

量的緩和解除後の金融政策運営の再検討

南 武志

2006年3月に日本銀行が量的緩和政策を解除して以降、次の利上げはいつかということが、常に金融市場における話題の中心となっていた。07年度に入ってから、8月には第3次利上げが実施されるのでは、との思惑が金融市場で高まっていたが、結局のところ、米サブプライム問題によって世界的に金融市場が混乱したこともあり、年度上期中の利上げは見送りとなった。また、サブプライム問題が実体経済へ及ぼす悪影響の度合いも見定める必要があるとの見方が強く、年内の利上げは困難といった意見も強まっている。

07年度上期の景気・物価情勢は足踏み状態に近かったわけであるが、米サブプライム問題が米個人消費など実体経済への影響度は限定的との前提に立てば、年度下期には改善に向けた動きが出始めることも十分予想される。こうした中で、金融政策はどのような展開が予想されるだろうか。以下では、政策運営の枠組みを考慮しつつ、その論点を整理してみたい。

金融政策運営の枠組み

06年3月に量的緩和政策を解除して以降、日銀は『経済・物価情勢の展望（以下、展望レポート）』をベースにしたフォワードルーキングの手法（予見に基づく手法）による政策運営をしてきたとされる。

具体的には、「物価の安定」についての考え方を明確化し、それを念頭に置いた上で、

①先行き1～2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路を辿っているかという観点から点検する（第1の柱）、②より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する（第2の柱）、という「2つの柱」に基いた点検を踏まえた上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、基本的には「経済・物価情勢の展望」において定期的に公表していく、としている。

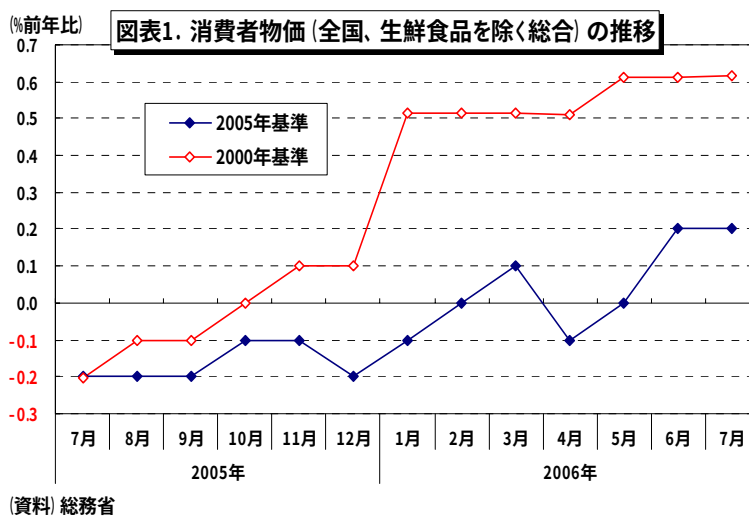
こうした手法に基づき、日銀はこれまで06年7月、07年2月と2度にわたり利上げを実施してきたが、日銀サイドの理由はいずれも「第1の柱」、つまり経済・物価情勢が想定どおり改善しており、先行きもそれが継続するとの確信が強まったので、それに応じて利上げを実施した、というものであった。

見誤ったCPIの上方バイアス

06年3月まで約5年に渡って継続された量的緩和政策は、「消費者物価上昇率（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」という強いコミットメント（公約）が付されていた。当時の2000年基準でのコアCPIは、05年10月に前年比横ばい、11月には同プラスに転じ、その後は同+0.5%へと上昇率

が拡大した。こうした状況を踏まえて日銀は量的緩和解除を決断したわけであるが、その後8月に行われた消費者物価の基準改定（2005年基準への移行）を踏まえれば、量的緩和政策解除時点においては、まだコアCPIは安定的な前年比プラスが確保できていなかったことが明らかとなっている（図表1）。

この背景には、日銀が2000年基準消費者物価の持っていた上方バイアスを過小評価していた可能性が指摘できる。日銀は執筆者個人の見解としながらも、基準改定による物価押し下げ効果は▲0.26%pt以下、との見方を紹介してきた（日銀レビュー05-J-14「わが国の消費者物価指数の計測誤差：いわゆる上方バイアスの現状」より）。つまり、前年比+0.5%の「糊しろ」があれば、基準改定があってもプラスは確保できるとの甘い見通しがあった可能性が高い。実際には、約▲0.5%ptほどの押し下げ効果が発生し、コアCPI上昇率は「小幅プラ



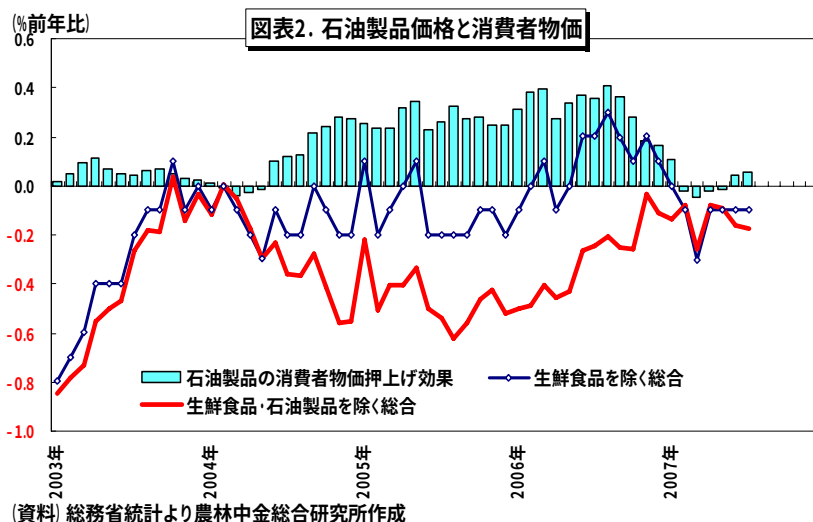
ス」から「ほぼゼロ」へと低下している。このように、基準時点でのウェイトを固定するラスパイレス方式で作成される消費者物価の持つ上方バイアスを過小評価していた可能性が指摘できる。

一定でない石油製品価格への評価

更に、この数年の消費者物価変動の主因となっていた石油製品価格への評価が一定でない点も指摘できる。

国際原油市況の高騰を受けて、04年半ば以降、ガソリンなど石油製品が消費者物価全体を押し上げる効果は強まった。その他、航空運賃や外国パック旅行など原油価格に

敏感な財・サービス価格も上昇したこともあり、06年8月にはコアCPIは前年比+0.3%まで上昇幅が拡大するなど、物価上昇率は徐々に高まる傾向が見られた（図表2）。しかし、試算によれば、コアCPIから石油製品を更に除いたベースでは、引き



続きマイナス状態が続いていたことが見て取れる。その後、06年秋以降の原油市況の調整に合わせて、石油製品価格の物価押し上げ効果は低下し、コアCPIも07年2月以降は再び前年比マイナス状態となっている。

こうした中、日銀の石油製品価格への評価は、①物価を押し上げている時と、②押し下げている時とでは、全く異なっている。①では、コアCPI上昇率が高まっていることのみを重視し、石油製品価格の上昇が一時的な現象であるかどうか、経済活動へ与える影響はあまりコメントしない（展望レポートは除く）。一方、②では、石油製品価格の下落が物価下落の主因となっても、それが経済活動へは好影響を及ぼすことを強調することが多く、物価押し下げによってなかなか脱却できないデフレの弊害についてはコメントしない。こうした姿勢は、物価の番人としての日銀の評価を落としてしまう可能性がある。

そもそも利上げ判断の基準は適切か

冒頭では、過去2回の利上げは「第1の柱」に基づいて利上げ判断が行われたと日銀が説明していることを紹介したが、そもそもその判断基準は適切なのだろうか。

前述の通り、日銀は「物価の安定」についての考え方を明確化しているが、それは①家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況であり、概念的には計測誤差のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態としている。また、②日本は、元々、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低いほか、90年代以降長期間

にわたって低い物価上昇率を経験してきたため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており、そうした低い物価上昇率を前提として経済活動にかかる意思決定が行われている可能性がある」と指摘した。さらに、③中長期的にみて物価が安定していると9名の政策委員が理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）については、消費者物価指数の前年比で0~2%程度（中心値は概ね+1%前後）としている。

なお、②については、90年代後半以降のデフレ期が対象に入っており、それを含めて物価上昇率が低かったから、民間セクターの期待インフレ率も低いと結論付けることにはやや違和感もある。ただし、望ましい物価上昇率の中心値が概ね+1%前後という下では、フォワードルッキング的手法で考慮しても、1~2年先に物価上昇率が+1%程度になりそうだとの確信を得てから発動すべきであるように思われる。

実際に、2000年基準の消費者物価指数で物価判断を行った06年7月の第1次利上げはともかくとして、先行きしばらくは物価が小幅ながらも再び下落に転じるとの見通しが有力であった07年2月の第2次利上げは説明責任が十分に果たされているか、疑問視する意見も多い。例えば、各国中央銀行のための国際機関的存在である国際決済銀行（BIS）の年次報告書（BIS 77th Annual Report）によれば、第2次利上げは第二の柱に基づいて利上げた（The second move was based on the second perspective.）と評価するなど、日銀の判断基準は非常に理解しづらい。

潜在 GDP の測定誤差

潜在 GDP とは、インフレ率が加速しない程度まで国内に存在する資本ストックや労総力などの生産要素を稼働させた場合に得られる GDP 水準である。ただし、最近では、この概念に 2 通りの解釈が出てきているように思われる。①一つは、最大産出量概念をベースにしており、文字通り『物価安定下での日本経済の潜在力』を示すものである。②もう一つは、過去の平均的な稼働率や雇用率（＝1－失業率）をベースに、平均的な GDP 水準を示す考え方であり、内閣府や旧経済企画庁の経済白書・経済財政白書で長年用いられてきた概念である。日銀はかつて①の立場で潜在 GDP を計測していたが、量的緩和政策解除後は②の立場で行っているとされている。

両者の大きな違いは、①では、多くの場合 GDP ギャップは「デフレギャップ」となるが、②では「インフレギャップ」と「デフレギャップ」が交互に発生する、ということである。①でのデフレギャップ解消は物価安定下での完全雇用を意味するが、②でのデフレギャップ解消は、単に「景気の山」と「景気の谷」の中間地点ということ

くらいしか意味は持たない。だとすれば、②の概念でインフレギャップが発生していたとしても、それをもって「物価の安定」を誘導するための金融政策を運営することは適切ではない可能性がある。

07 年度上期中は明確な改善が見られなかった経済・物価情勢も、年度下期には徐々に改善する可能性も高い。しかし、展望レポート（07 年 4 月）でも、08 年度のコア CPI 上昇率はせいぜい前年比+0.5%程度しか見込まれておらず、+1%へ向けて上昇していく姿は見通せておらず、積極的に利上げをサポートできるほどのものではない。日銀が今後とも「金融政策の正常化」をしたいのであれば、現状の低金利状態が長期間継続するとの期待が定着すれば、将来的に経済・物価を不安定化させるリスクが高い、という「第 2 の柱」を利上げ判断のベースとしていくべきであろう。異論はあるものの、そういう面からの「金融政策の正常化」については、80 年代後半の日本のバブル期、最近の米国住宅バブルなどを考慮すれば、説得力はないわけではない。

ただし、繰り返しになるが、最優先課題はなかなか克服できないデフレ脱却であり、そのためには低金利状態を継続することで民間セクターの期待インフレ率を高めるような努力をすべきであろう。

