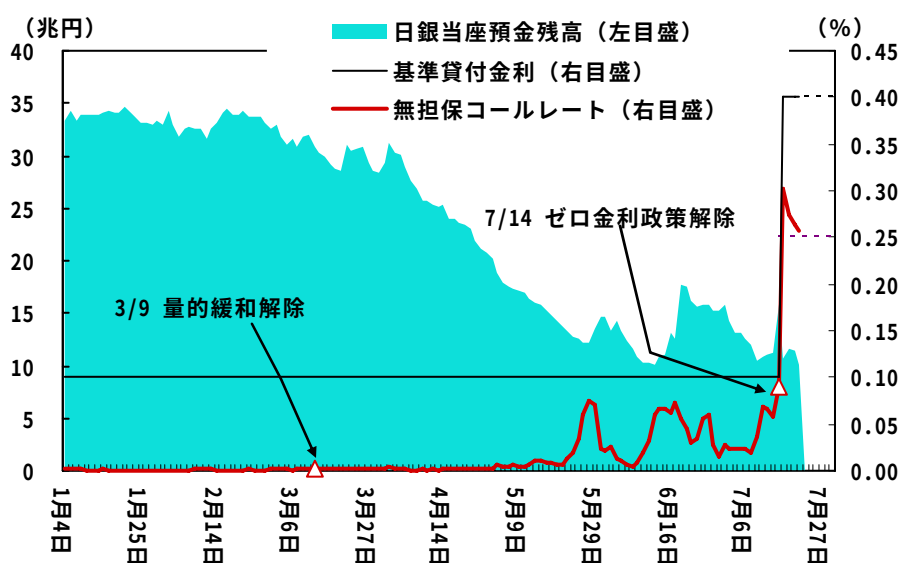


ゼロ金利政策の解除

Q 1．ゼロ金利政策が解除されたそうですね？

- ・ ゼロ金利政策は 1999 年 2 月にスタートしました。2000 年 8 月に一時解除されましたが、2001 年 3 月の量的緩和政策導入によって事実上復活しました。今年の 3 月に量的緩和政策が解除された後も、ゼロ金利政策が続いていたので、およそ 7 年間「ゼロ金利」が続いたことになります。ところで、ゼロ金利とはどの金利のことを指しているのでしょうか。たしかに、普通預金の金利はほとんどゼロでしたが、定期預金の金利や住宅ローン金利といった身近な金利がゼロになったわけではありません。
- ・ ゼロ金利政策とは、金融機関同士でお金を融通しあうコール市場の無担保コールレート（オーバーナイト物）という金利を限りなくゼロに近づける政策です。無担保コールレートは日銀が金融調節によって誘導する政策金利です。この大元の金利をほとんどゼロにしてしまって、世の中全体の金利をできる限り低くしようとしたのがゼロ金利政策です。
- ・ 7 月 14 日のゼロ金利政策の解除によって、無担保コールレートの誘導目標が「概ねゼロ％」から「0.25％前後」に引き上げられ、基準貸付利率が 0.1％から 0.4％に引き上げられました（図表 1）。

図表 1．無担保コールレートと基準貸付金利



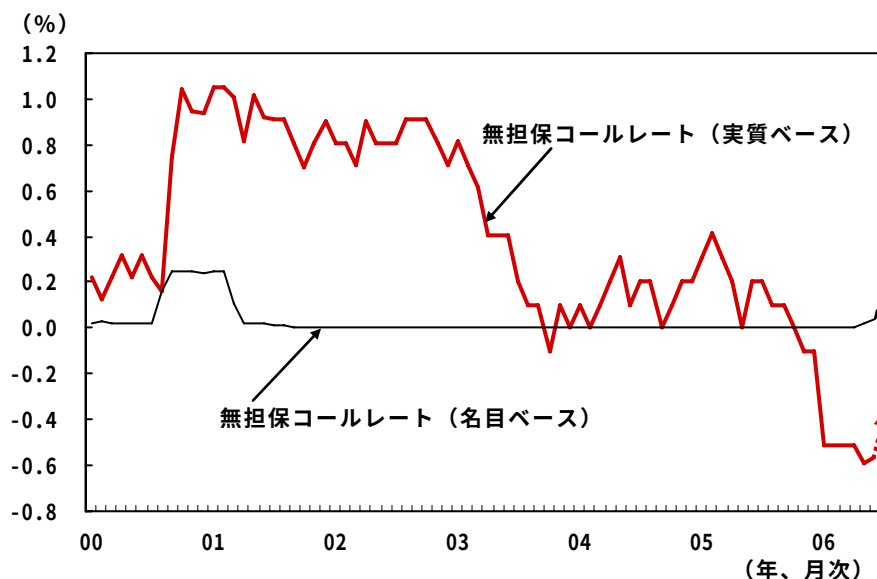
（出所）日本銀行「金融経済統計月報」

- ・ 基準貸付利率というのはこれまであまり耳にしたことがないかもしれません。2001年2月に補完貸付制度が導入され、金融機関は、担保の範囲内で、希望するときに、希望する金額を日本銀行から借り入れることができるようになりましたが、その借入金利が基準貸付利率です。金融機関は、補完貸付制度を利用すれば、基準貸付利率で資金を調達できるので、無担保コールレートが上昇しても基準貸付利率を超えることはありません。つまり、基準貸付利率は無担保コールレートの上限金利の役割を果たしています。

Q2．ゼロ金利政策を解除するのは早すぎるという意見もあったようですが？

- ・ 景気は回復を続けていますが、過熱しているわけではありません。原油など原材料価格は高騰していますが、消費者物価はようやく下落から上昇に転じてきた程度で、インフレ懸念はまだ出てきていません。ゼロ金利を解除して長期金利が急上昇してしまうリスクを考えたら、急いで解除する必要はないという意見が政府内にもあったようです。
- ・ しかし、景気回復が5年目に入り、2005年度の経済成長率は実質+3.2%（名目+1.9%）と、ここ数年ではかなり高い成長を記録しています。今後も景気回復が続くとすると、ゼロ金利政策をいつまでも続けていくことには無理があります。
- ・ また、小幅ながらも消費者物価が上昇に転じてきた結果、物価上昇率を差し引いた実質ベースの無担保コールレートが一段と低下して、マイナスで推移するようになってきました。このような超金融緩和状態が続けば、いずれ景気が過熱してインフレ圧力が増してくる恐れがあります。日銀は、最近「フォワードルッキング」という言葉をよく使います。これは、将来起こりそうなことを予測して早めに政策対応をするという意味ですが、景気の過熱や急速なインフレが将来起こることがないように、日銀はゼロ金利を早めに解除したと考えられます（図表2）。

図表2 名目と実質ベースでみた無担保コールレート（オーバーナイト物）



（注1）実質ベースは、無担保コールレートー

消費者物価指数前年比（全国除く生鮮食品）

（注2）図中の○は、無担保コールレートが0.25%、消費者物価上昇率が5月と同じと仮定して試算したゼロ金利解除後の水準

（資料）日本銀行「金融経済統計月報」、総務省「物価統計月報」

Q3．ゼロ金利政策が解除されると、景気が悪くなりませんか？

- ・ ゼロ金利政策が解除されると、長期金利が上昇し、株価が下落し、為替は円高が進んで、景気の回復に水を差すという観測もありました。しかし、事前に金融市場が政策変更を十分織り込んでいたこともあり、ゼロ金利政策の解除を受けて市場が大きく反応することはありませんでした。株価はゼロ金利政策を解除する前から大幅な下落が続いていましたが、これは中近東情勢の緊迫化や原油価格の上昇を受けた米国株価の下落が影響したと思われます。
- ・ もっとも、金融市場にまったく影響がないわけではありません。ゼロ金利解除前から政策変更を見込んで長めの定期預金や住宅ローンなどの金利が少し上昇しました。実際にゼロ金利政策が解除されると、普通預金の金利や短期の貸出金利も上昇しています。こうした金利の上昇は経済に何らかの影響を与えるでしょう。
- ・ お金を借りている企業は、金利の上昇によって利払いコストが増加します。その結果、企業収益が下押しされれば、設備投資に慎重になるかもしれません。また、住宅ローン金利が上昇する時は、その前に家を買おうとする人が一時的に増えるでしょうが、いずれは金利の上昇が住宅投資を抑制させる要因になってきます。これに対して、預金者は金利の上昇によって利息収入が増えますから、消費が増えるかもしれません。このように、金利が上がれば、得をする人もいれば、損をする人もいます。両方の効

果を合わせて経済にとってプラスかマイナスかという判断は難しいところです。

- ・ ただ、ゼロ金利政策が解除されたといっても、政策金利である無担保コールレートやその他さまざまな金利は歴史的に見て極めて低い水準であることに変わりはありません。ゼロ金利政策解除による金利上昇によって、景気が減速してしまうというリスクは小さいのではないのでしょうか。

Q 4. これからも利上げが続くのですか？

- ・ 日本銀行は、デフレが終わって経済が正常化するのに合わせて、金融政策も徐々に正常化しようとしています。そして、政策金利の調整が短期や中長期の市場金利に波及し、それが企業や個人の経済活動に影響するメカニズム、つまり、金利メカニズムが経済全体の資源を適正に配分するような状況を実現したいと、日銀は考えています。
- ・ 金融政策正常化のプロセスはもう始まっています。量的緩和政策の解除もゼロ金利政策の解除も、こうした大きな流れの中で捉える必要があります。次のステップは、マイナスとなっている実質ベースの政策金利をゼロ水準にもっていくことです。
- ・ 実は、追加利上げをしなくても実質ゼロ金利が達成される可能性があります。技術的な話になってしまいますが、8月終わりに発表される数字から消費者物価が新しい基準年度に変わり、調査対象品目も変更されます。この結果、消費者物価上昇率が現在発表されている上昇率よりも下方修正される可能性があるのです。
- ・ その後は、消費者物価上昇率が高まるのに合わせて利上げが続き、しばらく実質ゼロ金利状態が続くと予想されます。しかし、その次のステップとしていずれ実質ベースでもゼロ金利が解除されるでしょう。
- ・ 日本銀行が4月に発表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、物価安定のもとで成長が持続するという見通しが示されています。日本経済がこの見通しに沿って推移するのであれば、政策金利が徐々に引き上げられることになります。経済・物価動向に合わせて徐々に金利水準を上げていくことが、中長期的に物価安定を確保して持続的な成長を実現することに貢献すると日銀は考えています。
- ・ もちろん、毎月、あるいは3ヶ月ごとに機械的に連続的な利上げが行われるわけではありません。経済・物価情勢を見ながら、ゆっくりと小刻みに政策変更が行われるのです。極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面続くことになるでしょう。

お問合せ先 調査部 鈴木 明彦

E-mail : akihiko.suzuki@murc.jp

※本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。