

1月20日の日銀政策決定会合

発表日：1月20日(金)

～量的緩和解除に一步近づく～

(No. B-16)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

1月20日の政策決定会合では、金融経済月報の物価の先行きについて「プラス基調」と書き改められた。展望レポートの中間評価に関しても、「幾分上振れて推移する」としている。いよいよ量的緩和解除の3条件の1番目をクリアさせ、解除条件の検証段階に入った。景気判断を上方修正させて、残りの2つを視野に入れて動き出したようだ。

3条件のクリアーを目指す

1月20日の政策決定会合では、基本的見解において、物価の先行きについて、「プラス基調になっていくと予想される」と、前回12月の「若干のプラスに転じていくと予想される」から見方を上方修正させた。

日銀は量的緩和解除の3条件として、

- ① 直近公表の消費者物価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要
- ② 消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要。具体的には、政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要である (具体的には数か月均して見て確認する)。
- ③ こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると総合判断

の3つを挙げている。

すでに消費者物価は12月末にプラスに転化(11月のデータ、前年比+0.1%)している。条件①はクリアーするためには、基調的な動きとしてゼロ%以上であることが必要だ。今回の月報では、さらに「先行きプラス基調になっていく」と宣言した点は、条件①がクリアーされることが視野に入ってきたことを宣言するものだ。

そうすると、次に、日銀は条件②が達成されることを目指すだろう。消費者物価のプラス幅については、前年比0.3%程度ののりしろが必要であり、かつ、それが数か月続くことが必要だという見方が多い。今後のスケジュールをみると、2005年度内には、消費者物価の発表が2005年12月、2006年1・2月と3回分ある(図表)。2006年4

月までに4か月の消費者物価プラスのデータが発表されることになる。おそらく、日銀は、この4か月で“数か月均して再びマイナスに後戻りしない”と判断し、条件②をクリアーしに動くであろう(消費者物価3月分のデータは4月下旬)。

(図表) 今後のスケジュール

1月27日	消費者物価12月分発表	
2月9日		日銀政策決定会合
3月3日	消費者物価1月分発表	
3月9日		日銀政策決定会合
3月31日	消費者物価2月分発表	
4月11日		日銀政策決定会合
4月28日		決定会合・展望レポート
4月下旬	消費者物価3月分発表	
5月19日		日銀政策決定会合
5月下旬	消費者物価4月分発表	
6月15日		日銀政策決定会合
6月下旬	消費者物価5月分発表	

総合判断への布石

そうすると、景気情勢に対する見方を加えて、条件③の総合判断が重要さを増す。その点、今回は基本的見解のヘッドラインを「景気は着実に回復を続けている」（前回は、景気は回復を続けている）に上方修正した。その根拠は、「生産も増加の動きが明確になってきている」という点である。「着実に」という言葉を使うことはバブル崩壊以来で初めてだと言われる。

また、今回1月決定会合で行われた展望レポートに関する中間評価では、「『経済・物価情勢の見通し』に比べて幾分上振れて推移する」と予想を上回ったことも記されている。具体的には「内外需がともに着実な増加を続ける」というのが上方修正の理由である。なお、展望レポートでの2005年度実質GDP見通しは中央値が+2.2%であったが、実質GDPの前年比は2000年度基準改定もあって上方修正(+0.2%ポイント程度)されるとみられる。日銀は、この改定のほか、自律的拡大の作用が強まることを背景に、見通しを上回ると言っているのだろう。

一方、消費者物価については、さすがに「概ね『見通し』に沿って推移する」と穏当なトーンを踏襲した。すでに2006年度で大勢の見通しで+0.4~+0.6%（中央値+0.5%）という強気の数字を示しているのに、今さら上方修正しなくとも量的緩和解除のハードルとして十分ということなのだろう。

量的緩和解除へ着手する目処は4月

今回の決定会合では、3条件の達成を念頭に置きながら、量的緩和解除のイメージが話し合われたようだ。従来、量的緩和解除政策の枠組み変更後のことについては、「今のところオープンである」としてきた。それが、今回の決定会合後の記者会見では、引き続き「全くオープン」という言葉を繰り返しつつも、「枠組み変更後は極めて低い金利水準を経て次第に経済物価情勢に見合った金利水準に調整していく」と語っている。現時点では、解除時点を極めて低い金利＝ゼロ金利だとは言い切れない。2005年10月に展望レポートを発表した直後の記者会見では、「所要準備額を上回る当座預金残高が削減され、その終着点は少なくともゼロ金利そのものだと認識しているが、そのゼロ金利が瞬間的に終わるのか、ある期間続くのか、あるいはその後の金利水準はどの程度となるのかについては、全くオープンだ」（10月31日）と語っていた。解除時点を「極めて低い金利」（例えばゼロ金利）にしても、その期間は経済環境の変化に対応させて動かしていくというのが福井総裁の意図だろう。

また、インフレ・ターゲットもしくはインフレ参照値を導入するかについては、「期待の安定化方向に役立てるように実施する」という発言する一方で、「金融政策運営は透明性と十分なフレキシビリティの両方が欠かせない」とし、「特定の縛りを受ける政策は必ず害が出る」とインフレターゲットへのアレルギーを示した。日銀はすでに消費者物価のコミットメントに束縛されているので、今以上に物価指標に束縛される政策は採用しない方針に変わりはない。

今後、量的緩和解除への着手、すなわち当座預金目標のレンジの引き下げが今年4月（11日あるいは28日）になりそうだと考えられる。すでに、小泉首相も、自分の任期中にデフレ脱却をしたい意向を示しており、そのことも日銀の自信につながっているだろう。一方、年初のメガバンク合併のあとも、手形オペなどへの応札が活発であり、インターバンクで札割れが頻発するようではないのだが、日銀としては緩和解除に動けるときに動くという方向なのだろう。

なお、最近の株価の乱高下については、「足元では前月を上回る水準となっている」、「株価は基調的に特に心配していない」とコメントするに止まっていた。不安感を鎮めるためにこれ以上のリップサービスは不要ということなのだろう。今のところ、株価下落のショックは一段落しているというのが日銀の判断であると考えられる。