

ゼロ金利解除時の議事要旨

発表日：8月16日（水）

～解除の決め手は設備投資の強さか～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (5221-5223)

7月13・14日の政策決定会合の議事要旨では、解除の理由を「今後ともゼロ金利を継続すれば、結果的に、将来、経済・物価が大きく変動する可能性がある」と語っていた。同時に、「（解除は）足ともの過熱を抑え込むといったことではなく、むしろ長い目で見て経済・物価の振幅を小さくすること」という説明もされている。意識すると、ゼロ金利をこれ以上維持すると企業の過剰設備投資が起り、それが先々の景気の振れにつながるといことであろう。ゼロ金利解除の決定は、7月3日に発表された日銀短観の設備投資が強かったことが強く影響したと推察される。今後、設備投資動向は追加利上げの鍵を握る要因と言えるだろう。特に、10月初と12月上旬に発表される日銀短観が注目される。

インフレリスクはなくとも過剰投資のリスクがある

ゼロ金利政策が解除された7月13・14日の政策決定会合議事要旨が公開された。その中では、ゼロ金利解除の理由が「金融政策面からの刺激効果は次第に強まっており、今後ともゼロ金利を継続すれば、結果的に、将来、経済・物価が大きく変動する可能性がある」という認識を委員全員が共有していた。具体的な分析としては、「実質成長率のトレンドと実質コールレートとの差をみると、足とも緩和度合いは徐々に強まっている」という見方を披露する委員もいた（図表）。

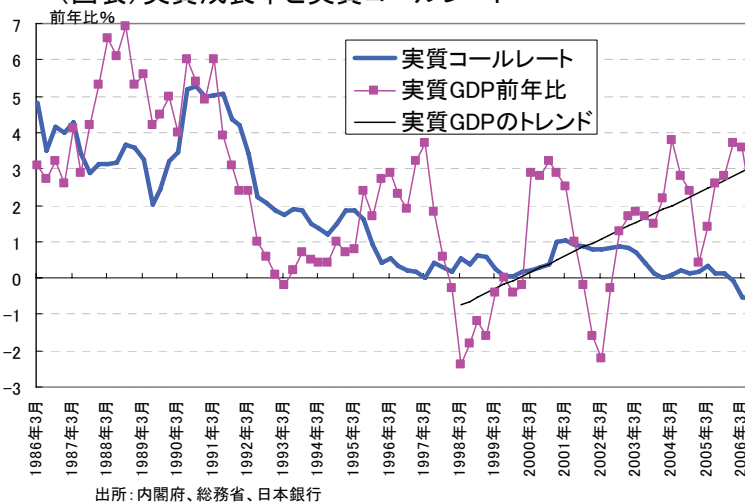
翻って、量的緩和解除のときには、当時の議事要旨を読んでも「（消費者物価のコミットメントという）『約束』の条件は満たされたと判断できる」から「こうした判断を踏まえ、大方の委員は、当面の金融政策運営について、量的緩和政策という金融政策の枠組みを変更し、金利を操作目標とする政策に移行した」という形式要件に終始するばかりだった。その点、今回はもう少しよくわかる。

ところで、今回のゼロ金利解除に関しては、なぜインフレリスクがないのに、利上げをしたのかという素朴な疑問が多くの人にはあったはずだ。今回の議事要旨では、「今回金利水準の調整を行うことは、

足ともの過熱を抑え込むといったことではなく、むしろ長い目で見て経済・物価の振幅を小さくすることにより、日本経済の成長を支えるため」とある。企業の設備投資動向を念頭に置いて、「現在、投資の行き過ぎが生じているわけではないが、長い目でみると、部門間で偏った投資が行われるリスクについてはよくみていく必要がある」と述べる委員もいた。日銀にしてみれば、ゼロ金利をこれ以上維持すると過剰な設備投資が起こって、後々の金利上昇によって景気変動要因になると考えているのであろう。7月の決定会合の直前に発表された日銀短観で、設備投資が予想以上に強かったことがゼロ金利解除の決め手になった可能性がある。

8月11日の福井総裁の記者会見では、設備投資の強さへの評価を問われて、「設備投資が強いとは言っても、先行き強過ぎる軌道に結び付くものではない」との評価を述べていた。しかし、筆者の考えでは、今後、機械受注統計などを

（図表）実質成長率と実質コールレート



含めてさらなる設備投資の強さが確認されれば、それは追加利上げの材料になると考えられる。そうすると、追加利上げを展望して、10月初と12月上旬の9月・12月の日銀短観が注目される。

公定歩合の論議

7月の決定会合では、ゼロ金利解除に関しては全員一致であったが、公定歩合の引き上げに関しては0.4%と0.5%のいずれにすべきなのかという点で票決が割れた。議事要旨では、7対3で少数派ではあった0.5%を主張した須田・水野・野田委員の論述が明らかにされている。

0.5%を主張した意見を紹介すると、「補完貸付の適用金利（公定歩合）をある程度高めに設定した方が市場における裁定取引を活発化させる」（須田委員）という意見や、「無担保コールとのスプレッドをある程度拡大しないと、（ロンバート型貸付を利用すればよいという意識を助長し）準備預金の積み進捗管理が難しくなる」（水野委員）という意見があった。また、野田委員と水野委員はともに金利機能の回復が遅れると指摘していた。そのほか、「市場に安心感を与える観点から、補完貸付の引上げ幅を小幅に止めるのではなく、今後の金融政策運営に関する情報発信を適切に行うことで対応すべきだ」という反論もあった。この言葉を筆者なりに解説すると、公定歩合を0.4%と低めにしか引き上げないことで、利上げを小幅に止めたというポーズをとることは本筋ではないと批判したのであろう。

政府出席者の発言

ゼロ金利解除に当たっては、政府の出席者の意見がどのような内容だったのかも関心の集まる場所である。なぜならば、3月の量的緩和解除のときと同様に、7月も政府から議決延期請求権は提出されなかった経緯があるからだ。基本的に、政府との情勢判断の共有があったことがその背景にはあるだろうが、逆に政府からの注文に日銀が応じたという側面もあるだろう。

政府出席者からの発言をみると、「今後の利上げが連続的なものとなるわけではないというメッセージをきちんと発信して頂きたい」（財務省）とか、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することを明確にして頂きたい」（内閣府）という要望があったことがわかる。

ゼロ金利解除後の福井総裁の記者会見では、「連続利上げはしない」という発言があったことが思い起こされる。また、金融調節方針の変更の公表文には「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される」という記述があった。これらのアナウンスメントは、委員たちは「日本銀行が利上げを急いでいるという印象を与えないようにすることが大切」と述べていることのほかに、政府との調整を経た結果として盛り込まれた可能性はある。政府には、利上げの判断は日銀に任せるが、先行きに追加利上げ観測を強く打ち出すのはやめてほしいという意向があったようだ。

一方、「連続利上げはしない」という表現に関しては、議事要旨の中で「米国のような連続的な利上げが行われることがないように」という注釈を加えられている。米国の場合は、FOMCが開催される度に17回連続で6月まで利上げを継続されてきたので、米国と対比することはやや極端な気がする。政策委員の意図として、毎回利上げするような「連続利上げはしない」にしても、ある程度の間隔を置けば、利上げがあるということであろう。

なお、議事要旨では、「過度に先行きの政策運営を縛ることがないように」と複数の委員が述べている。最近はその意図から、「連続利上げはしないという説明が年内利上げを否定するものではない」という発言が総裁・審議委員たちから聞かれるのであろう。