

ゼロ金利からの脱出を果たした金融政策

発表日：7月14日(金)

～2000年の再現はないという見方で全員一致～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生(5221-5223)

日銀がゼロ金利解除に踏み切った。誘導目標は0.25%で、公定歩合は0.40%である。福井総裁は会見で「ゆっくり進める」と言っているが、金融調節方針の説明文には「これまでの政策金利水準を維持し続けると、将来、経済・物価が大きく変動する可能性がある」としている。日銀の真意は、これまでの実質マイナス金利の状態を将来的には解消していきたいということであろう。過去の追加利上げのペースをみると、長くても半年以内に利上げをしているので、日銀はマイナス金利解消を目指して、2006年12月にも追加利上げをするとみられる。

景気過熱に配慮する日本銀行

日銀が7月解除を果たした。無担保コール翌日物の誘導目標は0.25%、ロンバート貸出のレートにもなる公定歩合は0.40%である(図表1)。誘導目標の票決は全員一致であったが、公定歩合は賛成6対反対3で票が割れた。福井総裁は、反対者3名は公定歩合を0.5%にした方がよいという意思で反対したと説明している。政府の中に、公定歩合を0.5%にすることをためらう意見があったとされるが、日銀執行部はそれに配慮したとも受け取られる。福井総裁らは、公定歩合の意義がロンバート貸出の適用レートに係わる程度であり実体的に重要な意味がない、と割り切って妥協のカードを切ったとも理解できる。

いずれにしても、これで日銀は悲願を達し、金利メカニズムの正常化に向けて、ゼロ金利状態から脱却を果たしたことになる。

潜在的インフレリスクを視野に入れ始めた

今回の政策変更にあたって特徴的なのは、「金融市場調節方針の変更について」の中は、ゼロ金利解除の意味を「これまで政策金利水準を維持し続けると、結果として、将来、経済・物価が大きく変動する可能性がある」と記述した点である。福井総裁の記者会見では、「連続利上げの意図はない」とか、「政策金利の調節はゆっくり進める」などと話しているが、その説明は「経済・物価が大きく変動する可能性がある」というリスクを背景にした利上げの説明とは温度差があるように感じる。

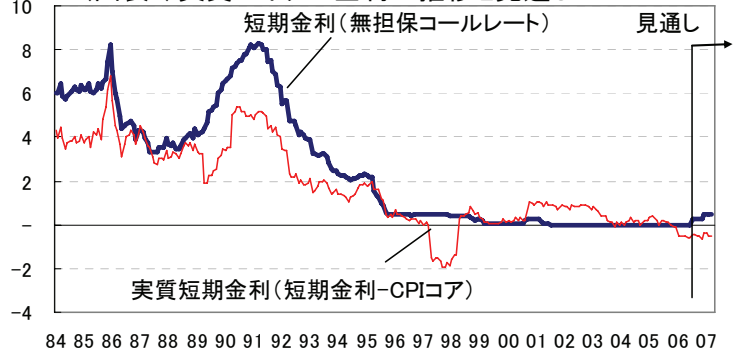
ゆっくりと利上げをするのなら、現状の金利水準は是正されないで、2つの説明は矛盾することになる。日銀が説明する「ゆっくり」とは、実体経済の変化のスピードに対してゆっくりという意味であり、間をおくという意味でのゆっくりとは違うと考えられる。

筆者は、今回を機に、日銀が潜在的なインフレリスクに軸足を置くスタンスに変更したと理解する。これまで日銀は短期金利水準が消費者物価の伸び率よりも下回る「実質マイナス金利」を維持しながら、ゆっくりと金融政策をし

(図表1) 短期金利の推移



(図表2) 実質マイナス金利の推移と見通し



注：日本銀行資料、総務省「消費者物価指数」より筆者が加工。

ているとしてきたと考えられる（図表 2）。しかし、金融調節方針の変更では、「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。この言葉の「この際」の部分には、従来のスタンスを切り替えた意図が隠れているように思える。今回の日銀の指摘が、将来的な景気過熱を生むリスクに備えるという意図だと読み替えるのならば、早晚、日銀は実質金利のマイナスを解消するレベルまでの利上げを狙ってくる。現状、消費者物価<除く生鮮食品>の伸び率は前年比 0.6%であるが、将来はそのときの物価上昇率に追いつくレベルの短期金利水準を目指すであろう（0.75%~1.00%の短期金利が目標か）。日銀としては、そうした状態であっても、歴史的にみて消費者物価の伸び率に見合う短期金利水準であれば、「極めて低い水準による緩和的な金融環境」と認識して、今までの説明と整合性を保ち続けられるのであろう。

設備投資主導のシナリオ

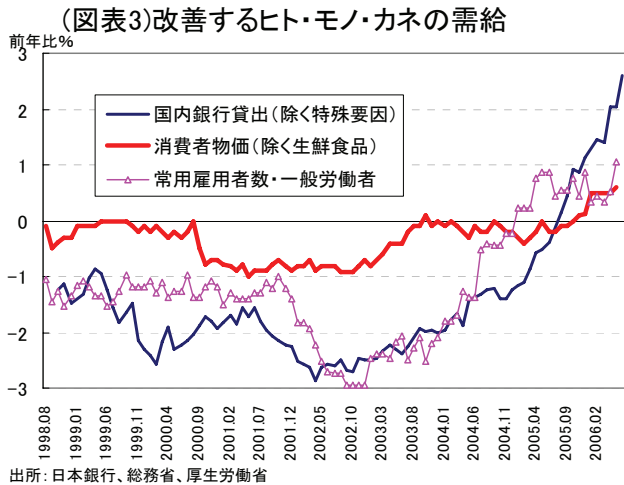
結局、日銀は、福井総裁のファンド出資問題、株価停滞、地政学的リスクといった諸リスクに取り巻かれているにもかかわらず、それらを振り切ったのゼロ金利解除に踏み切った。8月まで様子を見ることのメリットもあったはずだが、日銀はその選択肢を捨てた。日銀がことを急ぐのは、ファンダメンタルズに余程の自信があるのか、もしくは金融政策判断は独立していることのアピールを通じて面子を保とうとしたのか、いずれかの背景があろう。

日銀が景気に自信を深めているとすれば、日銀短観にみられる設備投資の強さが挙げられる。大企業では、キャッシュフローの実力以上に投資の伸びがみられる。中小企業・製造業の投資計画の上積みペースも速い。機械受注の代理店経由の伸びが目立つのも、中小企業の設備投資の強さを裏付けている。日銀のシナリオでイメージされていた貸金動向は想定よりも抑制的なのに比べて、設備投資の方が内需の牽引役になるという格好になりそうだ。

一方、2006 年後半から米国経済の減速、ハイテク循環の下降局面入りといった不安要因もある。この点、日銀は外需からのマイナス圧力よりも、内需による押し上げ効果が勝るとみたのだらう。2006 年の今の情勢は、ゼロ金利解除に失敗した 2000 年に極めて似ているが、今回の日銀の決定会合ではその点への議論が戦わされたうえで、2000 年のような日本経済の潜在的弱さはもはや解消したと判断したのであろう。総裁会見では、「2000 年に比べてショックに対する頑健性は増している」とし、「IT分野で大きなリスクが起こることはないと思う」と述べている。また、株価下落が先行きの実体経済の変調を先取りしているのではないかという見方についても、「世界的株価調整については性格や経済への影響を非常に慎重にウオッチした」としている。ここは、日銀の賭けである。

日銀の景気過熱観

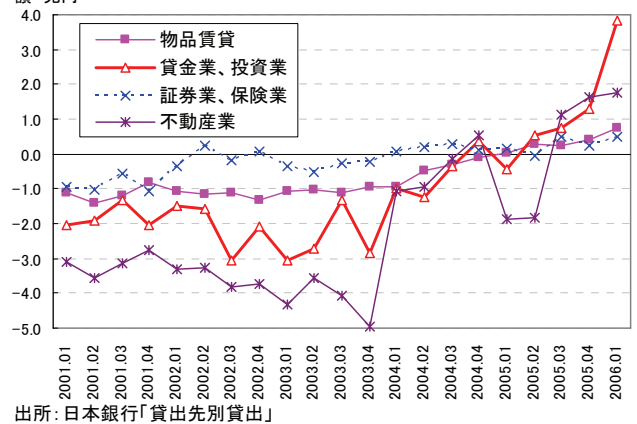
日銀が先行きに潜在的なインフレリスクをみている背景には、景気の腰の強さが需給環境を逼迫状態にさせるまでに至っていると認識がある。月報の基本的見解では「マクロ的な需給ギャップは、長く続いた供給超過状態が解消し、現在は需要超過状態に入ってきている」と、需給が逼迫方向にあることを言明している。これは、消費者物価のプラス幅が切り上がっていることのほかにも、雇用者数の増加基調が定着し、失業率が低下していることもある。すでに、モノとヒトの需給は、ほぼ一体化して緩和状況から脱しているが、そこに最近になってカネの需給が変わってきている変化も加わったかたちだ。基本的見解では、「民間の資金需要は増加に転じている」と書き加えている。国内銀行の貸出は、特殊要因を除いて前年比 2.6%にまで伸び率を高め、物価や雇用の伸び率に比べても、上昇テンポは速い（図表 3）。



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

実は、日銀は銀行貸出の拡大の背後にある投機的な動きにも目を光らせている。会合の直前に行われた地銀協の懇談会で福井総裁は「地方銀行では、市場性資産の保有が増大しており、オルタナティブ投資などリスクが複雑な商品への投資も行われています。各金融機関では、投資商品のリスク属性を的確に把握したうえで、市場リスクの点検を適切に行っていただく必要があります」と警鐘を鳴らしている。最近の銀行貸出のうち、業種別に見て伸び率が高いのは、貸金業・投資業向け（2006年3月末・前年比+3.8兆円の増加）、不動産向け（前年比+1.8兆円）、証券・保険業向け（前年比+0.5兆円）、物品賃貸業（前年比+0.7兆円）である（図表4）。これまで資金が及びにくかった分野にまで資金が回っていることを日銀は気にしているのかもしれない。

前年増減額 兆円 (図表4) 業種別にみた貸出の増減額



課題は金融調節の安定化

今後の金融政策で課題になるのは、誘導目標 0.25%に短期金利を落ち着かせることである。現時点では、11~14兆円の当座預金残高があり、今しばらくは所要準備近くまで取り崩しを進めていく必要がある。問題は、今後、誘導目標 0.25%がすんなりと実現できるかという技術的課題である。インターバンクでは、金利がプラスになっても超過準備が残っている分、日銀が中立調整をやりにくく、短期金利が不安定化する可能性がある。従来は、金利の跳ね上がりに対して、供給オペを打てば超過準備を増やすことでゼロ金利に金利を張り付かせることができたが、今後は超過準備が増してしまうと短期金利がゼロに落ちてしまう。きめ細かい市場との対話を通じて、誘導目標への短期金利の安定化がしばらくの間日銀の課題となるだろう。

次の利上げは12月か

ゼロ金利を果たした日銀にとって次なる目標は、誘導目標を 0.50%に引き上げる二回目の利上げである。福井総裁は、次の利上げには「経済・物価情勢の変化に応じて徐々に行うことになる」と慎重な言い回しをしているが、それでも金利を据え置いておく期間は、長くても半年程度であろう。金融調整が安定的になることを見極めたうえで、米国経済の景気減速が後退にまで至らないことが確認して、追加利上げに踏み切るだろう。

金融引き締めトラックレコードを確認しておく、過去、追加利上げに動くまでの期間は3~5か月であった（図表5）。第一次・第二次オイルショック、バブル期の3つの引き締め局面を振り返ると、もっとも利上げペースが緩慢だったバブル期でさえ、長いときで5か月、通常は2~3か月であった。今回も7月解除後、10~12月が順当なところだと連想される。

追加利上げの可能性としては、2007年度の政府予算案が国会に提出される前の12月中旬と推定される。遅ければ、予算案が通過した直後（2007年3月）という見方もできる。かつて予算審議中の公定歩合引き上げは政治的に嫌がられた経緯がある。おそらく今も、予算案の審議中は、その前提を狂わせる利上げを日銀は避けてくると考えられる。日銀はそうしたシナリオのうち早い方を選択してくるであろうから、追加利上げの可能性が濃厚なのは、2006年12月19日の会合ということになる。

(図表5) 過去の公定歩合の引き上げペース

