

# 「正常化」志向のメッセージとなった政策金利引上げ － 2月21日の金融市場調節方針の変更－

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

## 【要 旨】

2007年2月21日、日本銀行は、政策金利の誘導目標を0.25%から0.5%に引き上げた。量的緩和政策の解除から11か月目、ゼロ金利政策解除から7か月目にあたる。今次の政策金利引上げは、個人消費や物価など先行きの不確実性が強い中、06年12月と07年1月の金利据置き判断を経てからの決定となった。

利上げの理由について、日銀は、「新たな金融政策の枠組み」に基づいて、フォワード・ルッキングの観点から、先行きは緩やかな拡大を続ける蓋然性が高いこと（第1の柱）、金利水準が経済・物価実勢に見合わないという将来の資金配分の歪みを生じかねないこと（第2の柱）を挙げている。しかし、①足元の指標を確認しながらの政策判断はバックワード・ルッキング型である点、②物価が目先ゼロ近傍で推移する見通しの中、利上げをしたことは、「物価安定の理解」と整合的でない点、③利上げに際して「展望レポート」のシナリオを実質的に下方修正した点など必ずしも理解が得られていない。結局、新たな金融政策の枠組みについて日銀の裁量範囲の広さが再確認されたことから、市場との認識ギャップが広がり、予見性を高めるという期待通りの効果は上がっていない。その一方、足元の実質2%成長に対して0.25～0.5%の政策金利水準は相対的に非常に低いという認識にも言及があったことで、日銀の金利「正常化」志向を強く印象付け、今後、緩やかながらも淡々と利上げが行われるというメッセージが市場に伝わった格好となった。

今後は、金融政策運営の予見性を高めるため、今回、市場との溝が生じた「新たな金融政策の枠組み」を再点検する必要がある。また、いまだ物価上昇基調にない我が国経済において下振れリスクによるデフレ再燃の可能性を勘案し、今後の利上げ判断に際しては下振れリスクの慎重な検証が求められる。

## 1. はじめに

2007年2月21日、日本銀行は、政策委員会・金融政策決定会合において、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）（以下「コールレート」）の誘導目標について、これまでの0.25%から0.5%に引き上げることを決定した<sup>1,2</sup>。量的緩和政策が解除された06年3月からは11か月目、ゼロ金利政策が解除

<sup>1</sup> 同時に、補完貸付制度における基準貸付利率（従来の「公定歩合」に相当）についても、これまでの0.4%から0.75%に引き上げられた。なお、月額1.2兆円の長期国債買切オペについては当面継続することとした。

<sup>2</sup> 3月20日の政策決定会合では、現状維持（コールレートの誘導目標0.5%程度）が決定された。

された06年7月からは7か月目に当たる。金融政策目標がコールレートに戻ってから、概ね半年のテンポで金融引締めが行われていることになる。今次の政策金利引上げは、個人消費や物価など先行きの不確実性が強い中で、06年12月と07年1月の金利据置き判断を経てからの決定となった。そこで、本稿では、今次の政策金利引上げについて、日銀が今後の金融政策運営の道標としている「新たな金融政策運営の枠組み」に基づく視点から、論点を整理することとしたい。

## 2. 日銀の政策金利引上げの理由

### 2-1. 「新たな金融政策運営の枠組み」の確認<sup>3</sup>

「新たな金融政策運営の枠組み」について再度確認する。この枠組みは、06年3月の量的緩和政策解除の際、時間軸効果が剥落する<sup>4</sup>ことで日銀の先行きの金融政策運営が不透明になるのではという不安に対して、その予見性を高める目的で導入されたものである。その具体的な内容は、

- I. 各政策委員が中期的に安定的と考える物価水準<sup>5</sup>を念頭に、
- II. 「2つの『柱』」<sup>6</sup>に基づく経済・物価情勢の点検を行い、
- III. 「当面の金融政策運営の考え方」を整理し「展望レポート」<sup>7</sup>に公表する

というものである。特に、実際の政策判断にあたっては、足元の経済指標の変動だけにとらわれず、先行きを見据えて行っていくとしている。こうした金融政策運営は「フォワード・ルッキング・アプローチ」と呼ばれる。

こうしたことから、「展望レポート」を判断軸に、フォワード・ルッキングの

---

<sup>3</sup> 「新たな金融政策の枠組み」について、詳しくは、拙稿「海凶なき航海に乗り出した金融政策」（『経済のプリズム第21号』（平成18年4月））を参照。

<sup>4</sup> 時間軸効果とは、量的緩和政策導入に際して行った「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続ける」との約束（コミットメント）によって、デフレが続く間は短期金利がゼロ近辺で推移するとの予想が市場で生まれ、中長期金利の低下を促すと考えられている効果のこと。量的緩和政策の解除の際には、ゼロ金利政策の解除条件についての明確なコミットメントは出されなかった。

<sup>5</sup> これを「中長期的な物価安定の理解」と日銀は呼んでいる。1年ごとに見直しが行われることとなっている。現在は、消費者物価指数でみて「0%～2%であり、1%を中心値として分散」（「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」（06年3月9日））としている。

<sup>6</sup> 「2つの『柱』」は次のとおりである。

第1の柱：先行き1～2年の最も蓋然性の高い見通しが物価安定のもとで持続的な成長の経路を辿っているかの点検を行う

第2の柱：発生の可能性が小さくても発生すれば大きな影響を与える可能性のあるリスク要因についての点検を行う

<sup>7</sup> 正式には「経済・物価情勢の展望」。毎年4月、10月に政策決定会合の議を経て公表される。

考え方を念頭に置きながら、毎月公表される「金融経済月報」<sup>8</sup>や足元の経済指標を丹念に点検することで、市場において今後の金融政策運営の方向性のある程度は予見できると考えられてきた。

## 2-2. 日銀の政策金利上げの理由

今次の利上げの理由は、図表1のとおりである。日銀は、「新たな金融政策の枠組み」に基づいて、フォワード・ルッキングの観点から判断したとしている。

「3.」が「第1の柱」からの点検に、「4.」が「第2の柱」からの点検に相当する。つまり、第1の柱では、懸念されていた下振れリスク（海外経済の減速、個人消費の落ち込み）は小さいもしくは一時的であり、「展望レポート」の基本シナリオに沿って、先行きは緩やかな拡大を続ける蓋然性が高いこと、第2の柱で、こうした状況下で、金利水準が経済・物価実勢に見合わないならば将来の資金配分の歪みを生じかねないことを挙げている。

図表1 金融市場調節方針の変更について（抄）

1～2.（略）

3.（略）日本経済の先行きを展望すると、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、緩やかな拡大を続ける蓋然性が高いと判断した。すなわち、米国経済など海外経済についての不透明感は和らいでいる。そのもとの、企業収益の好調と設備投資の増加が続くとみられる。個人消費については、昨年夏場の落ち込みは一時的であり、緩やかな増加基調にあると判断される。

物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）は、小幅の前年比プラスとなっており、原油価格の動向などによっては目先ゼロ近傍で推移する可能性がある。もっとも、より長い目で消費者物価の動きを見通すと、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており、今後も景気拡大が続くと考えられることから、基調として上昇していくと考えられる。

4. 経済・物価情勢の改善が展望できることから、現在の政策金利水準を維持した場合、金融政策面からの刺激効果は次第に強まっていくと考えられる。このような状況のもとで、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある。日本銀行としては、2つの「柱」による点検を踏まえた上で、経済・物価が今後とも望ましい経路を辿っていくためには、この際金利水準の調整を行うことが適当と判断した。この措置の後、極めて緩和的な金融環境は維持され、中長期的に、物価安定を確保し持続的な成長を実現していくことに貢献するものと考えている。

5. 先行きの金融政策運営については、引き続き、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。

（出所）日本銀行「金融市場調節方針の変更について」（2007年2月21日）

<sup>8</sup> 足元の経済・物価情勢について分析した日銀の公表資料（毎月公表）であり、金融政策決定

### 3. 不透明感が残る利上げの理由

こうした日銀の利上げ判断の理由については、必ずしも市場での理解が得られていない。そうした理由をまとめると、概ね次の3点が挙げられる。

#### ①バックワード・ルッキング型の政策運営

06年12月と07年1月の決定会合では、個人消費や消費者物価指数の指標に弱さが見られるとして政策金利を据え置き、今回、07年2月15日に公表された10-12月期GDP速報（1次速報）における個人消費の堅調さを確認して、金利引上げを決めた一連のプロセス<sup>9</sup>は、日銀の目指すフォワード・ルッキング型ではなく、経済指標を確認しながらのバックワード・ルッキング（後追い）型であるというものである<sup>10</sup>。特に、12月以降に発表された指標は、GDPにおける個人消費の高い伸び<sup>11</sup>を除けば、物価、消費、賃金を中心にほぼ横ばい（むしろ低調との見方が多い）であり、フォワード・ルッキング型であるならば、利上げの決定は今回ではなく12月もしくは1月に行われているべき（逆に、12月と1月に見送ったならば今回も見送るべき）だったとする意見は少なくない。

#### ②物価が目先ゼロ近傍で推移する見通しの中での利上げ判断と「物価安定の理解」との整合性の問題

消費者物価指数（除く生鮮食料）が足元の原油価格下落の影響によって目先ゼロ近傍（横ばい）で推移する可能性があることを日銀は十分認識しながらも利上げを決定した。ゼロ水準は、現在の「物価安定の理解」の範囲（0～2%）の下限であるが、商品市況動向次第では再びマイナスに落ち込む可能性が否定できない危険領域である<sup>12</sup>。さらに、賃金の伸びが抑制されているなど構造的に物価上昇圧力が働きにくい経済環境を勘案すれば、足元の「物価安定の理解」

---

会合において、当面の金融調節方針を決定する際の基礎資料として使用される。

<sup>9</sup> 「展望レポート」から利上げ判断までの「金融経済月報」における日銀の経済・物価情勢の評価の推移について、本稿末の付表にまとめた。

<sup>10</sup> バックワード・ルッキング的な視点から金利据置を判断した12月及び1月の政策決定会合から、足元の指標に大きな改善が見られない中、今次、一転して、利上げを判断したことが、フォワード・ルッキング型に回帰したとする見方もある。この点で、日銀の政策判断スタンスが固まっていないと見ることもできる。

<sup>11</sup> 10-12月期GDP速報（1次速報）において個人消費の前期比伸び率が高くなったのは、7-9月期に大きく落ち込んだ反動であり、均してみると横ばいであるとする見方が多い。詳しくは、竹田智哉「2006年10～12月期GDP速報（1次速報）の概要」（『経済のプリズム第37号』（平成19年3月））参照。また、今期の個人消費の伸びが高くなることは、事前に想定できる範囲であったと言われている。

<sup>12</sup> 民間エコノミストの中には、これから夏場にかけて、前年比マイナスに転じるとの見方も根強いとされる（日経金融新聞2007.2.27）。

で示されるような、物価が安定的な状態とは言えないのではないかというものである<sup>13</sup>。インフレ懸念がなく目先物価が低下する可能性が十分ある状況下での金利引上げは、従来の金融政策においては見られない状況である。

### ③利上げに際して「展望レポート」のシナリオを実質的に下方修正

日銀は、今次の利上げ判断について、「展望レポート」で示してきた「企業部門から家計部門に波及し、息の長い経済拡大を続ける」というシナリオ<sup>14</sup>に確信が持てたためとしている。しかし、足元の指標からは、本格的な家計への波及は確認できず、先行きも賃金が上昇しにくい状態が続くという見方が強いなど「展望レポート」のシナリオよりも実際は下振れているとの見方が市場でのコンセンサスとなっている。日銀も、こうした個人消費について「それほど強い予想を持っているわけではない」「極めて緩やかな増加基調ということが精一杯」（07年2月21日総裁記者会見）と、「賃金上昇がいずれは明確になる」「個人消費は着実な増加を続ける」（注：傍点筆者）という「展望レポート」（06年10月）のシナリオを解釈によって実質的に下方修正してしまっている。しかし、市場では、「展望レポート」のシナリオを軸に金融政策運営の先行きを予見しているのであり、政策ルール的前提条件たるシナリオに変更が加えられたのならば、その時点でその旨を明確化する必要があるのはいうまでもないだろう。

このように、今次の政策金利引上げにおいては、「新たな金融政策の枠組み」に示された日銀の政策判断プロセスを念頭に足元の経済指標等を確認しながら金融政策の先行きを予想してきた市場と、本節に掲げた3つの根拠によって政策金利引上げ判断をした日銀との間には、先行きの政策運営に関して、大きな認識ギャップが生じたことは否めないだろう。このため、今次の利上げ判断の理由については必ずしも市場から理解を得られてはおらず、「日銀は説明責任を果たしていない」、「先行きの政策運営が不透明になった」という評価がされている<sup>15</sup>。

そもそも、新たな金融政策の枠組みは、市場の思惑などによって金利が乱高下するなど市場が混乱に陥ることがないように金融政策運営の予見性を高めるこ

---

<sup>13</sup> なお、今次の利上げで唯一反対した岩田副総裁は、物価の先行き見通しの不確実性により強い力点を置いていたとされる（07年2月21日総裁記者会見）。

<sup>14</sup> 詳しくは、拙稿「前回踏襲で強気が際立った日銀展望レポート」（『経済のプリズム第32号』（平成18年12月）参照。

<sup>15</sup> なお、西村（2007）では、日銀政策委員の立場から、今次の日銀の利上げ判断の理由について整理して説明をしている。

とを目的として導入されたものである。日銀は「展望レポート」や新たな経済指標を間に挟んで「市場との対話」を重ねながら政策運営を行っていきとてきた。しかし、実際は、今次の利上げ判断をみる限り、「新たな金融政策の枠組み」における日銀の裁量範囲の広さが改めて確認されたことから、金融政策運営の予見性を高めるという期待どおりの効果は上がっていないといえるだろう。

#### 4. 金利水準「正常化」のメッセージ

こうした日銀の説明責任が問われる中、今後の金融政策運営を予見する上で注目される発言があった。足元の実質2%成長に対して、「やはり0.25%とか0.5%という金利水準は、相対的に非常に低い」（07年2月21日総裁記者会見）という日銀総裁の認識である。この発言は、日銀の金利水準の「正常化」志向を強く印象付ける結果となった。市場では、緩やかながらも淡々と利上げが行われるというメッセージとして伝わったとされる。実際に、これまでの利上げテンポ等を踏まえて、年度内にはあと2回の追加利上げがある（次回は秋、次々回は1-3月期中）というのが市場コンセンサスとなっているとされる<sup>16</sup>。

この金利「正常」水準については、日銀からは示されていないが、一つの目安となるものに、テイラー・ルールがある。テイラー・ルールは、足元のインフレ率や実体経済の強さが望ましい水準からどの程度乖離しているかに応じて、政策金利を景気中立的な水準からどの程度上下させるかを示す金融政策ルールの一つである<sup>17</sup>。これは、次式(\*)によって表される。

$$\begin{aligned} \text{政策金利} &= \text{均衡実質金利} + \text{目標インフレ率} \\ &+ \alpha \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) \quad \dots (*) \\ &+ \beta \times \text{需給ギャップ} \end{aligned}$$

現在の経済・物価情勢等について、式(\*)に単純に代入する<sup>18</sup>と、図表2のおりとなる<sup>19</sup>。

<sup>16</sup> 日本経済新聞（07.3.19）など

<sup>17</sup> 小田・永幡（2005）。

<sup>18</sup> 諸条件は次のとおりとした。

均衡実質金利：一般的に概ね経済の潜在成長率が用いられていることから、日本銀行が推計する潜在成長率（1%台後半）を勘案して、1.8%とする。

インフレ率：足元の消費者物価指数を勘案して、0%とする。

需給ギャップ：推計方法によって異なるため幅をもって解釈する必要があることから、日本銀行、内閣府、深尾ほか(2007)を勘案して、0%～1%とする。

$\alpha$ 、 $\beta$ ：オリジナルのテイラー・ルールに則り、 $\alpha = 1.5$ 、 $\beta = 0.5$ とする。

<sup>19</sup> なお、テイラー・ルールは、あくまで経験則に基づくものでしかないこと、諸条件の与え方

図表2 政策金利の「適正」水準（テイラー・ルールによる簡易計算）

目標インフレ率 「物価安定の理解」	政策金利水準	条件				
		均衡実質金利 (潜在成長率)	インフレ率 (消費者物価指数)	需給ギャップ	$\alpha$	$\beta$
2%	0.8% ~ 1.3%	1.8%	0%	0% ~ 1%	1.5	0.5
1%	1.3% ~ 1.8%					
0%	1.8% ~ 2.3%					

この結果は、あくまでテイラー・ルールを用いた簡易計算であるが、このルールに基づく、現在の経済状況における金利の「適正」水準は、図表2の「政策金利水準」の列（シャド一部分）に上げられる数値（0.8%~2.3%）となった。目標インフレ率をどの程度の水準に据えるのかによって、金利の「適正」水準が変わってくるのがわかる。日銀は、明確な物価ターゲットを示していないため、日銀の考える金利の目標水準は確定できないが、現在の金利水準が「極めて低い」と見るか否かについては、目標とする物価の取り方によって判断が分かれるところであろう。

## 5. 今後の金融政策運営の求められるもの

以上のように、今次の政策金利引上げにおいて、日銀が「新たな金融政策の枠組み」に沿ってその是非を判断したことについては、十分な理解が得られなかった。しかし、0.5%の金利では、まだ経済にそれほど大きな影響を与えるとは考えられていないことや、日銀の金利水準「正常化」のメッセージ（による金利引上げのテンポ予想）が逆説的に予見性を高めたこと等から、市場が混乱することはなかった。

しかしながら、日銀当座預金残高は、量的緩和政策の時期に30~32兆円で推移していたが、ゼロ金利政策解除から徐々に減少し、足元では8兆円を挟んで推移している。さらに、短期金融市場の正常化とともに、必要準備額とされる水準（郵貯含む6兆円程度）近傍に戻りつつあるとされ<sup>20</sup>、今後、市場は金利に対してさらに敏感に反応するようになることが予想される。このため、先行きの金融政策運営の予見性を高めることがますます求められてこよう。今回、市場との溝が生じてしまった「新たな金融政策の枠組み」については、導入から1年経過したのを機に今一度再点検する必要があるのではないだろうか。

---

次第で結果が変わること、諸条件は経済状況で変化すること等から、幅をもって解釈しなければならないことは言うまでもない。

<sup>20</sup> 日銀当座預金残高は、07年3月7日に5.88兆円となり、一時的ではあるが量的緩和政策の下で当預残高の目標額が6兆円程度となった01年9月以前の水準まで減少している。

また、今次の利上げ判断では、経済や物価情勢の下振れリスクについての評価が十分に行われているとはいえない。我が国経済は、いまだ本格的な物価上昇基調にはなく、この状況下で円レート急騰などの下振れリスクが顕在化した場合、再びデフレに陥る可能性は無視できない<sup>21</sup>。これまでのデフレの経験から、デフレからの脱却に対して金融政策の効果は限定的であり、何よりもデフレに陥らせないことが必要であることを学んだ。金利水準の「正常化」を優先するあまり、再びデフレに陥ることがあってはならない。今後の利上げ判断に際しては、下振れリスクの慎重な検証が必要であることは言うまでもないだろう。

#### 【参考文献】

- 上野泰也「説明責任を軽視した2月追加利上げ」「追加利上げと総裁会見でわかったこと」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2007年2月21日、22日
- 小田信之、永幡崇「金融政策ルールと中央銀行の政策運営」『日銀レビュー』日本銀行、2005年8月
- 加藤出「日銀、オーバーナイト金利を0.5%に引上げ」『週刊金融財政事情2007.3.5号』金融財政事情研究会、2007年3月
- 木内登英「金利据置リスクを重視 足りなかった「市場との対話」」『週刊エコノミスト2007.3.6号』毎日新聞社、2007年3月
- 草場洋方「金融政策決定会合(2/20,21)の評価と当面の政策金利見通し」『みずほマーケットインサイド』みずほ総合研究所、2007年2月21日
- 熊野政晴「置き去りにされた個人消費」『東洋経済統計2007.4』東洋経済新報社、2007年3月
- 熊野英生「利上げを決めた2月の決定会合」『BOJ Watching』第一生命経済研究所、2007年2月21日
- 白石誠司「日銀追加利上げ決断、総裁会見(2/21)」『BOJウォッチング No.263』大和証券SMB C、2007年2月22日
- 西村清彦「構造変化・不確実成果の金融政策 先を読み、慎重な対応必要」『経済教室』(日本経済新聞、2007年3月13日)
- 深尾光洋、乾智里、平田英明、大久保淳一、石崎努「日本経済のダウンサイドリスク」『金融研究報告16 日本経済のダウンサイドリスクーデフレ再燃と円高』日本経済研究センター、2007年3月
- 矢嶋康次「金融政策・市場の動き」『Weekly エコノミスト・レター2007.3.2号』ニッセイ基礎研究所、2007年3月2日

(内線 3295)

---

<sup>21</sup> 深尾ほか(2007)では、需給ギャップからみるとまだデフレ払拭とはいえないこと、現在の円安基調は円高に転じるリスクをはらんでいる旨の分析を行っている。

