

日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第155回】

2006年6月14日

**最近の経済・金融情勢と量的緩和解除後の
金融政策**

大和総研特別理事

田 谷 禎 三

田谷です。こんにちは。非常に込み入った話なものですから、必ずしも面白い話になるかどうか、ちょっと自信がありませんし、むしろ何を言っているかわからないと思われるかもしれません。

今日は「量的緩和解除後の金融政策」というテーマを与えていただいたんですけども、それを話すためには、一体全体、現在の日本経済あるいは世界経済がいまどういう状況にあるかということをお話ししないと、なかなかおわかりいただけないと思うんです。ですから、相当の枚数のグラフを持ってきたんですけども、それを参照しながら、レジュメに沿って話をさせていただきたいと思います。

まず日本の経済の置かれた状況からお話します。2ページのグラフは、日本銀行が3ヵ月ごとに行っているサーベ調査で、1万社以上の企業に対して、それぞれ自分の企業の業況、状況はいいか悪いかという答えを求めます。それは大企業であったり、中堅企業であったり、中小企業であったり、それが製造業に属する企業であったり、非製造業であったりするんですけども、「自分の企業の業況がいい」と答えた企業の数から、「いや、うちは悪い」と答えた企業の数を引きいたものが、このグラフになっているわけです。特に上の方をご覧いただきますと、製造業の業況判断指数がバブル崩壊後3回目の景気回復局面にあることがわかります。バブル崩壊後、3つ山がありまして、現在の回復局面は過去2回の回復局面よりも高いところに来ていますし、期間としても長く続いているという特徴があります。

経済といいますと大体、国民所得統計を見て、経済成長率が高いか低いかということを見ますけれども、それよりも、いまの日本経済が置かれている景気の局面はどこにあるかということを見るうえでは、こういったグラフが非常にいいと思うんですね。ですから、このグラフで最後のポイントが、いま現在、日本経済が到達したところだというイメージを持ってください。

このように今回の景気回復局面は強くて長く続いているわけですけども、その背景には、バブルの時代に積み上がっていたいろいろな過剰が解消してきたという状況があります。よく新聞等でも「3つの過剰」と言われますが、企業の債務、設備、そして雇用という3つのものが過剰な状態に

バブル期なってしまった。そのそれぞれが、ここに来てかなり解消してきたということです。

例えば、3ページを見ていただきますと、企業の借金の売上高に対する比率が書いてあります。この線がどんどん下がっていけば、借金が軽くなっているわけです。特に非製造業の大企業、例えば、小売りですとか建設とか流通一般の企業の過剰債務の調整は遅れていたんですけども、ここ2~3年、他の業態に肩を並べるぐらいに過剰な借金を減らしてきている状況が見て取れます。

企業から見た過剰な債務、過剰な借金というのは、金融機関から見ると、貸していたおカネがなかなか戻ってこないと不良債権になります。その不良債権の貸出残高全体に対する比率がどういう状態だったかといいますと、4ページ目に、大手の銀行が左側、地域銀行が右側に書いてあります。竹中大臣が大手銀行に対して、2001年度末の不良債権比率が8.7%あったのを、3年以内に半減するよという目標を与えました。それが2004年度末、2005年の3月末には2.9%になっていますから、全体の貸出に対する不良債権の比率が8.7%あったのを半減するという目標は十二分に実現したわけですね。

この数字上もさることながら、2001年、2002年あたりまでは、それぞれの金融機関が「自分の銀行の不良債権はこれだけあります」と自分なりに計算する数字と、金融庁の検査官が来て、「いや、われわれはこう見ます」と評価する数字と、その間に相当乖離があったんですね。ところが、ここ2~3年になりますと、金融庁から来た検査官たちの数字と、それぞれの金融機関が独自に計算する数字がかなり一致してきた。言い方を換えれば、金融機関が公表する不良債権あるいは不良債権比率のリライアビリティ、信頼度が高くなっている。しかも、その信頼度が高くなっている数字がこれだけ下がってきているということです。ですから、銀行の不良債権問題はほぼ解消したと言っている状態になったと思います。

一方、右側の地域銀行はどうかというと、地方銀行とか第二地方銀行と言われる銀行の不良債権比率は大手行ほどは下がってきていない。しかし、金融論なんかを勉強しますと、地域銀行のビジネスモデルというのは大手行のそれとはちょっと違う。例えば、リレーションシップバンキングとい

う言葉を聞いたことがあるかと思いますが、地域に密着した金融機関は大手行と同じような行動はとれない。時として「大手行の貸しはがし」というような悪口を言う向きがありますけれども、地域銀行にはそれはなかなかできないということも否めないと思います。ですから、大手行ほどにはスピードは出ていないけれども、それなりに解消してきている。

ですから、金融機関全体としても、不良債権問題はもう過去のものになりつつあると言っていいと思うんです。この10年、15年、日本経済が厳しい状態になっていた1つの大きな理由は、金融機関が疲弊して、なかなか信用供与できない、貸出もできない状態が続いていた。そのために日本経済が本来の力を発揮することができないという状態が続いていたわけですが、その状態はほぼ解消したと言っていいでしょう。

それでは設備と雇用の過剰はどうなっているかといいますと、5ページ目に行きまして、上のほうは設備判断の数字です。これも日銀の短観と呼ばれる3ヵ月に1度のサーベイ調査の結果ですが、この線がゼロよりも上にあるということは、日本企業全体として設備が過剰であると判断している証拠です。それが現在はほぼゼロのところに来ていますので、日本企業全体として見ると、過剰な設備という問題はすでに過去のものになったと言っていいでしょう。

下の雇用人員判断の方は、ゼロよりも下に行っています。日本企業全体として見ると、人手不足感が出てきているということです。これまで10数年、こういう状況は来たことがないわけですが、企業として人員が若干不足しているという領域に入ってきた。皆さんは非常にいいときに学生をやっておられて、これからこの状態が続けば、売り手市場という状態が続くと思われま。

まとめますと、日本経済の足を引っ張っていた大きな3つの問題が相当解消してきた。その結果として、景気の腰はそれなりに強くなったと言っていいと思います。

6ページは日本経済の成長率の推移を示したものですけれども、赤い線が実質経済成長率です。その実質経済成長率がどこから来ているかといいますと、ブルーの網かけの部分は内需と呼ばれるもので、消費ですとか設備投資といったもの

びによって経済成長が起こってきていることを示していますし、白抜きの部分は輸出と輸入の差です。そして緑色の部分は在庫で、これがときどきマイナスになっています。需要が弱くなって、いままでつくっていたものが売れなくなると、在庫として残ります。そうすると、しばらく生産を抑制して、在庫がはけるまで、生産を増加させない。これを在庫調整と言いますが、景気循環というのは、短期の循環は在庫の循環から、中期の循環は設備投資の循環から起こってくるとよく言われますが、その短期の循環がそれなりに起こってきているわけです。

現在の景気というのは、2002年の1月を底に、ずっと回復を続けてきていますけれども、この赤い線を見ますと、幾つか山、谷があります。ですから、幾つか小さな山、谷が一緒になって、現在の長く続く景気拡大局面を形成しているということだと思います。

右側のテーブルに、国内需要とか民間最終消費支出とかいう項目があって、その隣にそれぞれ、ウエイトとして書いてある数字があります。これは、皆さん、「三面等価の原則」という言葉を聞かれたことがあると思いますが、何か物を生産したら、その生産した物を誰かが支出して買わなければいけません。なぜ買えるかということ、生産に携わった人々は給料をもらったり、働いていない人は株式の配当金として所得を得たりして、その所得によって自分たちがつくったものを買うわけです。ですから、生産と分配と支出というのはこの側面を見ても同じ額になるように国民所得統計というのはできているんですけれども、通常、経済を見るうえで支出の側面から見る人が多いので、支出のウエイトとしてそこに数字が書いてあるわけです。

例えば、民間最終消費支出は56と書いてあります。消費が1%伸びて、それが経済成長率にどれだけ貢献するかということ計算するときは、1%に0.56を掛けますと0.56という答えになりますね。ですから、消費が1%伸びることによって、経済成長率は0.56%引き上げられる、という計算になるわけです。こういうお話をしていると時間がなくなってしまうので、特に大事な支出項目である消費と、企業の設備投資と、そして輸出と、この3つに絞ってこれからお話ししたいと思

います。

7ページ、8ページは消費に関連したグラフで、7ページは雇用者所得の推移ですが、2004年ぐらいから非常に緩やかに増えてまいりました。雇用者所得は、雇用が増えても増えますし、賃金が増えても増えます。ここのところ、雇用もゆっくりですけれども増え始めましたし、賃金も増え始めたということで、その掛け算である雇用者所得も底を打って緩やかに改善してきたというのが現状です。

ただ、レジュメに書きましたように、ごく緩やかな回復にすぎないわけです。これは面白い現象で、日本もアメリカもヨーロッパも、企業は非常に儲けているけれども、賃金はあまり上がらないという現象が世界的に起こっています。一言で言えば、先進国の労働者も中国だとかインドの労働者と直接・間接的に競争しているわけですから、先進国の労働者のバーゲニングパワー、交渉力が落ちた結果、企業は幾ら儲かっても賃金を上げないで済んでいるという状態だと思います。

現在、その最悪期は脱して、賃金も雇用も増え始めた。8ページの消費者コンフィデンス指数を見ますと、これも2003年あたりを底に、4年、5年、6年と、だんだん消費をする際の態度が前向きになってきている。雇用も賃金も、緩やかですけれども伸び始めて、しかも消費者の態度指数が改善してきたということであれば、消費もこれからは伸び続けるだろうという結論になるわけです。

9ページは企業がどのぐらい儲かっているかというグラフです。これをご覧になるとわかるように、大企業はバブル期よりも儲けている。中小企業はそこまで行かないですけれども、非常に儲かっている。これも、日本企業だけではなくて、アメリカの企業もヨーロッパの企業も同じような状況です。

バブル期よりも業績がいいというのが大企業の実態ですから、よほど設備投資をするんじゃないかと思われそうですけれども、10ページを見ますと、赤い線が設備投資の数字です。ブルーの線はキャッシュフローといいまして、減価償却費と経常利益の半分と考えています。なぜ経常利益の半分かということ、実効税率、税金が大体半分ぐらいかかってきますから、実際に企業にとって使えるおカネというのは経常利益の半分ぐらいなわけで

す。そのおカネと、減価償却費、これは税金はかかりませんから、この2つを足したキャッシュフロー、いわば企業が自由に使えるおカネと設備投資の関係を見ますと、最近では企業はカネ余りなんです。これも先進国のアメリカ、ヨーロッパ、日本に共通した現象です。

この理由もよくわかりませんが、多分、中国あたりで過剰設備がどんどん積み上がっている状態が続いていますので、普通に考えて、日本企業が単なる能力増強投資を国内でするかということ、なかなかしない。ですから、企業が儲かっているわりには、設備投資計画は慎重であるという状態が続いてきている。

それでは今後どうなんだということですが、11ページ、12ページをご覧になっていただきますと、これは先行きの設備投資を見るうえでの先行指標と呼ばれるもので、1つは機械受注、1つは建築着工床面積という数字です。設備投資をするためには、機械をどこから買わなくてはいけない。機械メーカーにその発注があった段階でこの統計がつけられるわけですけれども、機械メーカーとしては、その機械を実際につくって納入して、おカネが払い込まれて設備投資に計上されるわけですから、設備投資の先行指標になるわけです。あるいは、設備投資の2割ぐらいを占める工場ですとかお店ですとかいわゆる箱ものも、それがつくり始められる段階、着工する段階でとられるのがこの建築着工床面積という統計です。これを見ましても、機械受注を見ましても、非常に緩やかに伸び続けている。日本銀行はこういう現象を見て、「非常に緩やかな設備投資が続く。緩やかだからこそ、続く」と言っていますけれども、多分そうだと私も思います。

レジュメに書きましたように、内需の2本柱である消費、設備投資の面から景気後退の兆候はいまのところない。何かあるとすれば、外需にある。外需というのは主として輸出を意味しますので、それでは輸出はどうなのかということです。

13ページを見ますと、破線は実質輸出といいまして、輸出の数量に近い数字です。価格の変動によって、この線が上がったり下がったりするものですから、価格の変動部分を除いた実質的なものを見ますと、2002年の初めからずっと伸び続けています。ただ、2度ほどちょっと伸び率が落

ちたことがあります。今回の景気回復局面で2度ほど、踊り場の状況にあったわけです。それが輸出がまた伸び始めると、その踊り場の状況から脱却したということです。

赤い線は輸入の方ですけれども、輸出が少し伸びる率を鈍化させたときも、ずっと伸びています。輸入の背後には国内の需要というものがあって、輸出のパフォーマンスにもかかわらず、国内の需要がコンスタントに伸びていたから、輸入も伸びていたということです。なぜそういう状況が起こったかという、一番初めに言いましたように、いろいろな過剰問題が解消して、それなりに経済が正常化したから、こういう現象が起こっているのだらうと思います。

それでは今後の輸出はどうなるかといいますと、14ページに地域別の輸出の内訳という表があります。日本にとって東アジアに対しての輸出がいまではほぼ5割に近い状況です。ここへの輸出がどうなるかがキーポイントになりますけれども、日本のアジアへの輸出が伸びるためには、アジアがアメリカ等に輸出を伸ばしていかなければいけない。ですから、アメリカに対する日本の直接的な輸出のウエイトはどんどん小さくなりましたけれども、やはりいまでも日本の輸出を考えるうえで一番大事なものはアメリカ経済であるということになります。

そのアメリカの経済成長率が15ページに書いてあります。ここで注目していただきたいのは、白抜きの部分は個人消費によって経済成長率もたらされている部分で、やはりアメリカは消費主導型経済です。なぜ消費がこんなに増えてきたかといいますと、1つには所得がそれなりに伸びてきたこと。もう1つは、この間、不動産価格がどんどん上昇して、ホームエクイティーローンが伸びてきたということがあります。

アメリカのホームエクイティーローンというのは日本の住宅ローンと違って、例えば、自分が2,000万円の家に住んでいて、不動産価格が上がって自分の家の価値が3,000万円になった。そうしますと、銀行が来て、あと1,000万円借りませんかと言うわけです。その1,000万円を借りて、その一部を消費に使ってしまう。それが2000年代に入ってから顕著な傾向だったわけですが、その結果として消費が実力以上に伸びて、潜在成長

率と呼ばれる無理なく成長できるペースを上回る経済成長をしてきた。

ところが、ホームエクイティーローンの伸び率が急激にこここのところ下がってきました。金融政策のスタンスが変わって引き締め気味になってきましたし、長期金利も若干上がってきましたので、その影響が出てきた。こういう現象を見て、これからアメリカ経済は潜在成長率並みの成長にソフトランドするだろう、アメリカの潜在成長率は大体3%あるいは3%をちょっと上回るぐらいだろう。それが無理なく成長できる実力で、多分その方向に行くだろうと、ほとんどの人は見えています。

あとの金融政策との絡みで大事なことです。17ページを見ていただきますと、赤い線でFFレートと書いてあります。これは、日本で言いますと、オーバーナイトのコールレートといいますが、銀行同士が1日の資金を貸し借りするときの金利です。これが、2004年に1%だったものが、現在5%にまでなっている。

アメリカやヨーロッパの中央銀行の人は、「日本の経験から学んだことがある。その最も大事なレッスンは、不動産価格なり株価なり、そういう資産価格が大きく下落したりして経済がデフレに陥る可能性が出てきた場合は、早く思い切って金融を緩めることである」と言っています。

1999年、2000年をピークに特にアメリカ株を中心として株が暴騰した後、2000年の春ごろから急落した。それをハイテクバブルと言っていますけれども、ハイテクバブルが崩壊した後、アメリカの中央銀行は日本の轍を踏まないようにということで、6%あった政策金利を1%にまで落としてしまった。その結果として不動産価格が上がったり、その結果として成長率が実力以上に高められてきたということがあるわけです。

それを元に戻そうとして、いま5%にまで持ってきたんですけれども、困った状態ができて、最近、原油価格が上がってきたということもあるんですけれども、インフレ率がだんだん上がってきた。その一方で、景気にもいままでの金融政策の変更のインパクトが出てきて、成長率の鈍化とインフレ率の上昇が同時に起こるスタグフレーション的状況が出てきた。その中で今度新しくアメリカ連銀の総裁になったバーナンキさんはまだインフレ懸念の方に軸足を置いたかのような発言

をされていますので、もう最悪の状態です。

皆さん、ご承知かもしれませんが、先月から世界的に株価が急落しています。世界的に見ても10数%下がっていますし、日本株の下落も相当きつい。昨日も、日経ダウという指数で見ると、600円以上下がっています。その1つの大本にはアメリカの金融政策があります。

アメリカの金融政策というのは、アメリカだけに響くのではなくて、世界的に影響を及ぼします。その金融政策が、いままではインフレ懸念を抑制するために金利を引き上げても、景気が強過ぎるからインフレ懸念が出てきていたわけですから、そんなに心配することはなかった。ところが、景気が少し弱くなって、しかし、インフレ懸念が依然として強いという状態のもとで中央銀行は金利を上げ続けると、景気がさらに抑制されてしまいます。ですから、マーケットから見ると、最悪の金融政策が行われ始めるという恐れを持って、大幅に揺れ動き始めた。

18ページのアメリカの国際収支ですが、これは1分、2分でお話するのは難しいですけれども、よくアメリカは経常収支の赤字が大きいと言われますね。アメリカの場合、経常収支の赤字はほとんど貿易収支と同じです。輸出するよりも輸入するほうが多いから貿易収支は赤字になって、ほぼ同額、経常収支も赤字になる。赤字になれたということは、それと同額の借金がアメリカはできていくということです。個人でも同じです。自分が売るよりも買うほうが多ければ、どうして買えたかという、その差額だけどこから借金しているから余分に買えているわけです。

そのアメリカの借金がブルーの線ですけれども、かつてはこれが、経済のサイズであるGDPに対して3%を超えると、その国は借金がしづらくなると言われていました。ところが、なんとアメリカは6%をすでに超えてきている。もしアメリカが自由にそれだけの借金ができなくなると、ドルが下落する。

どうして下落するかというと、輸入するためのおカネというのは、ドルを売って外国通貨を買うわけです。輸出をするときは、外国の通貨を売ってドルを買って自分の国へ持ってくる。輸入のほうが多いということは、ドルを売って外貨を買うという力のほうが多いわけですから、その力がア

メリカに入ってくるおカネによって相殺されない限り、ドルは下がります。

この数年、ずっとマーケットの中に根強く残り続けている問題は、ドルがひょっとすると下落するかもしれないということです。日本から見ても、もし円が急に大幅に上昇するようなことがあれば、いくら日本経済は景気の腰が強くなったからといっても、景気後退は免れないだろうと思います。

さて、一言二言、欧州について言いますと、欧州も緩やかに回復してきて、大体2%程度の成長を遂げつつあります。金融政策はだんだん引き締め方向に向かってきています。その理由は主として、不動産価格がこの間、非常に上昇してきたということです。20ページのグラフで見ても、地価あるいは不動産価格、住宅価格が上がらなかった主要国は日本とドイツだけで、ほとんどの先進国では大幅な不動産価格の上昇を経験しています。

この1つの理由は、アメリカもヨーロッパも、「日本の失敗に学んで」と称して、大幅な金融緩和を続けてきたということが1つの背景になっているわけです。ですから、こういったある種のバブルバブルというのは壊れてはじめてバブルと定義できるとグリーンズパン氏が言ったそうですけれども—これをそのまま放置しておいては先行き景気の振幅が大きくなるということで、金融の超緩和状態を中立あるいは若干引き締め気味に持ってこようとしているのがアメリカ、ヨーロッパです。

ここで日本との大きな違いは、アメリカ、ヨーロッパの場合、金融の大緩和状態から中立あるいは引き締め気味に持ってくるのが非常にやさしかった。19ページの右側のグラフでわかりますように、実際の物価変化率は2%を超えています。どこの中央銀行でも望ましい物価変化率は2%あるいは2%ちょっと下回るぐらいというイメージを持っていますけれども、それを超えた状態が続いているので、それをある種のエクスキューズにして金融スタンスを変えてきている。その結果として、21ページにありますように、アメリカのFFレート、ECBの政策金利、バンク・オブ・イングランドの政策金利、がそれぞれ上がってきて、日本だけがゼロの横軸を這っているという状態です。

時間の都合上、あまり詳しくは申し上げられま

せんけれども、例えば、23ページの株価の動きを見ていただきますと、右の図で5月に入ってからの株の急落ぶりはおわかりになると思います。左の図で歴史的な中で見ると、まあそんなにとんでもない下落ではないですね。私はスクリーンを2つ持っていて、毎日5分ごとに眺めていますけれども、5月の初めぐらいに、どうも普通の雰囲気と違う印象を持って、持っている株すべて売ったかっただけですけれども、なかなか証券会社にいるので自由に売れないものですから、毎日イライラして過ごしています。これも結局、世界の金融政策のスタンスが大きく変わりつつあって、それまでに大幅に出ていた過剰な流動性がそろそろ吸収され始めていることを表しているのだと思います。それだけではないですけれども、それが大きな背景になっています。

24ページは為替のグラフですけれども、このところ、円とドルのレートを見ていますと、アメリカと日本の金利差あるいは金利差の予想が為替の動きと非常に連動性が高いですね。ですから、いまみんなが恐れているのは、アメリカは、あと1回やるか2回やるかわかりませんが、そろそろ金融の引き締めは終わらせるだろう。そのころになってやっと日本の金利が上がっていくと、急に円高になるんじゃないか、そうすると景気に相当影響を及ぼし始めるんじゃないかと言われていたわけです。

25ページに内外商品市況の推移として、CRBインデックスというのがあります。これは大豆あたりが主な構成項目になっていますけれども、相当上がってきている。原油価格も上がってきている。金も相当上がってきましたけれども、銅ほどではない。これは、金融が緩和状態にあるもとで、需要が大きくなってきたということだと思います。

銅にしても、鉄にしても、金にしても、原油にしても、何にしても、供給は短期的に10%も20%も増やすことはできませんけれども、需要サイドの方はどんどん膨れてきている。よくBRICsという言葉が聞かれると思いますけれども、中国とかインドとかを中心として、非常に景気の状態がいいわけです。その需要に対して、供給がなかなか追いつかない。しかも、背景として金融はかなり緩んでいる状態が続いてきたということで、商品市況も上がってきた。ところが、5

月に入って、この状況も一変しているというのが現状です。

あと20分か25分で金融政策のお話をさせていただきますが、26ページをお開きください。ここからとたんに話が難しくなりますけれども、よく量的緩和というのはどういうことですかと言われるますが、量的緩和というのは、政策金利—この場合はコールレートというものですけれども、銀行同士が1日のおカネを貸し借りするときの金利、オーバーナイト金利、オーバーナイトのコールレート、これを主としてコントロールすることが金融政策を行うことになっていますが、オーバーナイトのコールレートをゼロに落とすために必要な量のおカネ以上のおカネをマーケットに日銀が出したことを称して量的緩和政策と言うのだと思います。もっといい定義はあると思いますけれども、消費者物価指数の前年比変化率が安定的に0%を超えるまで、量的緩和政策を続けます、余分なおカネを供給し続けますということを日本銀行はコミットしたわけです。

政策金利をゼロにする。それ以上何かできることはないかと考えたとき、もう1つあるのは、長期金利をなるべく低いところで抑えておきたいということです。長期金利というのは、今日の短期金利と、明日の短期金利の予想と、明後日の短期金利の予想と、プラスアルファ、リスクプレミアムと言いますが、主として今日の短期金利と明日以降の短期金利の予想値が今日の長期金利です。例えば、2日しかない。今日の短期金利と明日の短期金利しかないとしましょう。長期の金利は今日の短期金利と明日の短期金利の平均値みたいなのだと、そう考えましょう。そうすると、今日の短期金利をゼロにしておいて、明日の短期金利もゼロにしますと約束をすれば、今日の長期金利が低くなりますね。それを称して時間軸効果と言いますが、これは1998年ぐらいに考え出された考え方です。

ところで、先ほど、日本銀行から習うことは、「デフレ懸念が出てきた場合は、早期に思い切って金融緩和をすることだ」と言いましたけれども、もう1つのレッスンがありました。それは、バーナンキ氏と話しても、おっしゃる通りだと言うんですけど、「不幸にして政策金利をゼロにまで落とさざるを得なくなったら、将来の短期金

利に対する約束をして、今日の長期金利を下げましょう」ということです。

そういうことをやっていたんですけれども、消費者物価指数の前年比の変化率が安定的にゼロを超えたという判断をして、3月に量的緩和から脱却を始めて、そして余分にあったおカネも減らし始めた。どのぐらい余分だったかという、オーバーナイトのコールレートをゼロに維持するには6兆円ぐらいのおカネが必要だと言われていたのに、30兆から35兆円も出していただけです。それを3月からだんだん下げ始めて、10兆円ぐらいまで下げてきた。26ページの小さなグラフに描いてありますけれども、下げる過程で、赤い線が金利の線ですけれども、少し動き始めた。といいましても虫眼鏡で見なくてはわからないぐらいの0.1%以下ですけれども、それでもかつてよりも少しオーバーナイトの金利が動き始めたという状態です。

そもそも量的緩和から脱却した目的は金利を上げることであるとすれば、余分のおカネが吸収されてあまり時間を置かないで金利を上げるのではないかと、いまのところマーケットの人はみんな思っているわけです。

それでは日本銀行の政策委員の人たちは今どういうことを考えているかといいますと、27ページにありますように、4月末に出たレポートの中で、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比変化率は今年度プラス0.6%、来年度はプラス0.8%と考えている。これで見ますと、ゼロよりも安定的にプラスに浮上したと判断したからこそ、量的緩和から脱却して、これから利上げを目指しているわけです。ですけれども一ですけれどもという話を始めますと長くなりますので、そこでストップして、28ページをご覧くださいますと、実際にも、ブルーの線、あるいは赤い線を見ましても、消費者物価指数の変化率はゼロよりも上に来ている。そして、この変化率がもうマイナスには落ち込まないかと日本銀行は想定している。

なぜ想定できるのかといいますと、3つ4つ理由がありまして、まず1つは、29ページにあります需給ギャップということです。これも先ほどアメリカ経済のところで話しましたように、経済が無理なく成長できる度合いを潜在成長率と言いますけれども、日本経済の潜在成長率は現在、1.7

から1.9%であると、内閣府あるいは日本銀行は考えています。その1%台後半の成長を超えた成長をしてきますと、このブルーの需給ギャップという線がどんどん右上の方に行くわけです。

このブルーの線とゼロとの間のギャップがデフレギャップと呼ばれるもので、供給能力のほうが需要よりも大きい。供給のほうが需要よりも大きいと、物価は下がる傾向にあります。そういう状況から、例えば、日本経済の成長率がどんどん高まっていきますと、需要と供給の差がだんだん小さくなっていく。現在はそれが逆転して、需要のほうが若干供給能力よりも上回る状況になってきた。そうなると、物価は上昇圧力を受けるようになります。

このゼロよりも上は需要が供給を上回るエリア、下は供給が需要を上回るエリアで、日本経済はずっと下においてデフレ状況にあったわけですけれども、その状況からはそろそろ脱却したという判断の最大の根拠はここにあるわけです。その結果として、赤い線は物価の変化率を示していますけれども、大体同じように動く傾向が見られます。

これだけで物価の先行きを考えるわけにはいかないので、30ページ、31ページに他のグラフも示しています。ユニット・レーバー・コストというのは、経済学を勉強されると出てくる概念で、単位労働コストです。フットノートに書いてありますように、雇用者報酬、つまり労働者がもらう賃金の合計額を名目国内総生産で割ると労働分配率という概念になりますけれども、これを実質国内総生産で割りますと、1単位当たりの生産をするための労働コストになるわけです。

1単位あたりの労働コストがこの赤い線ですけれども、ずっと下がってきていたということは、一言で言えば、生産性の伸び率以下にしか労働賃金を上げてこなかったということです。そういう状態だと、企業は販売価格が下げられます。ところが、赤い線の下落のピッチも緩やかになってきている。先ほど日本の消費のところで見ていただいたように、労働賃金も若干上がってきましたし、いつまでも下がるという状態から脱しつつあるということだと思います。

31ページは国内企業の物価指数の推移です。企業段階の物価指数を3つに分解しますと、企業は素原材料を使って何か物をつくって売るわけ

ですが、素原材料価格というのが相当の動きをしています。先ほど国際商品市況の上昇ピッチが高いということを見ていただきましたけれども、それを反映して、日本企業が生産をするときに使う素原材料価格もどんどん上がってきた。それを反映して、最終財をつくる前の段階の部品とかそういう中間財の値段も2004年ぐらいからだんだん上がってきた。国内企業物価に占めるウエイトが42%と言われる最終財にもやとその物価上昇の影響が及んできて、マイナスのエリアから若干プラスの方向に動いてきた。

要するに企業の段階でも、川上からだんだん川下の方に物価上昇圧力が下りてきた。企業物価が川上とすれば、消費者物価は川下ですから、その川下の消費者物価にもその影響が及んできて、いままでのような低下圧力は加わってこないだろう。だんだん需要が供給を上回るような状態になった。労働コストも、いままでのようにどんどん下げられるという状況から変わってきた。そして企業物価についても、最終財の価格すらも下げがそろそろ止まりつつある。そう考えると、消費者物価指数の変化率は安定的にプラスになるだろうという判断をしてもあまり大きな間違いはないということになったわけですね。

さて、ここからが本題のようなものですが、それではいつ金利を上げていくのでしょうかということ。マーケットでは、「6月ぐらいには日本銀行は余分なおカネを吸収し終わるだろうから、吸収し始めたそもそもの理由は利上げをするという意図のもとで行ってきた。そういう利上げのステージが整えば、そんなに時間をおかないで利上げを始めるのではないか」と考える人たちが、いま10人いたら5人ぐらいいるでしょうね。その他の理由も幾つかレジュメに書いておきましたが、しかし、よくわかりません。

いまマーケットでどういうふうに分かっているかということ、34ページをご覧ください。先物3ヵ月金利とあります。この第1限月は6月、第2限月は9月、第3限月は12月と考えてください。金利先物というマーケットがあって、12月段階で3ヵ月物金利は幾らになるであろうかという予想のもとで取引が行われるわけですが、これを見ますと、12月限の金利は0.6%ぐらいです。一時0.8%ぐらいいきましたから、12月まで

の段階で日本銀行は2度ぐらい0.25%の利上げをするだろう。そういう想定のもとで、マーケットでは取引が行われているわけです。

これ以外にも、金融論を取られた方は知っておられるかもしれませんが、インプライド・フォワード・レートというのがあります。例えば、1年物金利と2年物金利を比較して、1年経った段階での1年物金利の予想金利を出すわけです。1年物金利と2年物金利によって、1年先の1年物金利の予想値を計算できるんですが、それをインプライド・フォワード・レートと言い、そういうものを毎日見ていると、今年は利上げは大体2回、来年は3回程度0.25%上げるという想定のもとで、いろいろな取引が現在行われているという状態です。

さて問題は、アメリカやヨーロッパと違って、日本の消費者物価の変化率は、プラスになったとはいえ、非常に小さい数字です。先ほど見ていただいたように、日本銀行の政策委員の判断として、今年度の消費者物価指数の変化率はプラス0.6%、来年度は0.8%と見ているわけです。ところが、今年の8月に5年ごとに行われる消費者物価指数の改訂が行われますと、それまで0.6%だったものが0.4とか0.3という数字に、大体下方修正されます。

なぜかといいますと、消費者物価指数は、いまのところ2000年基準ですから、2000年に平均的な消費者が買っていたバスケットというのをつくるわけです。例えば、これがその当時100円した。この商品に対して消費者が所得の1割を使っていたとしますと、この商品には1割というウエイトがかかっていることになります。そして、その商品の価格をずっと毎月毎月調べていって、この商品の値段が現在では90円になったとすると、1割の下落です。

しかし、普通に考えれば、値段が下がったものは、もっと余分に買っているという可能性が強い。あるいは、値段があまり下がらなかった商品は、あまり買わなくなったという可能性が強い。ですから、高くなったもの、安くならなかったもののウエイトは多分下がっているはずだけれども、高い比率でその商品がインデックスに入っているものですから、物価の変化率をどうしても過大評価してしまう。

合理的に行動する消費者でしたら、同じ満足を与えるものだったら、安いものを買っていくはずですし、安いところでごはんを食べるはずです。そうだとすると、2005年基準になったときのバスケットをつくって、そこで計算してみると、いままでは0.6%上がっていると思っていたものが、実は0.4%しか上がっていません、ということになるわけです。下手な説明で、わかっていただけなかったかもしれませんが、要するに今年度も来年度も物価変化率としては、先ほど見ていただいた0.6とか0.8%よりもちょっと低いということです。

さて、日本銀行としては、「物価が安定しているという状態は消費者物価指数の変化率が前年比で0から2%です」と定義しています。真ん中のポイントをとっても1%ですが、その1%にこの2年間通しても達しないわけです。

それではインフレ懸念はあるでしょうか。ヨーロッパの中央銀行、アメリカの中央銀行と同じように、インフレ懸念があるから利上げをするという理屈は通るでしょうか。通りにくいですね。

あるいは資産価格、特に地価はどういう状態かという、32ページを見ていただきますと、これは加重平均値ですから単純な平均値よりも上昇率が高く出ていますけれども、それで見ても、「15年も地価が下落しているんだから、少しぐらい上がってもいいじゃないか」というのが一般的な見方だと思います。地価が上昇し始めたから、急いで金融を引き締めなければいけないと言っても、なかなか通らない状態です。

さらに、33ページにありますように、金融機関にとって大事なコール市場というものが、ゼロ金利政策あるいは量的緩和政策を行うことによって、機能が非常に落ちてきた。市場規模も小さくなって、まともに機能していない。ある程度のリスクを反映して金利が動くような状態にならないと、このマーケットも活性化しないとよく言われます。それではこのマーケットの活性化のために利上げをしたいと言って、普通の人にわかるでしょうか。わからないと思います。政治家にとっても、全く何のことかわからないと思います。ですから、コール市場を正常化するという理屈もなかなか通りにくい。

物価変化率がプラスになってくれば、政策金利

をゼロのまま置けば、実質金利はマイナスになって、景気あるいは資産市場にあまりにも刺激的過ぎるから利上げをすと言っても、景気は過熱気味でもないし、物価も上がっていないし、地価の上昇も全国ベースでは大したことはない。株価もいまのところ、調整局面にある。あるいは、余りに低い金利を維持すると設備投資が前倒しで行われるとよく言われますけれども、最初にお話ししましたように、そういう現象も見られない。

となると、どこに利上げの理由を求めていったらいいのかということになるわけですが、レジュメに書きましたように、「経済の実体からかけ離れた金利を長期にわたって維持すると、さまざまな過剰を生んで、先行きの景気や物価の変動を大きくする蓋然性が強い」、これ以外に利上げの理由はないと思います。それでは実際の困ったこと、あるいはさまざまな過剰のハードエビデンスはどこにあるのかということ、ない状態です。これが日本銀行が直面している難しさであって、そこが先ほどお話ししたアメリカ、ヨーロッパと日本とが決定的に違うところです。

長い眼で見て、余りに異常な低金利を維持すれば、どこかで困ったことが起こるし、すでに起こっているのかもしれませんが、それが後になってわかるというのは往々にしてあります。ですから、上げるということは正しい。ではどこまで上げたらいいいのか。レジュメの最後にも書きましたように、経済実体にあった金利水準の目安って何だろうかということですが、

これには幾つか議論があって、1つは最近議論され始めている自然利子率です。これは大昔にウィクセルという人が言った概念ですけれども、中立利子率あるいは均衡実質金利もみな同じ概念ですが、一言で言えば、景気を刺激も抑制もしない金利水準です。

それはどのぐらいの金利水準かといいますと、幾つか仮定を置きますと、それぞれの経済が持っている潜在成長率に近いものだろうと言われております。いま日本の潜在成長率は1%台後半である、1.5から2であるということです。しかも、望ましい物価変化率はゼロではない、まあ1%ぐらい考えたらどうだということであれば、その1%プラス潜在成長率である1.5から2ですから、2.5から3というのが中立的な利子率であろうと言われ

ています。

そんな難しいことを言わなくても、35ページにありますように、1995年以降、実際の政策金利はほぼゼロに近づいたので、金利政策があまり利かなくなった時期ですね。それまでの10年間を見て、名目の経済成長率と政策金利であるコールレートの平均値を比較してみますと、この10年間、ほぼ同じ数字で、4.6%になるわけです。

しかも、ここで注目していただきたいのは、バブルのころどういう状態だったかということです。名目の成長率はブルーの線ですが、これだけ高い時期であったにもかかわらず、赤い線の政策金利はそれに対して相当低い状態でしたから、これがバブルの状況をつくり出した1つの大きな元凶であろうとされています。ですから、なるべくなら名目経済成長率程度が1つの目安になるのではないかと言う人もいます。

それで見ますと、例えば、2005年度の名目経済成長率は1.9%でしたから、まあ大体2%前後だろう。先ほど言いました中立利子率が2.5から3ということですので、2とか3とか、そこいらへんが経済実体に即応した金利であろうということになるわけです。

それではそういった金利にどのぐらいの時間をかけて近づけていこうとしているのか、いま全く情報がありません。日本銀行はいつ利上げを開始するのだろうか、どういうペースで利上げをする

のだろうかということに関して、マーケットではいろいろな思惑のもとで取引がされ、短期的に大きく振れ動いているわけです。なぜ振れ動いているかという、それを考えるうえで参考となる情報が日本銀行から出ていないからです。

どの辺が金利の目安になるのかということは、大体皆さん、まあ2とか3だろうねえということまではわかっています。日本銀行は過剰なおカネを吸収し終わったら、そんなに時間を置かないで利上げを始めるだろう。ここまではいい。それでは2年でそこに達するのか、3年で持つていくのか、4年で持つていくのかということについては全くクルーがないという状態なものですから、いろいろな人がいろいろなことを言うわけです。そのたびに、なんとなくマーケットがそう考えると、金利がひゅーと上がってみたり、株がこれだけ下がる。いや、日本銀行は思うように利上げはできないとなると、金利はひゅーっと下がったりする。

ですから、これから日本銀行としては、どのぐらいのペースで利上げをしていこうと考えているかということに関連した情報をなるべく出していく。そういう情報を出すことによって、自分たちの考えている利上げペースを市場と共有することによってマーケットを安定化させつつ、望ましい金利水準に持つていくのではないかと、というふうに考えています。以上です。