

わが国の金融経済

情勢について

日本銀行副総裁



むとう 武藤
としろう 敏郎

日本経済は緩やかに回復

今の経済情勢と日本銀行の金融政策について若干お話ししたいと思います。日銀も政府も同じ見方ですが、わが国経済は緩やかに回復しているというのが現状評価であります。アメリカと中国をはじめとする東アジアの好調な経済情勢を反映して、日本の輸出が昨年あたりから急に伸びてまいりました。外需主導という物議を醸すわけですが、残念ながら内需が力強く回復するという状況にはありませんので、ある程度は、外需に頼らざるを得ないというのが実態だと思います。

輸出が増えたために、輸出産業、特に大企業の製造業を中心に生産が増え始めました。こうした生産の増加に伴い、収益も増え、なかには「戦後の最高益」などという新聞報道もあるくらい好調な収益を誇る企業も出てまいりました。加えて企業のリストラ努力も、収益の改善に大きく寄与しています。このように、収益が増えてまいりますと企業としては、設備投資に回そうということで、設備投資も増加局面に入りました。

ただ、残念ながら今のところ、企業が雇用を増やそうという状況ではございません。従いまして、雇用者の所得もあまり増えない、個人消費もあまり伸びないというのが現状でございます。しかし、ごく最近のデータを見ますと、個人消費が意外と強めの動きになってきています。今後、もし本格的に個人消費が増えるとする、日本経済は内需中心の順調な回復過程に入るといった可能性があると思います。ところが、雇用者の所得は昨年のボーナスはそんなに増えておりませんし、今年の夏は多少増えるかもしれませんが、今のところ、はっきりと増加に転じる状況にはありません。従って、

個人消費の回復についても、当面は限界があるだろうと思っています。

依然として続く消費者物価のマイナス状態

物価のほうは、消費者物価指数（生鮮食料品を除くベース）の前年比は、昨年10月に+0.1%のプラスに転じた後、概ねゼロ近傍で推移しています。消費者物価指数の前年比は98年半ば以降、ほぼ一貫してマイナスで推移しており、2001年には△1%まで下落する局面もありました。緩やかなデフレ状態がこれほど長く続くことは、戦後初めての経験であります。

こうしたなか、ごく最近では消費者物価指数の前年比のマイナス幅はゼロまで縮小し、多少デフレ脱却の兆しが見られつつあるということなのですが、これも子細に見ますと、必ずしも、もろ手を挙げて喜んでいられない状況です。なぜならば、最近の前年比のマイナス幅の縮小には、昨年の診療報酬の引き上げ、たばこ税の引き上げ、冷夏によるコメの値段の上昇といった一時的な押し上げ要因が少なからず寄与しているからです。望ましい経済・物価の姿とは、景気の回復に伴って需要が増加し供給過剰の状態が解消される、つまり、需給ギャップが縮小することによって消費者物価が上がってくるということです。先ほど申し上げたような一時的な押し上げ要因を差し引きますと、わが国の消費者物価は依然として△0.5%程度でマイナス状態が続いていると、われわれは判断しております。

中国の好景気で国際商品市況は上昇傾向

この状況が今後どうなるのか。デフレ脱却はいつごろ展望できるのかというのはなかなか難しいことではありますが、日本銀行では、2004年度中はこの前年比マイナスの状況が続くのではないかとみております。今年の秋口以降どのようになるかということが一つのポイントだと思っておりますが、なかなか物価が上がるという期待ができない状況です。

ただ、国際商品市況が最近急騰しています。上がっているのは主として、鋼材、銅、非鉄金属関係、あるいは建材等ですが、これには中国経済の発展が大きく寄与しています。中国は去年の成長率が9%ということで、日本の高度成長期並みか、それ以上の高度成長を遂げています。その影響を受けて、日本に輸入される国際商品も値上がりしてきているので、卸売物価（国内企業物価）も前期比でプラスになってきています。

素材価格が上がるとメーカーのコストが上がり、通常であれば、メーカーは仕入価格の上昇分を製品価格に転嫁する

のですが、最近では、メーカーは大変な合理化努力をしていますから、ある程度の上昇は自ら吸収してしまいます。その結果、製品価格はまだ上がっておらず、消費者物価が上昇するには至っていません。もっとも、一段の景気回復に伴って、川上の価格上昇が次第に川下の価格に波及し、消費者物価が上昇に転じ、デフレが解消されていくことになるでしょう。しかしながら、現時点では、そうした状況はまだ展望できないということでありませぬ。

また、輸出産業は大手製造業が中心なものですから、非製造業になかなかこの影響が及んでいない。さらに、中小企業にまでは及んでいない。従って、景気回復の広がり欠けるということが一つあるかと思ひます。中小企業に及ばないと、サービス産業に及ばないということは、言葉を換えると、地方に景気回復が及んでいないということとほとんど同義であります。

日本銀行の金融政策・量的緩和政策の意義と効果

ここで、日本銀行の金融政策ということになるわけですが、現在、短期金利はほぼゼロであります。正確には0.001%という金利が付きますが、手数料の負担などを考慮すると、お金がどんなにあっても運用しようという意欲がわかないわけでありませぬ。

日本銀行では量的緩和政策を2001年3月に導入しました。日本銀行は民間の銀行相手にお金を貸したり預かったりするわけですが、その民間銀行から日銀の当座預金に預けられている無利子のお金の残高が33兆円ぐらいあるわけですね。

準備預金制度というのがありまして、銀行は預金の一定割合を日銀に無利子で預けて確保しておかなければなりません。預金を全部だれかに貸しておきますと、仮に何らかの事情によって預金者が大量に自分の預金を引き出すことになったときにお金がないということになりますから、準備預金制度によって、銀行は日銀に義務的に預けなければならないことになっているわけですね。日銀に預けることが義務付けられている金額——所要準備額といひますが——だいたい6兆円ぐらいですから、その6倍ぐらいの余計なお金が日銀によって供給されているというわけですね。

普通の状況では、銀行が無利子のお金を持っていたら、必ず運用をして利ざやを稼いで収益を上げることが当然なわけですね。日本銀行の量的緩和政策の狙いの一つは、潤沢な資金を供給することによって、銀行が安心して企業などへの貸出を行うことができる環境を整備することですね。しかしながら、実際には、銀行はそういう行動を積極化するには至っていません。

自己資本比率に配慮した銀行の慎重な貸出姿勢

これはなぜなのかというと、非常に難しい現象でして、いろいろな見方があるわけですが、銀行は実は貸そうとしているわけですね。貸すにふさわしい信用力があればいくらでも貸しますということなのですが、そういう企業が少なくなってきた。それどころか、今、企業は借金を返済しようということで、収益が上がると借金返済に回すわけですね。過剰債務を返済しているわけですね。銀行にとっては、返済されたお金というのは貸出残高の減少になります。新たに貸し付けるほうは貸出残高の増加要因ですが、入ってくるほうが多くなると、残高ベースでは貸出は減るわけですね、そういう状況が起こっているわけですね。

一方、貸すほうは、昔であれば多少リスクをとって貸したわけですが、近年では不良債権問題の影響によって、金融機関のリスク負担能力が低下しており、信用力の低い企業を中心に、従来に比べて貸出姿勢が慎重になっています。また、いわゆるBIS規制により、リスクのあるところに金を貸しますと、その一定割合を自己資本として積み立てるよう義務付けられていることも、金融機関の慎重な貸出姿勢に寄与していると考えられます。

昔であれば、多少は大目に見たというわけか、循環的な景気回復局面では、金融機関というのは景気の悪いところに対しても、「返せ」などと言わずに貸したままにしておきましたし、企業は景気が良くなると利子を付けてちゃんと返してくれていたわけですね。そうやって地場企業を育てるのも金融機関の役割だったわけですが、今はそんなゆとりがなくなっていると言ひませぬ。

従って、金融政策を今までのルートで機能させようとしても、その波及の仕組み——われわれはこれを「トランスミッション・メカニズム」と言っているわけですが——が十分に働いていなければ、うまくいかないわけですね。自動車のギアと同じで、エンジンをいくら吹かしてもトランスミッションがピシッと噛み合っていないければ車輪が回らないわけですね。日本銀行は個人や企業に直接お金を貸すのではなく、金融機関を通じてお金を個人や企業に届けるわけですが、その部分が目詰まり状態になっているわけですから、金融緩和の効果がなかなか波及しないというわけが現状であります。

それに金融不安ということが起こりますと、個人のほうも銀行に預金を預けることをしないでタンス預金にしておくといった、従来には見られなかった行動をとるようになります。その結果、金融政策が今までと違ったメカニズムになっているわけですから、なかなかうまく動かないということですね。

金融緩和の波及メカニズムの強化策

現在、日本銀行による大量の資金供給により、金利はほぼゼロで推移していますが、金利をゼロ以下に引き下げることにはできません。これを「金利のゼロ制約」と言います。金利がプラスのあいだは日本銀行は金利を変更することにより、銀行や企業などの利害得失に働き掛けて、それらの行動に影響を及ぼすことができます。しかしながら、金利がゼロまで低下すれば、さらに金利を引き下げることにより、銀行や企業などの行動に影響を及ぼすことはできません。こうした状況を踏まえ、日本銀行では、量的緩和政策により、大量の資金を供給しているわけですが、これが直ちに銀行貸出の増加につながらないことは、先ほど申し上げたとおりです。

日本銀行では、量的緩和政策とともに、金融政策の「トランスミッション・メカニズム」改善のため、証券化ビジネスの発展をサポートする施策を講じています。証券化とは、金融機関の貸出債権や企業の売掛債権を集めてプールし、それを異なったリスクの有価証券に再構成のうえ、投資家に売却するものです。アメリカでは証券化ビジネスの代表的商品である資産担保証券の市場規模は何百兆といった規模に達しています。残念ながら日本では現時点で非常に小さなマーケットにすぎません。日本銀行ではこうした市場の発展をサポートするため、昨年夏より、自ら資産担保証券の買い入れを実施しています。従来のような銀行を経由する「トランスミッション・メカニズム」がなかなか動かないことを踏まえて、銀行の自己資本の状況に直接影響されない手段を講じることにしたわけです。

「コミットメント政策(時間軸効果)」でゼロ金利政策継続を宣言

日本銀行の金融政策のもう一つの柱は、「コミットメント政策」とか、「時間軸効果」と言われるものです。難しい言葉で表現しているのですが、要するに、日本銀行は、「デフレを脱却し、消費者物価がプラスになって将来もずっとプラスになると見込まれるまで、量的緩和を継続する」という約束をしているわけなのです。

これはどういうことを意味するかというと、通常であれば、景気の回復に伴い、マーケットでは、「日本銀行は金利を引き上げるのではないか」という予想が広がります。現在、短期金利はほとんどゼロで推移しており、マーケットはいわば風状態になっているわけですが、万が一金利が上昇したときに金融機関がどう行動するかというのは大きな関心事項です。市場参加者が、日本銀行の顔色をうかがって何か動きがあったらわれ先にと行動に出ようと思っているわけ

です。

金利というのは、ちょっとした思惑で急に上昇することがあります。今でも時々そういうことがあるのですが、短期金利はほぼゼロで推移する下でも、長期金利は急に上がったりします。景気が回復し、経済・物価の先行き見通しと整合的な形で金利が上昇するのは望ましいシナリオなのですが、景気は依然としてデフレが続いているにもかかわらず、思惑から金利が上がるというのは、為替レートが投機家の思惑によって円高になるのと同じように、非常に具合の悪いことでありますので、そういうことがないように日本銀行は将来にわたってデフレを脱却するまでは金利を上げませんということに約束しているわけです。いわば政策変更の自由度を自ら縛ることによって政策とするという、ある意味では自己矛盾した政策なのです。

こういう三点セット、量的緩和・時間軸・資産担保証券の買い入れというのは、いずれも日本銀行がこれまでに実施したことがない政策です。戦後の期間を通じて、短期金利の変更が主たる政策ツールでありました。海外でも量的緩和などの政策を実施している中央銀行はありません。デフレに陥っている国は、少なくともG7の国ではまだないからです。

インフレより脱却が難しいデフレ

アメリカは今、政策金利が1%の状況下で、消費者物価が1%台という低い水準で推移しており、FEDは非常に神経質に万が一消費者物価がマイナスになったらどうするかということ、日本銀行の政策を基に一生懸命勉強しております。そういう意味では、あまりうれしくない手本に日本銀行はなりつつあるわけなのです。FEDも言っていますが、最も望ましいデフレ対策は何かというと、デフレにならないことであるというぐらいに、デフレになってしまうとそこから抜け出すのは至難の業なのです。

インフレは金融政策を引き締めることによって抑えるということは今まで何度もやったこともあるし、経験もあるし、教科書にも書いてある政策なんです。デフレを押し上げるというのは教科書には載っていない政策なのです。本来、そういうときには財政が公共事業等をやってデフレ対策をやるのが昔のやり方でした。金融政策はどちらかというインフレ対策に効きます。

財政政策はどちらかというデフレ対策に効くという役割分担でありましたが、バブル崩壊後、3度ばかり財政出動をしました。事業費ベースで60兆円とか、何カ年にわたってですが、そのたびにちょっと景気が良くなれば、それをやめるとそのままポシャってしまうということが続いたわけ

です。

当時、われわれもこれは何とかならないものかと思っておりましたが、財政というのは永遠にエンジンを吹かし続けることはできません。ファイナンスができなくなります。国債発行というのも限界があるのでできないのですが、どうやらわれわれの結論は民間の企業の財務諸表が本当に不良債権で傷んでいるときには、財政出動をいくらしてもそれが公共事業をやっ、ゼネコンの売上が上がり、収益が上がって雇用に波及するというような呼び水効果があまり機能していない。

財政で売上が上がると、今までのゴルフ場に投資した不良債権の処理に充てるといふようなことで、何となくメカニズムが違う状態になっている。ですから、財政も金融も結局民間企業のリストラ、効率化、不良債務の処理、過剰設備の処理といったようなことをきちっとしないと、政策もなかなか効かなくなってくる。そういう状況に陥っているというふうに思います。

ただ、そういう状況の中で、だいぶ違ってきたのかなと私は個人的には思っております。1990年に、バブルの最後を迎えて1991年にバブルが崩壊いたします。それから今日までずっとバブルの後遺症に苦しんでいるわけでありまして。バブル崩壊直後は、株が下がり、地価も暴落しましたが、もうちょっと我慢するとまた元に戻るというふうに思っていたのではないのでしょうか。じっと我慢していれば不良債権でなくなるだろうと思っていたのです。

住専問題から長銀、日債銀破綻

ところが、どうも怪しいらしいということになったのが住専問題であり、決定的なのが山一証券の破綻でありました。毎週のように破綻する会社が出てきて、毎週土日になると当時の三塚大蔵大臣の私邸に出掛け、月曜日に破綻処理の発表の詰めをしたことを覚えているのですが、その翌年、長銀と日債銀が破綻をしたわけです。不倒神話というんでしょうか、大金融機関がつぶれるはずがないと思っていたのが、いとも簡単に破綻をしたということで、これは大変なショックでありました。

そうなるちょっと前から、住専の処理あたりから大変なことになってしまったということで、深刻の度合いの大きさを認識したということかもしれません。そのあと、結局、大きな破綻があるとみんなあきらめたという言葉が適切でないのですが、これはもう一回ゼロから出直そうというように、企業の方も思われたのではないのでしょうか。徹底したリストラが、その前後からあったと思います。

構造改革を支える日銀の政策

「選択と集中」と盛んに言いますが、企業の合併、弱い体質のところはどんどん切り捨てるという大手術中なわけで、これはかなり進んだと思います。そういうことをいち早く手掛けてやっていったところが、今はだいぶ良くなっているのだと思います。まだまだ遅れているところもあって、それがまだ済んでいないのかなと思いますが、明らかに変化の兆しがあるのではないかとということです。

しかし、リストラを行い、企業の再編を行うということは、実は景気に対しては短期的には下押しの圧力を働かせるわけです。解雇であるとか、給与を抑えるとかいうことをするわけですから。しかし、これをしないでのんびりしているといつになっても良ならないということで、跳躍するためにはいったん身を低くしなければいけないということなのではないかなというふうに思っております。

日本銀行はそういう民間の状況が一段落するまでは、徹底して金融緩和政策を続けようとしています。マーケットからは、緩和政策はまやかして、効果ははっきりしない、格好だけつけているのではないかと人がいますが、それだったら代わりにどんな政策があるかということと言う人は、今のところあまりいません。

財政出動しろと言う人もさすがになくなり、政治の方面からも、昔であれば「公共事業を増やせ」という大合唱だったのが、今やそんなことを言う人はいなくなったと思います。それを何度やっても効果が小さいということで、認識がずいぶん進んできたのではないかと。その結果、例えば、年金とか、医療とか、社会保障の問題などもずいぶん議論が正常化してきたように思います。サービスを落とさなければいけない、負担を増やさなければいけない、場合によっては消費税も上げるかもしれないということ、去年の暮れは政治の場で大議論していたし、しかも、消費税は絶対に上げないという総理のもとでそういう議論をしているわけですから、考えてみると、ここまで来るとそう都合のいいことはないのです。徹底的にしないでいけないうことになったのではないかと思っています。

そういうことで少し明るい兆しが出始めていますが、これが本物になるかどうかはまだまだ分かりません。過去何回かあったように、またポシャってしまったら大変なことなので、これを一刻も早く本物の回復にしなければならぬ。そのためには、あらゆる政策を総動員していかなければならぬということ、今、日本銀行の中で話し合っているところがあります。

(3月22日 第328回ITUクラブ例会より)