

歴史は繰り返すか？ゼロ金利の再解除

発表日：6月15日(木)

～7月解除を急がない公算が高まる～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (5221-5223)

6月会合後の記者会見では、福井総裁はひとまず7月ゼロ金利解除モードを取り下げた。やはり、村上ファンド出資問題が響いている。よく考えると、2000年と2006年の金融情勢には類似する部分が多いが、金融政策もますます類似性を強めている。福井総裁が村上ファンドに出資したスキャンダルは、ちょうど2000年8月のゼロ金利解除の直前に、「そごうショック」に見舞われて、速水総裁が7月解除を断念したことと重なる。今回も7月解除の行方が怪しくなっているだけに、2000年の再現が起こるのではないかという見方は強まる。仮に、解除のタイミングが流れれば、次回会合の日付は8月11日でまさしく2000年解除と同じ日付になる。

7月解除説は後退

6月15日の金融政策決定会合後の記者会見では、「ゼロ金利解除の時期は、今後の経済・物価情勢次第」と語った。「当座預金削減のプロセスの終了とゼロ金利解除とは全く別」と断りつつも、「当座預金残高削減のプロセスはほぼ終息」としている。このメッセージは、一旦は7月解除説はかなり後退することになると理解できる。株価が落ち着き、景気が一段加速する情勢になるまでゼロ金利解除はしないということであろう。とはいえ、当座預金の削減を済ませ、トリガーには指がかかっている。当面の株価動向と7月3日の日銀短観の発表を見ながら、機動的にゼロ金利解除に臨むということであろう。

7月解除を後退させたのは、やはり福井総裁を巡る村上ファンドへの出資問題に対して道義的責任を釈明することと、ゼロ金利解除を切り離して進めるしかなくなったからだろう。筆者も出資問題と金融政策は全く別次元の問題だと考えるが、福井総裁にしてみれば、別の2つの問題を抱えて7月解除に向けた両面作戦はできないと考えているのだろう。「金融政策と村上ファンド問題は別」だからこそ、両方を同時に進められないという皮肉な結果である。

注：福井総裁は、1998年3月20日に接待疑惑の責任を取って副総裁を辞任した経験がある。そのときの記者会見で福井氏が「世間に迷い出る」と語った言葉は印象的だった。1999年の頃、接待疑惑で辞任した福井氏は人一倍スキャンダルに慎重に構えていたはずだ。

2000年と2006年の類似と相違

日銀が先行きを慎重に考えている大きな理由に、もうひとつ、金融市場を揺るがしている世界的な株価急落がある。これは、日米欧の同時引き締めが世界の過剰流動性を低下させはじめるという懸念から起こっている。すでに株価調整の深さは、昨年後半からの株価上昇幅が一気に失われるくらいに進んでいるが、未だ下げ止まりの目処は見えていない。

この点は、奇しくもITバブルが弾けた2000年に非常によく似ている。当時、世界的な金融引き締めが進行し、日銀もいよいよゼロ金利解除に向けた動きを本格化させていた時期であった。今考えると、2000年は景気の転換点であり、IT革命と称されたユーフォーリアが剥げ落ちる直前であり、世界的な金融引き締めが過度に効き過ぎた可能性がある。変調を感じ取ったFRBは2001年1月3日に電撃的な利下げに踏み切り、日銀の方は2001年2月のロンバート貸出導入を経て、2001年3月に量的緩和政策に移行していく。

現時点で、2000年の日銀の金融政策を振り返っておくことは非常に意味のあることだろう。歴史が繰り返すのか、そうならないのかは現時点では見えないところであるが、将来の不確実性に対処するために歴史に学んでおくことは重要だと考えられる。そこで、以下、少し過去の経緯を振り返りたい。

2000年は速水総裁に主導された

2000年のゼロ金利解除は、速水総裁に先導された。キックオフは、同年4月4日の衆議院大蔵委員会に出席した速水総裁が「消費マインドがどう変わっていくか、もう少しはっきりしたところでゼロ金利政策の解除を考えたい」と発言したことである。この発言は、現在ではフライングだと理解されているが、当時の速水総裁は4月の決定会合後の記者会見でも、4月4日の真意を問われ、「おっしゃるとおりである」と答えてしまう。4月の景況判断は、「わが国の景気は持ち直しの動きが明確化している」と上方修正されてはいたが、ゼロ金利解除の条件とされていた「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」というハードルを達成したとはみなされていない。速水発言の直後、山口副総裁や三木審議委員は火消し役に回り、解除の現実味を後退させている。

その後、解除観測が急速に浸透したのは6月になってからだ。6月7日には法人企業統計で全産業の経常利益が前年比38.7%となり、6月9日に発表された2000年1~3月のQEは前期比年率10.0%と大幅に増加し、過去2期連続のマイナスから水面上へ転じている。そうした景気拡大の下地が強まったところで、6月19日に従来は慎重派だと目されてきた山口副総裁が「解除に向けての潮は満ちつつある」（時事通信社のインタビュー）と答えたことが契機になり、9月以降に解除があるという見方が一気に7月解除へと動かされた。さらに7月4日に発表された日銀短観の業況判断DIが2年半ぶりにプラスに転じている。日銀が「ダム論」という議論を展開し、企業収益として溜まった購買力が家計所得・消費に回るというロジックを多用しはじめたのはこの頃だ。これで日銀サイドの地ならしは完了に近づく。「月内にゼロ金利解除の可能性」という観測記事が新聞の見出しに表れ、7月はゼロ金利解除が完全に秒読みという雰囲気になっていた。

そごうショックから解除へ

ゼロ金利解除は7月17日になるかどうか注目が集まったが、政治的に逆の動きが強まったのは7月からだった。経済閣僚の中では、堀屋経済相は解除に批判的で、宮沢蔵相は速水総裁の自主性を尊重する姿勢だった。7月17日を前にして宮沢蔵相から「総理の顔を立ててほしい」という電話が入ったと言われている（「ドキュメントゼロ金利解除」（軽部謙介著・岩波書店））。また、その直前の7月12日には大手百貨店そごうが民事再生法を申請し、金融市場に大きなショックを及ぼしたことも、日銀の判断を揺るがせた。本書によれば、当時は大蔵省と日銀は水面下で激しいやり取りをしていて、武藤現副総裁は事務次官として日銀に解除を思いとどまる側に居たとされる。日銀は、7月17日の決定会合では、そごうショックを前面に立てながら、

「『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢』に至りつつあるというのが委員会の大勢の判断であった。しかし、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。最近のいわゆる「そごう問題」については、市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要性があることが、留意点として指摘された」とされた。

日銀にすれば、政府の意向もあって7月17日は延期したのだから8月11日は是非とも解除に動きたいと意を決したと言われている。その後、日銀は8月11日に政府の議決延期請求権を否決してゼロ金利解除に踏み切ったという経緯だ。

先を読み切れなかった理由

ここまでのエピソードを踏まえて、ゼロ金利解除の際に日銀が何を間違えたのかを考えてみたい。まず言えるのは、景況判断が2000年秋に暗転した状況を先読みできなかったことがある。2000年10月の月報では、早くも「米国経済で減速の兆しが窺える」という判断の修正を迫られた。ここは拙速さを免れられない。基本的見解では、2000年7月の段階から、景気は「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ」、今後も緩やかな回復が続くと予防線を張っていたが、そうした留保条件は何の意味もない。フォワード・ルッキングを標榜する金融政策が、解除後2か月で景況判断を

迫られたことが最大の敗因だろう。

二番目の敗因は、速水総裁に終始引っ張られた解除だったことだ。4月に速水総裁がフライングして5～7月は相次いで景況指標が好転したことが、速水総裁の先行を許したとも言える。この期間に、速水総裁と他の審議委員、執行部との駆け引きを演じたことが組織的な判断力を曇らせ、景況判断で8月以降に後手に回る素地をつくった。

第三に、政治との駆け引きも問題である。本来、金融政策の判断は、景気情勢に関する正しい現状認識に依拠するべきであり、政治的な説得はそれに従う関係にある。日銀の独立性にこだわる速水総裁は、政治的圧力を敵だと見間違えた可能性はある。

今後のゼロ金利解除の展望

翻って、今、再びゼロ金利解除に臨もうとする日銀は、当面の株価動向を見極めようとするだろう。そして、6月末のFOMCと日本の消費者物価、さらに7月3日の日銀短観といったイベントに注目する。筆者は、7月14日の解除の可能性は遠のき、8月11日の方が生起確率が高まったとみているが、事態はまだ流動的である。

<参考文献>

「ドキュメントゼロ金利解除」(軽部謙介著・岩波書店)

「縛られた金融政策」(藤井良広著・日本経済新聞)

「日銀は誰のものか」(中原伸之著・中央公論新社)