

量的緩和政策解除後の短期金利について

量的緩和政策の解除

量的緩和政策は2006年5月前後に解除されるとの見方が有力となっている。日本銀行は、量的緩和政策を変更する可能性が「2006年度にかけて高まっていく」（2005年12月8日、福井総裁の懇談会挨拶）と表明し、解除時期を明確には言及していないが、懇談会後の記者会見で、福井総裁は、2006年「1～3月中に量的緩和政策の解除の時期が来ると言う趣旨でお話を申し上げたつもりはない」と述べ、解除が第1四半期にはないことを示唆した。

量的緩和政策の解除時期に関する予想は日本銀行が明らかにしている解除3要件をもとにたてられている。それによると、量的緩和政策を解除するのは、消費者物価指数（生鮮食品を除く）の前年比上昇率が、（i）数か月平均して、ゼロ%以上になること、（ii）その後もゼロ%を超えると見込まれること、という2要件が達成されたときである。ただし、（iii）消費者物価指数（生鮮食品を除く）がゼロを超えても経済全般からみて解除が不適當なとき、解除は行わない。

消費者物価指数（生鮮食品を除く）は2005年10月ゼロ%、11月0.1%を記録、民間調査機関の予測ではその後もゼロ%以上が続く。日本銀行も同じような見通しを示している：2006年「1～3月にかけては、消費者物価指数の前年比は、比較的はっきりしたプラスになる」、その後も、「潜在成長率を上回る成長が続くとみられることを踏まえると、消費者物価のプラス基調が定着する可能性が高い」（上述の挨拶）。

日本経済は今後も緩やかに拡大するだろうとみられているが、予期せざる経済環境の変化に対する抵抗力が回復しているか否かに関しては見方が分かれる。このため、量的緩和政策解除の可能性に言及した日本銀行の表明に対し賛否両論が起きている。

量的緩和政策が解除されると、福井総裁が、3つの「条件を満たした後は金融政策の操作目標は……出発点がゼロ%であっても金利になる」（2005年11月18日、金融政策決定会合後の記者会見）と断言しているように、金利を目標とする普通の金融政策に戻ることになる。

量的緩和政策：金利に代わり量为目标とする異例の政策

日本銀行は2001年3月、金融政策の目標を、金利から、金融機関が日本銀行に保有する当座預金という量に変更した。2004年1月以降は、当座預金の総額が、30兆円から35兆円の間になるように、金融機関から国債などを買い入れている。例えば、2005年12月1日、2日の両日で日本銀行は6兆円の資金を供給した。11月末は9月中間決算による法人税納付期日にあたる。この日、金融機関の当座預金の総額は34兆円であった。納付期日の2日後、金融機関の日銀当座預金から政府の日銀当座預金に金融機関が収納した税額に相当する金額が振り替えられる。日本銀行は目標割れを回避するため6兆円の資金を供給したわけである。結果として、12月2日の当座預金残高は31兆円に留まった。

30兆円から35兆円という当座預金は、銀行などが法律に基づき保有しなければならない日本銀行に対する預け金の最低額（法定準備預金額ないし所要準備額という）6兆円の5倍から6倍に相当する。金融機関が

無利子の日銀当座預金という形で大量の余裕金を保有しているため、金融機関同士の資金貸借の必要性は著しく低下している。金融機関同士の貸借で基本となる取引は、申し込み当日に融資を受け、翌日に返済する無担保の資金貸借（無担保コール・オーバーナイト物）である。大量の日銀当座預金が存在するもとの、無担保コール・オーバーナイト物の金利（以下、コールレートという）は、決算期末などを除き、0.001%（年率）とゼロ金利の状態にある。

量的緩和政策から金利政策へ

量的緩和政策が2001年3月に開始されるまでは、金融政策の目標はコールレートであった。日本銀行は量的緩和政策を解除しコールレートを目標とする政策に戻るとき、当座預金残高を減少させていくことになる。当座預金の総額が減少し、金融機関が保有する余裕金が減ると、資金不足の金融機関が資金余剰の金融機関から借り入れを行う必要性が高まり、コールレートが上昇する。当座預金残高の減少につれコールレートが不安定になる事態を回避するため、当座預金の総額を所要準備額まで削減する間、日本銀行はコールレートの誘導水準をゼロ金利とする政策を打ち出すとみられている。

福井総裁は、量的緩和政策解除後、正常な金融政策に戻るまでに、①「当座預金を所要準備に向けて削減する過程」、②「極めて低い金利水準を維持する過程」、③「経済・物価水準に見合った金利水準に調整していく過程」の3つの段階があることを明らかにしている。各段階の金利に関して、①の間は「所要準備を上回る当座預金の存在」のため「基本的にゼロ%」、②、③については「経済・物価情勢次第」と述べている（上述の挨拶）。

量的緩和政策解除後のゼロ金利の期間は、当座預金残高の減額が円滑に進むかどうかとともに景気や物価の情勢に左右されるが、当座預金残高を所要準備額まで削減するために半年程度かけるとすると、この間、物価上昇率を考慮した実質コールレートはマイナスとなり、超短期に関する限り、量的緩和政策時よりも低い金利となる。「極めて低い金利水準を維持する過程」は物価調整後の実質金利がゼロの期間とすると、コールレートは物価上昇率程度となる。以上のような見方をとると、当面のコールレート水準は次のようになる。

期 間	目標金利	想定金利	物価調整後の金利
量的緩和政策時	なし	(0.001%)	若干のプラス
2006年5月前後から2006年末	ゼロ金利	0.01%	若干のマイナス
2007年1月以降	極めて低い金利	0.25%	ゼロ

（日本経済研究所 研究主幹 松村 正俊）