの見方が強い。

量的緩和政策解除を巡る論点

金利機能という金融市場（特に短期金融市場）の役割を殺してしまう量的緩和政策は明らかに異例であり、非常時対応であることは間違いない。もちろん、戦後の先進国の中で初めてデフレに陥った90年代後半以降の日本経済は異常事態に陥っており、非常時対応が必要だったことは言うまでもない。しかし、実体経済が正常化すれば、金融政策も平時のそれ（政策金利はプラスで、超準備がほぼゼロになるような状態）に戻るのには至極当然のことである。



ここでは、「日本経済は正常化した」と判断する基準をどこに置くべきかが問題になってくる。繰り返しになるが、日銀は量的緩和政策をコア CPI の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けるとしており、それが再びマイナスに戻らないとの確信やその時点での経済・物価情勢に問題がなければ、解除すると表明している。

ここで浮上してくる論点は、「経済の正常化」をデフレ脱却と同義とするのはよしとしても、果たしてデフレと非デフレの境目をコア CPI 上昇率ゼロ%に置いてもよいかどうかという点であり、更に言えば、物価の安定を示すインフレ率として日銀はそれをどの水準と考えているのか、ということであろう。

「物価の安定」の数値化

経済規模の大きな国・地域として、米国、EU、日本を挙げることが多いが、いずれの国も金融政策運営にインフレ目標は導入していない。もちろん、インフレ目標を導入せずとも「物価の安定」を達成する手段はあり、米国・EUではそれを概ね実現できていると考えられる。なお、この米国、EUでは中央銀行首脳の発言などを通じて、どの程度のインフレ率が「物価の安定」した状態であるか等についてマーケットはほぼ把握できている。例えば、FRBでは食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター（コアPCE）上昇率が+1~2%程度と見なされており、ECBでは総合消費者物価指数（HICP, Harmonized Index of Consumer Prices）が+2%に近い+1%台後半というインフレ参

状態であるか等についてマーケットはほぼ把握できている。例えば、FRBでは食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター（コアPCE）上昇率が+1~2%程度と見なされており、ECBでは総合消費者物価指数（HICP, Harmonized Index of Consumer Prices）が+2%に近い+1%台後半というインフレ参

照値を公表している)。また、英国、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデン、韓国などインフレ目標を導入している国でも+2%前後の数値を掲げる国が多い。

新日銀法施行以来、日銀は「独立性」とともに「説明責任」や「政策運営の透明性」が求められてきた。ゼロ金利政策解除後の2000年10月には『「物価の安定」についての考え方』という報告書が公表されたが、「物価の安定」を数値化できるかどうかについては今後の検討課題とされ、5年以上経過した現時点でもそれに対するきちんとした回答が提示されていない。ちなみに、当該レポートでは、物価の安定に関して「物価指数の変化率でみて若干プラスの上昇率を目指すべきとの考え方は検討に値する」としていた。なお、国・地域によって若干の違いがあるとしても、日本以外の中央銀行ではインフレ率2%程度を「物価の安定」した状況と判断しているようである。

インフレ目標導入に関する検討

物価の番人とされる中央銀行であるが、一国の経済政策の優先順位として「物価の安定」が犠牲にされることも歴史的には少なからずあり、また、他の目的のために金融政策が割り当てられることが多かった。日本では、70年代前半、80年代末にインフレ率が高まる時期があったが、これは金融政策が専ら「国際収支の均衡」「為替レート安定」「高雇用維持」といった目的に充てられ、かつ政治的圧力からの隔壁が薄かったことで、結果的に中長期的な「物価の安定」への配慮が疎かになった点は否めない。

金融政策運営の枠組みとして、インフレ目標という枠組みがある。これは、中央銀

行もしくは、政府と中央銀行が合同で目標インフレ率を設定し、一定の期間内にそれを実現するために中央銀行は金融政策を行う、とする政策フレームワークである。前節で見たように、世界にはインフレ目標を導入している中央銀行は数多く存在しており、インフレ抑制に一定の効果があるとの評価がなされているようだ。

日本でも2000年前後にデフレが深刻になる中で、一部で導入を主張する主張が高まった時期があった。しかし、意図的にインフレ率を高めようとするインフレ調整政策などと混同する意見や、インフレ目標を導入すればハイパーインフレになる、または効果がない、といった意見など、概ね批判的・否定的な意見が多かった。日銀からも、独自の判断で政策運営する権限を剥奪されるといった半ば組織防衛的な意識もあって、導入に対して消極的な見解が示された。ただし、インフレ目標そのものは、多くの中央銀行が採用している政策フレームワークであり、これ自体の筋が悪いという意見は経済学のメインストリームに位置する学者からは聞かれない。

なお、インフレ目標のメリットとして、政策の透明性向上、政治的圧力に対する防御、目標値を掲げることで、期待インフレ率が安定する、などが指摘されている。また、インフレ目標を導入したからといっても、実際には中央銀行は何らかの事情により現実のインフレ率が目標インフレ率から一時的に離脱することがあったとしても、中長期的な観点からそれが許容できると判断した場合、きちんと説明すれば容認される「柔軟性のある政策フレームワーク」として運営されていることが指摘され

ることが多い。

求められる一層の透明性向上

もちろん、インフレ目標など導入せずとも、グリーンズパン議長の下での米国 FRB などを見ても分かるように、マーケットとの対話を重ね、政策運営の透明性や説明責任さえ果たしていれば、金融政策や中央銀行への信認は維持される。しかし、グリーンズパン議長というカリスマが退任した後の FRB 議長には、裁量的な政策運営よりもルールに基づいた政策運営をすべきというのが信条であるバーナンキ米 CEA 委員長が就任するのは、将来からすれば象徴的な出来事になった可能性もある。

一方で、日銀の政策運営を巡っては、説明不足であるといった感が強く、不透明性は拭えない。推測するに、量的緩和政策が半ば政府サイドからの強い要請に応えるという、半ば圧力に屈する形で導入したとの思いが強いからではないだろうか。90 年代に入ってからの政策運営もそうであったが、03 年以降の量的目標引き上げの理由がうまく説明できていない印象は否めない。

政府との政策共有の重要性

一方で、冒頭でも触れたが、量的緩和政策解除を巡って政府・与党からは、デフレ脱却が確実なものとなっておらず時期尚早との牽制が強まっており、「中央銀行の独立性」とは何を意味するか、という問題も改めて提起されている。前節でも触れたが、日本でもある政策に対して金融政策が割り当てられた結果、物価の安定が達成できなかった経験を何度もしてきた。また、インフレ予防的な利上げに対して与党政治家が

不快感を示すように、中央銀行にはある程度の独立性がなければ政策判断に対して政治的な介入を遮断することは困難である。

しかしながら、中央銀行も金融政策という政策を担当する一部局であり、公的部門の一翼を担っていることもれっきとした事実である。政府と中央銀行が行う政策に整合性がなければ、実体経済やマーケットは混乱する可能性がある。これまでは「デフレ脱却」という政策目標を共有し、それに向けて互いに協調してきたように見えるが、デフレ脱却の判断および「その後」の政策運営に関しては、少なくとも日銀はスタンスを表明していないし、そのフレームワークも不明である。しかし、出口政策への移行は早ければ 2~3 ヶ月後に迫っているとされており、このまま何の指針も示されないままであると、マーケットのボラティリティが高まることが予想される。

企業の経営体力が回復すると同時に金融システム不安が沈静化した日本経済にとっての当面の課題は、公的債務の持続可能性の問題であることは疑うべくもない。この問題を考える際にも、長期金利の不規則な変動を回避することに対して日銀が果たせる役割は少なくない。経済財政諮問会議の場を利用して、デフレ後の経済政策運営に対する両者の議論を深める努力が必要であろう。

【参考文献】

- 植田和男 (2005) 「ゼロ金利との闘い」、日本経済新聞社
- 田中隆之 (2002) 「現代日本経済論」、日本評論社
- 南武志 (2005) 「金融市場の構造変化と金融政策の展望」、『農林金融』2005 年 8 月