

# 海凶なき航海に乗り出した金融政策

## —量的緩和政策解除後の金融政策運営—

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

### 1. はじめに

2006年3月9日、日本銀行政策委員会・政策決定会合において、約5年間続けてきた量的緩和政策を解除することが決定された。つまり、日本銀行当座預金（以下「日銀当座預金」という。）の量を目標とする量的緩和政策という非伝統的な金融政策から、短期金利<sup>1</sup>をターゲットとする通常の金融政策に戻ることになったのである。これと同時に、後述するように今後の金融政策の透明性を高めるため、日銀は「物価の安定」の明確化、政策運営における「2つの『柱』」に基づく経済・物価情勢の点検といった、新たな金融政策の枠組みを導入することとした。

量的緩和政策の解除後、しばらくの間は、超過準備預金<sup>2</sup>の残存やゼロ金利政策によって、短期金利は概ねゼロ%で推移するものとされているが、その先のゼロ金利解除の時期や金融政策運営の姿勢等については、必ずしも不透明感が払拭されているとはいえない。

そこで、本稿では、今回の量的緩和政策の解除（いわゆる「出口政策」）と新たに導入された金融政策運営の枠組みを通して、今後の金融政策について概観する。

### 2. 予想よりも早かった量的緩和政策の解除

量的緩和政策の解除は、民間シンクタンク等の大方の見方（2006年4-6月期の早い時期）よりも1か月以上も早い、3月9日というタイミングで行われた。日銀は、量的緩和政策の解除の理由として、あくまで解除条件<sup>3</sup>が満たされたか

---

<sup>1</sup> 日銀は、目標とする短期金利として、金融機関の取引市場である短期金融市場（コール市場）において決定される「無担保コールレート（オーバーナイト物）」を対象としている。本稿では断りのない限り、「短期金利」はこの金利を指すこととする。

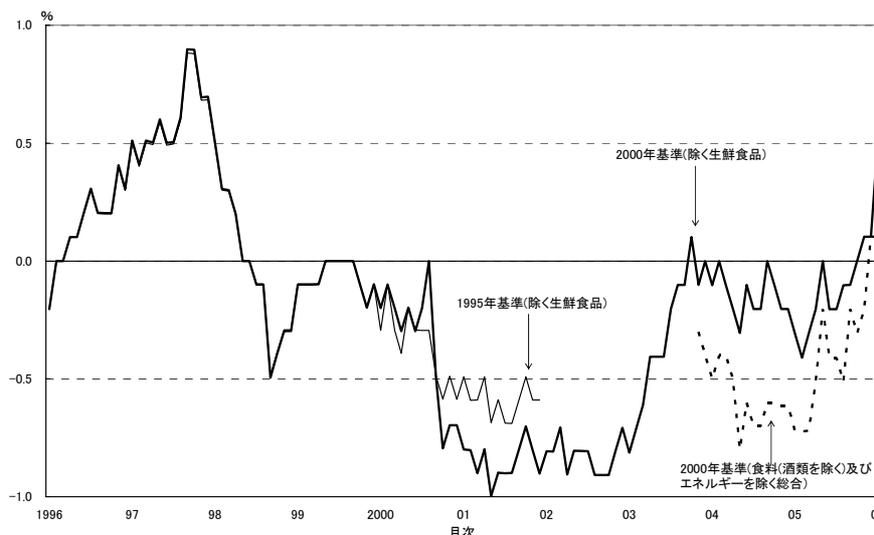
<sup>2</sup> 超過準備預金＝日銀当座預金－法定準備預金。なお、法定準備預金には郵便貯金を含む。

<sup>3</sup> 量的緩和政策の解除条件は次のとおりである（03年10月10日政策決定会合決定）。

- 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である（具体的には数か月均してみて確認する）。
- 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

らとしている。つまり、消費者物価指数伸び率がプラスに転じ（条件①）、先行きもプラス基調が見込まれ（条件②）、輸出・設備投資の増加、個人消費の底堅さから息の長い回復が続くと予想される（条件③）とし、量的緩和政策解除の「約束」は満たされたと判断したとしている。

図表 1 消費者物価指数の推移（前年比）



（注1）97年4月の消費税率改正の影響を除去した。  
 （注2）「2000年基準（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合）」は総務省試算値。  
 （出所）総務省「消費者物価指数月報」

これに関しては、数値上「約束」は満たされたのであるから量的緩和政策の解除は当然であり、解除しなかった場合には日銀に対する信認の問題が生じるとする意見がある。しかし、消費者物価指数の伸び率は、ようやくプラスが緒につき始めたところであり（図表1）、消費者物価指数が本質的に抱えるデフレ下における上方バイアス性<sup>4</sup>、景気の下振れによるデフレへの再突入の可能性など、消費者物価指数伸び率の下落の可能性が残っており、今後、消費者物価指

である。この点は、「展望レポート」（脚注12参照）における記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていくこととする。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。

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判断する場合も考えられる。

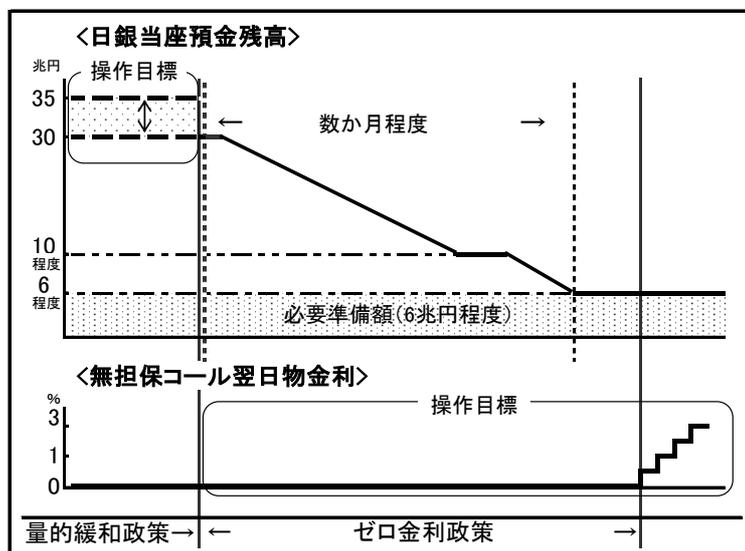
<sup>4</sup> 消費者物価指数は、基準時点の財・サービスのバスケットを購入し続けると仮定（基準を固定）して物価変動を捉えるものである。このため、相対価格の変動や新製品の登場などに伴う消費者行動の変化を的確に反映することが難しく、基準時点から離れるに従って実態から乖離する傾向がある。例えば、IT財のように価格下落が継続する場合には、次第にその価格下落の影響が物価全体に対して過少にしか反映されなくなる。なお、白塚[2005]では、最近は、こ

数伸び率が再びマイナスになるような事態が生じた場合には、日銀の信認はかえって大きく低下することが懸念される。今回の量的緩和政策の解除は、中央銀行が金融政策を運営していく上で最も大切な市場からの「信認」を担保として、新たな金融政策運営へと船出することになったといえるだろう。物価情勢については今後も引き続き注視していく必要がある。

### 3. しばらくは「宣言」にすぎない量的緩和政策の解除

日銀は、量的緩和政策の解除の方法（出口政策）として、はじめに無担保コールレートをゼロにするという金利政策に移行してから、その後、数か月かけて当座預金残高を減らすという、いわば「金利政策先行型」の方法を採用したことになる<sup>5</sup>。しかし、操作目標を当座預金残高から短期金利に変更しても、現在のように20兆円近くの超過準備預金を抱えたままの状態<sup>6</sup>では、実際上、日銀はコールレートを誘導することは難しいと考えられている<sup>7</sup>。このことから、今回の量的緩和政策の解除の決定は「解除宣言」をしたにすぎないといえよう。

図表2 当座預金残高の削減イメージ



(出所) 各種資料をもとに作成

日銀は、今後、当座預金残高の削減を順次行い、実態上でも金利誘導政策が行える水準、つまり法定準備額（郵貯の必要準備額を含めて約6兆円）まで、量的緩和政策時の残高30兆円余から、およそ24兆円分の削減を行わなければな

の上方バイアスは縮小方向にあるとしている。

<sup>5</sup> 解除の方法については、別の方法も想定されていた。それは、当座預金残高目標を徐々に引き下げていき、余剰な資金を吸収した上で量的緩和解除を宣言し、金利政策に移行するいわば「当座預金残高引下げ型」である。この方法は、市場の混乱を避けるため、当座預金残高の引上げ時と同じように、引下げに際しても、残高の効果・影響を議論しながら徐々に削減していくべきだという意味では説得力を持っている。しかし、漸次的な残高削減の方法では量的緩和政策を解除するまでに時間を要してしまうという難点があった。

<sup>6</sup> 量的緩和解除から約1か月経った4月10日現在の日銀当座預金残高は約25.7兆円である。

<sup>7</sup> そもそも各金融機関に超過準備預金などの余剰資金があると、資金繰りの過不足を調整するという必要性が生じないことから、銀行間の資金過不足の調整の場であるコール市場で金利を払ってまで取引を行おうとしないためである。

らないことになる（図表2）<sup>8</sup>。

#### 4. かつてのゼロ金利政策とは異なる今回のゼロ金利政策

日銀は、ゼロ金利政策への移行にあたって、量的緩和政策の解除が金融引締めととられないよう、量的緩和政策とゼロ金利政策の両者の政策効果の継続性を度重ねて強調してきた。つまり、量的緩和政策の経済・物価に対する効果<sup>9</sup>は、現在、短期金利がゼロであることによる効果が中心となっているため、ゼロ金利政策へ移行しても非連続的な変化が生じるものではないというものである。実際、今回の政策変更にあっても、市場においては金利が急上昇するなどといった大きな混乱はなく、日銀の取組みは功を奏したといえよう。また、一般的にも、今回の量的緩和政策の解除は、ゼロ金利政策の実現に必要な以上の流動性供給を止め、普通のゼロ金利政策に戻るだけにとらえられている。しかし、これは必ずしも正しいとはいえないだろう。そこで、量的緩和政策とゼロ金利政策の相違とともに、過去のゼロ金利政策とも比較を行った（図表3）。

量的緩和政策からゼロ金利政策の変更によって、操作目標が当座預金残高からコールレートになったが、その際、ゼロ金利政策の解除条件は示されなかった。量的緩和政策では、消費者物価指数伸び率がプラスになるまでと明示していた解除条件が、ゼロ金利政策では触れられることはなかったのである。解除条件は、「時間軸効果」の要である。時間軸効果は、金利がゼロに張りつき、これ以上の引下げが行えない中での政策として導入されたものであり、解除条件を約束（コミットメント）することによって、条件が満たされる間は短期金利がゼロ近辺で推移するとの予想を市場に生じさせ、中長期金利の低下を促し、さらなる金融緩和政策の効果を強めようとするものであった。つまり、今回の政策変更は、量から金利への変更だけではなく、この時間軸政策をも止めたものであり<sup>10</sup>、単にゼロ近辺へ金利誘導するだけの政策に変えたのである。

---

<sup>8</sup> 日銀は、この超過準備預金の削減方法に関してもコミットメントしている。具体的には、残高削減に際しては、数か月の期間をかけて行うこと、コール市場など短期金融市場の状況を十分に点検しながら行うこと、短期オペレーションで対応することなどとしている。そして、特に、長期金利に関しては、当面、これまでの措置（月額1.2兆円の長期国債の買切りオペ）を継続することで長期金利の急騰リスクに配慮している。

<sup>9</sup> 量的緩和政策についてはいくつかの効果が期待されていた。こうした期待どおりの効果が存在したのかについて、これから本格的な検証がされていくことになるが、現段階では否定的な意見が多い。

<sup>10</sup> 時間軸効果はゼロ金利下においてもさらなる緩和効果を出すために導入された、いわば「将来の金融緩和政策の前借り」政策であり、この時間軸政策を解除するときには、理論的には既に十分なプラスの金利がついていることが自然な姿であり、時間軸政策までも停止したことについて疑問視する見方もある（植田[2006]）。

図表3 量的緩和政策とゼロ金利政策の相違

	量的緩和政策		ゼロ金利政策 (量的緩和政策の解除)		(参考) 前回のゼロ金利政策	
	量的緩和政策	量的緩和政策	ゼロ金利政策 (量的緩和政策の解除)	ゼロ金利政策	量的緩和政策	解除後の政策
導入期	2001年3月19日～ (約5年)	2006年3月9日～ (約5年)	2006年3月9日～	1999年2月12日～ 2000年8月11日 (約1年6か月)		
操作目標	日銀当座預金残高		無担保コールレート (オーバーナイト物)	無担保コールレート (オーバーナイト物)		
金融調節方針	当初5兆円 → 30～35兆円		概ね0%で推移	概ね0%で推移		0.25%前後→0.15%前後
解除の条件等	消費者物価指数の前年比上年率が 安定的にゼロ%以上になるまで		—	デフレ懸念の払拭が展望できる情 勢になるまで		—
その他			金融政策運営の新たな枠組みの導入 1、「物価の安定」の明確化 2、2つの「柱」に基づく経済・物価情勢の点検 ①1～2年の経済・物価情勢の点検 ②リスク要因の点検 3、当面の政策運営に対する考え方の「展望 レポート」への公表			○「物価の安定」の考え方の公表 (2000年10月13日)  ○「展望レポート」の導入 (2000年10月13日)
公定歩合	0.25%→0.1%		0.1%	0.5%		0.5%→0.25%
長期国債買入オペ	当初月額4000億円→1.2兆円		月額1.2兆円[当面継続]	月額4000億円		月額4000億円
その他 (主なオペレーション)	補充貸付制度の借入期間等の特例		補充貸付制度の借入期間等の特例 [当面継続]			補充貸付制度導入(2001年3月)
	手形全店買入オペ導入					
	資産担保証券買入導入					
	国債補充供給制度導入					
短期金利の一層の低下	○		○	○		—
潤沢な資金供給 (流動性不安の回避)	○		—	—		—
時間軸効果	○		—	○		—

(出所) 各種資料をもとに作成

これは、1999年2月に導入された前回のゼロ金利政策とも大いに異なる点である。前回のゼロ金利政策も、その解除条件として「デフレ懸念が払拭される情勢になるため」という時間軸効果が明示されており<sup>11</sup>、それがゼロ金利政策の効果の一つでもあった。つまり、今回のゼロ金利政策は、前回のゼロ金利政策と全く同じものとはいえないのである。

ただし、時間軸政策が停止させられたといっても、現在は、先述のとおり20兆円近くの超過準備額の存在が金利の重石になっており、金利が上昇しにくい状態である。さらに、日銀もこの超過額について、数か月の期間をかけて減らしていくと明言していることから、緩やかではあるが時間軸効果はしばらくは残存しているものと考えられる。しかし、この猶予的な効果は次第に剥離していくものであり、それに伴って市場では本格的な金融引締めを念頭においた反応が生じることが予想される。その際、金利の乱高下など市場が混乱に陥らないようにするためには、将来の金融政策運営の予見性を高めることがますます必要となるだろう。その鍵を握るのが、量的緩和政策の解除と同時に発表された「金融政策運営の新たな枠組み」である。

## 5. 世界においても「新たな」金融政策運営の枠組み

時間軸効果の剥離とともに、それに替わる金融政策運営の目安（ベンチマーク）が必要となる。今回導入された新たな枠組みは、政策運営のベンチマークとして、政策の機動性、透明性を確保し、将来の金融政策運営の予見性を高める役割を与えられた。

新たな枠組みの大略は（図表4）、

- I、まず、各政策委員が中長期的に物価が安定していると理解する水準を目安として示し（「中長期的な物価安定の理解」（以下「物価安定の理解」という。）、
- II、次のステップとして、この物価安定の目安を念頭におきながら、経済・物価情勢を「2つの『柱』」（①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、②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はどうか）に基づいて点検し、
- III、その上で、「当面の金融政策運営の考え方」（以下「考え方」という。）を整理し、展望レポート<sup>12</sup>に公表する

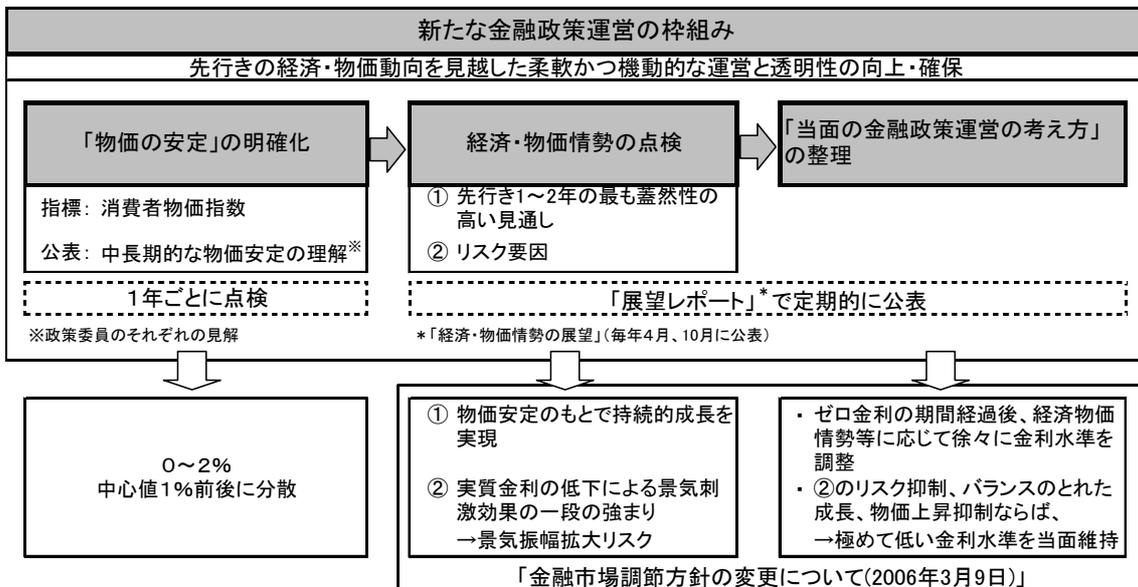
<sup>11</sup> ただし、「デフレ懸念の払拭」とは、どのような状況を指すのかあいまいさが残っていた。

<sup>12</sup> 「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。

というものである。この枠組みの導入で、少なくとも今後の金融政策運営がどのように決められるかというプロセスが示された点で評価する声がある。

しかし、この枠組みは、各国の金融政策で既に採用されている「インフレターゲット」<sup>13</sup>（英国、カナダ、オーストラリアなど）でも「インフレ参照値」<sup>14</sup>（欧州中央銀行）でも「市場へのメッセージによって政策運営の方向性を示すアメリカ型」<sup>15</sup>でもないとされている。つまり、日本のみならず、世界においても「新たな」枠組みであり、その成果は未知数である。この新たな枠組みが、中央銀行の新たなスキームとして定着できるか否かは、「物価安定の理解」や「考え方」をどこまで明示する（できる）のか、さらには、それをどのように実際の金融政策運営で実現するのか、にかかっているだろう。

図表4 新しい政策運営の枠組み（イメージ）



(出所) 日本銀行「新たな金融政策運営の枠組みの導入について(2006年3月9日)」「金融市場調節方針の変更について(2006年3月9日)」等をもとに作成

<sup>13</sup> インフレターゲットとは、物価上昇率の目標圏を設定し、そこへ物価上昇を誘導するようにオペを実行する金融政策の枠組みのこと。目標には達成期限、免責条項、未達成時の説明責任なども同時に設定される。この制度により金融政策の透明性が高まり、的確なタイミングで政策実行が可能になり、さらに、日銀と市場との対話も円滑になることで、市場の期待形成が安定化すると考えられている。

<sup>14</sup> インフレ参照値とは、広義的にはインフレターゲットの一種であるが、一般的にインフレターゲットと比較して達成期限や説明責任の定めがない、もしくは緩いものを指す金融政策の枠組みとしてとらえられている。

<sup>15</sup> アメリカにおいては、公式にインフレ目標を公表せず、物価安定に対するコミットメントについて直接市場と対話し、そのコミットメントと整合的な行動をとるようオペを行っている。

## 6. 新たな枠組みにおいても中心となる「総合判断」

4月の展望レポートに先だって、今回の政策変更に当たり、新たな枠組みに基づいて「物価安定の理解」と「考え方」が公表された。

### 〔中長期的な物価安定の理解〕

中長期的な物価安定として、政策委員のそれぞれの見方は「消費者物価指数の前年比」で「0～2%程度」、「中心値は1%前後で分散」であることが示された。日銀は『「物価の安定」についての考え方』（2000年10月）の中で「特定の数値で表すことは困難」としていたが、今回、極めて範囲が広いながらも明示したことは一歩前進と受け止められている。ただし、これには、いくつか問題が指摘されている。本稿では次の二点をとりあげる。

第一は、物価がゼロの状態と2%の状態における経済状況は全く違うというものである。ゼロ%は消費者物価指数の上方バイアス（日銀は小さいとはいいながらも存在は認めている）からすれば、まだデフレの状態である一方、2%ではすでに超過需要が生じており、金融引締めに入ってもよい状態である。今回は、こうした正反対の世界が同列に並んでおり、今後1年ごとの点検においては、整合的な物価水準に修正していく必要がある。

第二は、この目安は、あくまで各政策委員の見解を示したものであって、「数値目標ではない」、「参照値でもない」、「中長期的な目安であって短期的な政策を縛るものではない」としていることである。このように、「物価の安定」の数値を公表したものの、その数値自体の在り方があいまいとなってしまったため、市場が日銀の意図と反する動きをするリスクや、金利引締めが必要な局面で適正な金利水準まで引き上げられないリスクを内包したことは否めない。

### 〔当面の金融政策運営の考え方〕

量的緩和解除にあたって、展望レポートでの公表を前倒しする形で、この「考え方」が示された（図表4）。これによると、ゼロ金利政策の後も、物価安定のもとでしばらくは極めて低金利の状態が継続されることが示された。その一方で、仮に景気振幅拡大リスク——インフレ昂進リスク、資産バブル発生リスクなど——が顕在化した場合には、「物価安定の理解」の範囲内にあっても、金融の引締めを行うとした。ただし、こうした急激なインフレの芽がある場合に、金融を引き締めることは、金融政策においては当然のことであり、問題はこうしたリスクをどう判断するのかという基準である。今回の「考え方」では、こうしたリスクが抑制された状態を、「バランスのとれた持続的な成長過程」にあって「物価の上昇圧力が抑制された状態」という抽象的・包括的な表現にとどまっている。

このように、今後も金融政策の決定にあたっては、最終的には、経済・物価情勢等を総合的に判断していくことが維持されたといえよう。総合判断は、中央銀行にとっては政策運営の機動性を維持していくためにも重要と考えられるが、総合判断という名の下に政策判断の根拠をあいまいにしてはならないだろう。今後の「考え方」の公表においては、できる限り具体的な表現が求められるとともに、実際の政策決定においても「考え方」に則して、その判断理由を明確に伝えていくことが重要となってこよう。

## 7. 「はじめて」迎える本格的な金利上昇局面

このように、今回導入された金融政策の「新たな枠組み」は、日本でも世界でも初めての経験であり、まさに手探りで行われていくことになる。日銀が金融調節の方針を公定歩合操作<sup>16</sup>から、コールレートの誘導に変更したのは1998年9月であり金利緩和局面における出来事であった<sup>17</sup>。コールレートに変更してから、金利引上げのはじめて経験となった2000年8月のゼロ金利政策の解除は、海外経済の不況という下振れ要因も重なって、成功はしなかった。日銀は、ゼロ金利政策の解除、そして、はじめて迎える本格的な金利上昇局面に対しては「新たな枠組み」で対応する。この新たな枠組みの効果は未知数であり、まさに海図なき航海に乗り出していくものといえるだろう。金融政策の予見性を高め、日銀の最終目標たる物価の安定に向けて、金融政策の透明性と機動性をどう両立させていくのか、ますます日銀の手腕が求められることになるろう。

### 【参考文献】

植田和男『ゼロ金利との闘いー日銀の金融政策を総括するー』日本経済新聞社、2005年12月

植田和男「政策変更の地ならし進む ゼロ金利下の政策を問う1」『経済教室』日本経済新聞、2006年3月16日

白塚重典「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」日銀レビュー・シリーズ、日本銀行、2005年11月

中小企業金融公庫総合研究所「量的緩和政策解除後の金融政策の見方・読み方」(No. 69 調査レポート No. 17-12)、2006年3月

(内線3295)

---

<sup>16</sup> 公定歩合引上げは金融引締めを開始を、公定歩合の引下げは金融緩和の開始を告げるものとされていた。例えば、景気過熱の時は、はじめに公定歩合を引き上げ、それによってコールレート等の各種金利が上昇し、ひいては企業の投資行動や家計の消費抑制が図られてきた。

<sup>17</sup> 実際は、1995年7月以降、短期金融市場金利「低め誘導」によってコールレートが公定歩合を下回る水準に維持されるようになってから、金融機関の日銀借入のインセンティブがなくなっている。