

## 量的緩和解除 曖昧な数値基準と裁量主義復活へ

～先行きの金融政策は日銀が裁量的に進める～

発表日：3月9日(木)

(No. B-21)

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

日銀は量的緩和解除に踏み切る代わりに、新しい枠組みということで中長期的な物価上昇率を示した。政策委員の物価安定の見方は、消費者物価が0～2%というレンジである。各マーケットは、この措置を緩和継続として捉えているが、つぶさに観察すると、日銀は利上げをあきらめた訳ではない。彼らがプリエンプティブ・アプローチと呼ぶ先読み戦略を止め、今後の消費者物価に応じた裁量的な政策運営に切り替えたということであろう。

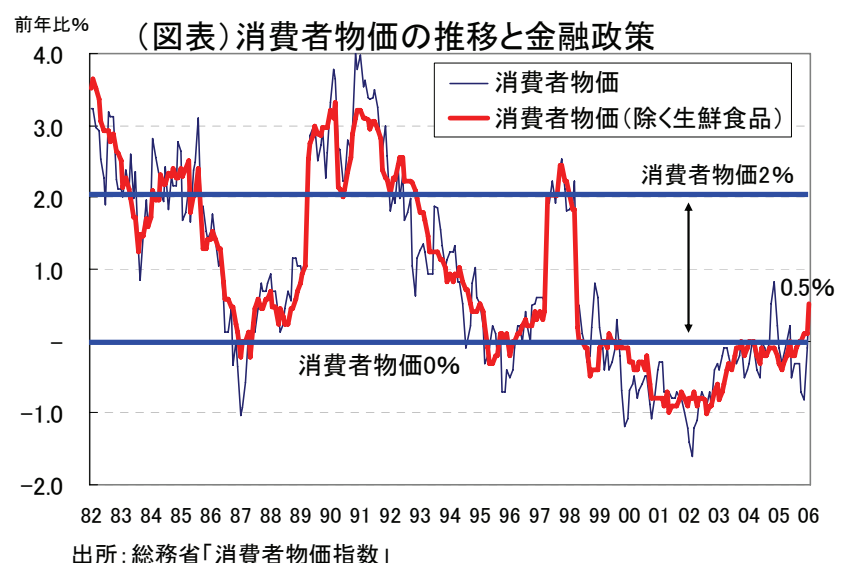
### 中期的な物価安定と新しいトリガー

量的緩和の解除が決定され、同時に新しい目安が示された。新しい目安とは、金融政策の方針決定について「先行き1年から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たどっているかという観点から点検する」という方式だ。この方式には、「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」という留保事項が付いている点が注目だ。「具体的には、例えば、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検が考えられる」と、ほとんど意味不明の言葉が並んでいるが、意識すれば、物価見通しによらずとも、バブル発生の芽のようなものがあれば、金融引き締めを発動するというトリガーを付しているであろう。

日銀が数値基準を示すかどうかという点は、極めて重要な論点になっていたが、今回、日銀が数値基準を明示したことで、金融引き締め観測は急速に後退している。福井総裁によれば、これはインフレ参照値ではないそうである。しかしながら、多くの人々は、数値基準自体が日銀の利上げに歯止めをかける要因になりそうだという点で金融緩和継続とみている。もっと深読みすれば、量的緩和解除を巡る政府関係者との駆け引きの中で、日銀はかなり妥協したという見方が成り立つ。今後、日銀が利上げをしようとしても、なかなかできないだろうという観測が想起されるので、金融引き締め観測は後退することになる。

### 裁量主義の中で不透明感が増す

もっとも、今後の日銀が今回示した数値基準に基づき、利上げをしないかということ、必ずしもそういう訳ではない。中期的な物価安定の数値が、消費者物価0～2%の範囲を示しているが、範囲では広すぎて、ザルのような目の荒さだ(図表)。レンジの0～2%の下限は0%であり、すでに消費者物価の前年比0.5%ではその範囲内に入っている。日銀が、今の物価上昇率と、先行き1～2年を見通した物価上昇率の間で、そのような政策運



営をしていくのかは明確には見えない。

日銀の公表した文章には、「先行きの金融政策運営としては、無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間を経た後、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行うことになる」と、短期金利引き上げを否定しないスタンスが確認されている。ここにも留保条件として、「この場合、(中略)物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」とあるが、この物価上昇圧力をどう判断するのか、極めて低い金利がゼロなのかという点是不確定である。

結局、「期待の安定化のため」とは言っても、数値基準を前提にどう運営していくかが見えなくなった分、先行き見通しは不安定化している。バブル封じのトリガーにしても、バブル想起の判断を具体的にどうするのか見えない。数値基準は示したものの、それを使った政策運営は、日銀の裁量にゆだねられるという意味で、事実上、裁量主義が復活するとみた方がよい。先々、消費者物価が前年比0.5~1.0%の近辺で変化したときに日銀がゼロ金利目標を動かしてくるような対応を採れば、期待は不安定化するリスクもある。実のところ、福井総裁がどういう政策運営を目指すのかという点は曖昧になり、日銀の判断が今までよりも重くなるだろうと考えられる。

## 政治と日銀との距離

政府は緩和解除を日銀が決めたにも拘わらず、議決延期請求権を出してこなかった。むしろ、政府は、数値を記した中長期な物価について満足している様子である。政府は、日銀が先々の金利調節のビジョンを隠したことで、日銀が引き締め姿勢を撤回したと理解している。福井総裁自身も、「解除を押し切った気持ちはない」という同調姿勢をみている。

しかし、今回の新しい枠組みの中には、今後、消費者物価が上がってくれば、その時点で日銀が利上げに動くことができる理由付けがいくつも忍び込まされている。つまり、日銀が利上げに向けた強気姿勢を表向きは撤回させてはいるが、消費者物価が上昇してくればそれに応じて利上げ姿勢を強めるだろう。修正されたのは日銀のプリエンプティブ・アプローチであって、利上げの方針を転換した訳ではない。

今回、政府・政治の反応が寛容になったのは、日銀が強気の姿勢を曖昧にしたからに過ぎない。一方、日銀は消費者物価が2006年1月のように前年比プラス幅が跳ね上がれば、具体的な行動に出てくるだろう。新しい枠組みで煙幕を張った分、政治からのプレッシャーをかわし、実際は、姿勢を変化させながら機動的に利上げに動いてくる可能性がある。

(参考)量的緩和解除後の枠組みの整理

1.金融調節方針:ゼロ金利政策

「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、概ねゼロ%で推移するよう促す」

2.日銀当座預金の扱い:数ヶ月を目処として、所要準備額に向けて削減していく。

3.今後の方針:経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行う。物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い。

4.物価・経済の点検:次の2つの「柱」にする。

政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率(「中長期的な物価安定の理解」)を示す(今後原則としてほぼ1年ごとに)。

——消費者物価指数の前年比で表現すると、0~2%程度。委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分布。

第1の柱:先行き1年から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たどっているかの点検。

第2の柱: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。具体的には、例えば、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検。