

量的緩和解除はどのように決められたか

発表日：4月6日(水)

～日銀政策決定会合議事要旨（2006年3月9日）～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生(5221-5223)

3月9日の政策決定議事要旨では、量的緩和解除に伴って、「中長期的な物価安定の理解」を数値で示すことが、対外的説明のために必要だとされる。しかし、総論から各論の議論に入った途端に、「中長期的な物価安定の理解」が政策運営の縛りにならないような意見が続出した。日銀にとって、数値基準の導入は、政治的配慮に基づいた苦汁の決断だったのだろう。

対外的説明の必要

量的緩和解除が決定された3月9日の議事要旨が発表された。政策変更は、中原委員以外8名（除く福間委員）の賛成で決まった。この議事要旨で最も注目されるのは、何と云って「中長期的な物価安定の理解」が数値で示されたことである。急遽、0～2%という具体的な数値が導入されたのは如何なる議論に基づいていたのだろうか。

その点、議事要旨では、

「(多くの委員は) 対外的説明を行っていくためには、新しい枠組みが必要ではないかとの認識を示した」とされている。日銀は、説明責任を重視して、物価安定の理解を発表したということである。

だが、その後の議論が各論に踏み込むと、その途端に多くの審議委員が慎重なスタンスに変わる。

「一人の委員は、対外的に示す数値の位置付けについて、日本銀行という組織として一本化されたインフレ目標値や参照値、物価安定の数値的定義ではなく、各政策委員が、金融政策運営の判断に際し念頭に置く、物価安定の数値的な理解であることを共有できなければ、数値の公表には賛成できないと述べた。同委員は、こうした位置付けに誤解が生じると、金融政策運営の透明性の観点でも逆効果であると指摘した」

この総括的な発言は、福井総裁だと考えて間違いなからう。福井総裁は、数値基準は公表するものの、政策運営に縛りのあるような使われ方をされるのは困ると釘を刺している。説明責任を高めるために数字を示すが、位置付けを間違えると「逆効果」になると矛盾を指摘している。

結局、数値基準は、量的緩和解除を果たすための日銀の妥協であろう。対外的説明の内実は、政府などへの説明の必要であり、それを受け入れる代わりに、政策運営の縛りにならないように配慮を加えようとしているのである。まさしく、当時の日銀にとっては苦渋の選択だったことを物語る。

なお、この点に関して元審議委員の植田和男東大教授は、次のように説明していた。

「0～2%は、各委員が個人的に書き記したものを並べたものである。メンバーが交代すれば、レンジも変わる。組織決定の数字ではないし、目先のハードル・インフレ率でもない。曖昧だが、うまくできている」（4月14日の日経センターでの講演会）。

0～2%のレンジがどう決まったか

物価安定の理解が政策運営の縛りにならないということを全審議委員が確認した上で、議論は、次のように数値の目処をどう考えるかという論点に移っていった。

複数の委員「バイアスの存在や物価の継続的下落に陥らないための『のりしろ』を踏まえると、2%よりは低くとも、1%よりは高いくらいが適当である」

何人かの委員「国民が物価の安定と考える物価上昇率がかなり低くなっている可能性を踏まえた上で、バイアスの存在や『のりしろ』の必要性も勘案すると、1%程度を挟んだ範囲で考えるべきである」

別の何人かの委員「わが国のインフレ率は過去数十年間低く、国民が物価の安定と感じる水準も低いとみられることは重要であり、1%を下回る水準である程度の幅をもって考えるべきである」。「平均的な国民が物価安定と考える状態に対応する消費者物価上昇率は、指数のバイアスや国民の消費パターン分布を勘案すると、1%より若干低いレベルを中心とする範囲になる」。「名目賃金の下方硬直性の低下等から必要な『のりしろ』は縮小しており、中心値は0%に近いプラスと考えられる」

議事要旨では、議論の中で8名^注の審議委員が3つの異なる意見が分かれたことを示している。まず、掲示した「複数の委員」は、1~2%を念頭に置く、岩田副総裁と中原委員であろう。次に、1%程度を念頭に置く「何人かの委員」は、強気の水野委員、西村委員など3名であろう。そして、1%を下回ると考えている「別の何人かの委員」は、福井総裁、須田委員など3名であろう。具体的な数字を巡っても、委員の間で相違があることがわかる。

注：なお、福間委員は、体調不良で欠席し、数値基準については書面により意見が提出されたので議論には加わっていない。

量的緩和解除後の運営

今後の金融政策を考える上で、議事要旨には示唆的な発言がある。

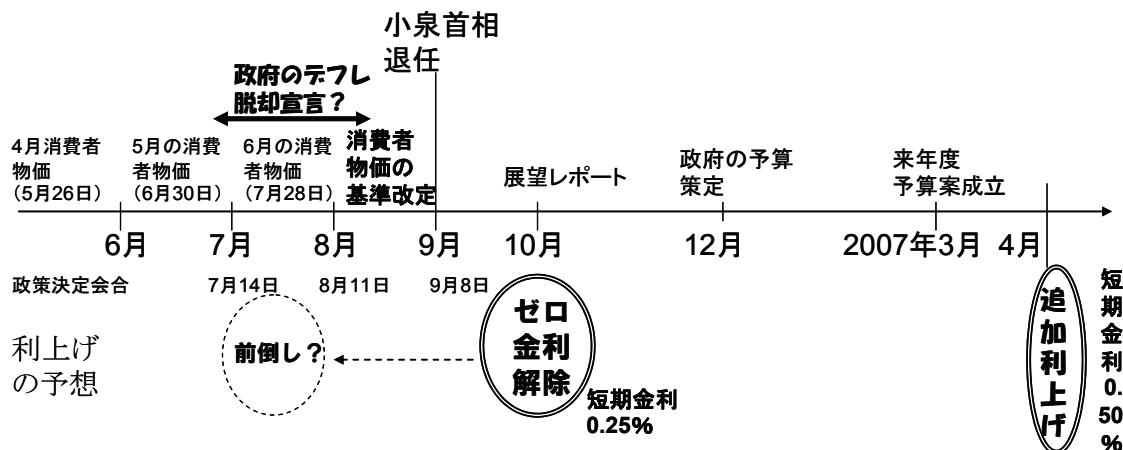
「無担保コールレートは、基本的にゼロ%近辺で推移することが多いと考えられるが、短期金融市場の機能が十分に回復するまでの間は、決済の集中など何らかの理由で資金需給が逼迫する場合などに、摩擦的に金利が幾分上昇する可能性もある」

日銀は、当座預金残高の引き下げに際して、無担保コールレートがボラタイルする混乱を望んではおらず、市場機能が復活するまでは警戒感をもってしていると考えられる。その意味で、当座預金が法定準備の近辺まで引き下がってからどうなるか、その後の金融調節がうまく金利コントロールできるか、などの見極めをしてからゼロ金利解除に臨むと考えられる。

現在、ゼロ金利解除の目処に関しては、7月説と10月説が並んでいる(図表)。7月説は、小泉総理の任期中、それもデフレ脱却宣言がありそうな夏場に重ねてくるというイベント重視の見方だ。筆者は、7月解除の可能性は小さくはないが、現時点で、それをメインシナリオにするのは、やや強引なように感じる。当座預金目標を法定準備の近辺まで落とせるのが6月辺りだとして、7月を解除のタイミングとするのはやや早い。消費者物価が4月に診療報酬等の要因で下がった後、5月の消費者物価が発表されるのが6月30日である。7月14日の決定会合はその直後である。

今のところ、10月解除の生起確率を70%にしておいて、7月解除は30%くらいに考えておく、シナリオの方が無難だと考える。

(図表) 予想される金融政策のスケジュール



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。2

日銀が3月解除を選んだ理由

振り返ると、量的緩和解除のタイミングについては、昨年来の見方は、4月上旬、下旬のいずれかだというのが有力だった。しかし、2月9日の総裁記者会見で「次回会合（3月9日）以降（政策判断が）より重要になっていくと考えている」と政策変更を示唆し、日銀は3月解除にアクセルを吹かせた。解除までの経緯は、かなりトリッキーな動きであった。

その点、議事要旨では、2006年1月の消費者物価（除く生鮮食品）が前年比0.5%になったこと（3月3日発表）を見定めて、「『約束』の条件は満たされた」として、解除に踏み切ったとある。中原審議委員と思われる人物が、「少し時間をかけて分析すべきである」としたのに対し、「1、2ヶ月待ったとしても、『約束』の条件の充足について、新たな判断材料が加わるとは考え難い」、「『約束』の条件が満たされたと判断される以上、早期に金利を操作目標とする政策に移行することが適当」と突っぱねていた。

先行きの物価動向に関しては、「大方の委員は、毎月の計数は、多少の振れも見込まれるが、物価環境の改善を前提とすれば、消費者物価指数の前年比はプラス基調が定着していくと判断できる」としている。日銀はこの判断を基本的に緩和解除のコミットメントが成立したと判断したのである。

ところが、なぜ3月解除だったかという疑問は、今回の議事要旨でははっきりわからない。

筆者のうがった見方に基づけば、3月解除はその後のゼロ金利解除を早期に行う上で、早めのシナリオが政治的圧力を突破できるかどうかを試したのではないか。日銀は3月解除を腹案としながらも、マーケットが自己実現的にそれを織り込みに行ったので、結果的に3月解除で着地した。政治的圧力は後手に回り、日銀は先手を取った。その作戦が奏功し、日銀の予想外に早いシナリオが貫徹された。日銀にとって、直前に数値基準を盛り込むことを決めたのは、交渉上の「切り身」だったにしても、最終的には裁量主義の復活を成功させたということであろう。