

量的緩和政策からの転換に向けて

社団法人 経済同友会

はじめに

2001 年 3 月に導入された量的緩和政策は、当時も今も世界に例を見ない超緩和型の金融政策である。導入当時の日本経済はデフレスパイラルに陥りかねない状況にあり、金融のシステミックリスクも燻っていたが、量的緩和政策はこれらを払拭し、日本経済を安定成長軌道に乗せるために、いわば「非常時の金融政策」として実施された。しかしながら、近年、大局的には景気もようやく立ち直りを見せ、日本銀行から景気の踊り場脱却宣言も出されるなか、この量的緩和政策の解除に関する議論が盛んになっている。

金融政策の転換は、その手順と時期次第では、景気動向・金利変動・資金調達環境にインパクトを与え、経営環境に少なからぬ影響をもたらすことから、我々産業界・金融界としても多大な関心を寄せているテーマである。

本稿は、量的緩和政策の効果や副作用を整理して、経営環境に対する無用の攪乱を回避し、構造改革の進展に資するために、同政策の解除にあたってはどのような視点から検討されるべきかを述べ、以って日本銀行と市場および産業界・金融界との対話が、円滑かつ有意義なものとなることを企図して、取りまとめたものである。

【1】量的緩和政策の評価

量的緩和政策はすでに 5 年目を迎えている。この政策は、「操作目標を短期金利ではなく日銀当座預金残高に置き、民間金融機関が必要とする準備預金を大きく上回る流動性を供給し、デフレを払拭しようとする政策」であり、結果として短期金利はゼロに貼り付くこととなった（→図 1）。

量的緩和政策は、当初、

金融機関の流動性不安を鎮め、金融のシステミックリスクを抑え込む効果
景気低迷によるデフレスパイラルを回避する効果

を大きな政策目的とし、さらに

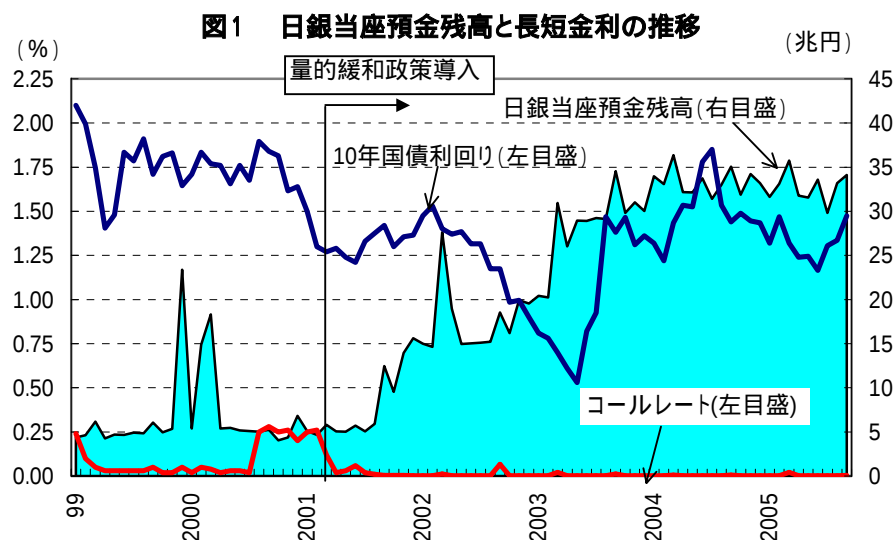
長期金利に関して、市場参加者の期待を低位安定させることで景気を下支える効果

金融機関のポートフォリオ・リバランスを通じて、貸出や株式・債券投資の増加を促す効果

為替円安により物価下支えと輸出増加を促す効果

などを期待して導入された。

量的緩和の政策効果については、まず第一に、金融機関が流動性不足により連鎖破たんする恐れを抑え込み、金融のシステミックリスクを解消する上で大きな効果が認められたと言える。次に、デフレ進行の懸念については、スパイラル的な悪循環に陥ることなくこれを回避することができたと思われる。さらに、長期金利が長らく低位安定を保っていることから、この支援効果もあって、いわゆる企業の「3つの過剰（負債、設備、人員）」は概ね解消されるなど、財務リストラや再編・事業の再構築を側面支援してきたと評価できる。



(注) コールレートは無担保・翌日物。10年国債利回りは新発物。

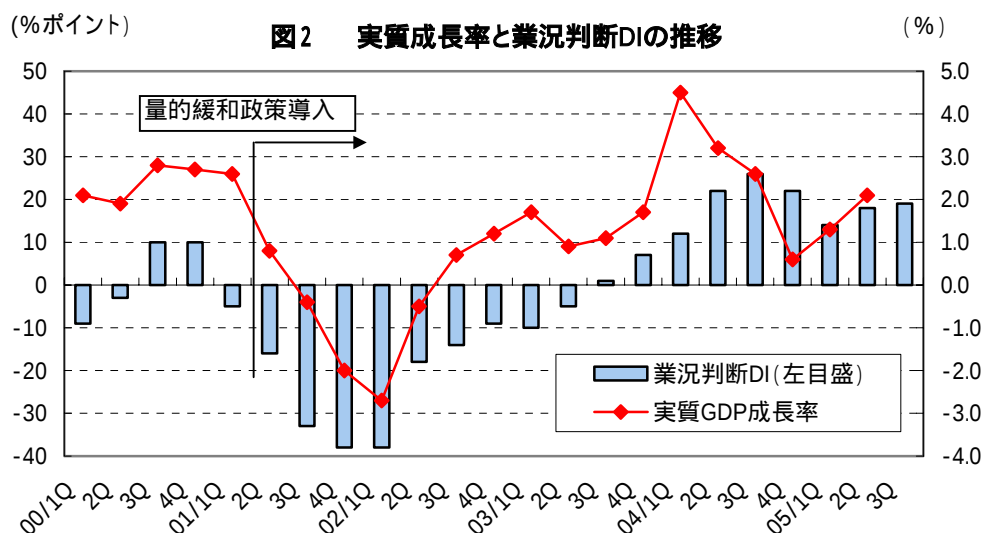
(資料) 日本銀行HP等

【２】正常化に向けて動き出した日本経済

この間、米国や中国の経済成長に牽引された輸出の拡大、設備過剰感の後退に伴う設備投資の再開、家計所得の下げ止まりを背景とした堅調な個人消費、企業の収益力の著しい向上 - などにより、日本経済は大方の予想を上回る回復を見た。

昨年夏以降、IT 関連財の生産・在庫調整を主因に続いてきた踊り場局面も脱却しつつある。不良債権処理に目途が付いたことから、金融のシステミックリスクは大幅に低減、銀行の貸出姿勢も積極化し、株価は 1 万 4 千円台まで上昇した。こうした景気回復の動きを背景とした需給改善により、消費者物価指数（除く生鮮食品）のマイナス幅も足元（2005 年 9 月）では前年同月比▲0.1%まで縮小した。企業の景況感（業況判断 DI）も、一部の非製造業中小企業に回復の遅れが見られるものの、全般としては大幅に改善している。（→図 2）

景気の先行きについては、原油価格の高騰や米国・中国経済の失速懸念などリスク要因は残るものの、息の長い緩やかな景気回復が続くとの見方が大勢であり、現在の経済環境は量的緩和政策導入時とは大きく異なるものとなっている。



(注) 実質GDP成長率は前年同期比。業況判断DIは製造業大企業。
(資料) 内閣府「国民所得統計」、日本銀行「短観」

【 3 】 量的緩和政策の副作用

日本経済が正常化に向けて動き出し、金融のシステミックリスクやデフレスパイラル懸念が大きく後退したなか、緊急避難的に導入された量的緩和政策はその目的をほぼ達成したと見られ、最近では、むしろ副作用が将来の日本経済に与える悪影響が懸念されている。すなわち、経済が正常化しつつあるにも拘らず、それに相応しい適正な金利が金融市場で形成されない状況、あるいは金利がリスクに応じた水準より低位に止まる状況を生み出していることである。金融市場における価格機能が低下していることから、資金調達者・供給者いずれにも与せず、公平であるべき金融市場のポジションが、調達者に偏る状況が生じていると考えられる。

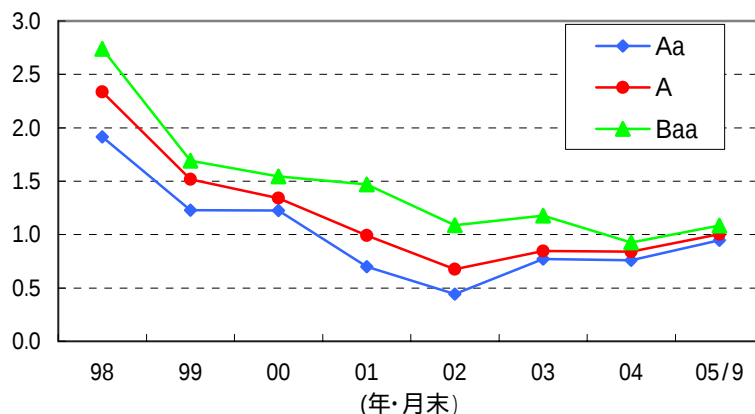
この副作用を放置すると、将来、下記に示す様々な弊害を増長させる恐れがあり、ひいては、企業活動の基盤である健全な市場経済の実現を妨げる、経営環境に攪乱要因を生み出す、構造改革の進展を遅延させるなど、将来に禍根を残すことになりかねない。

1．金融市場における不適正なリスクシェアリング

第1は、債権・債務者間あるいは債務者間における、不適正なリスクシェアリングである。短期金融市場では金融機関の信用力に応じたレートが付いておらず、銀行貸出市場や資本市場でも信用スプレッドは異常とも言える縮小状態が続いている（→図3）。これは、信用力の低い債務者が自らのリスクに応じた対価を十分負担しておらず、債権者に相対的に大きなリスクがシワ寄せされていることを示している。

換言すれば、企業に対する金融市場による規律付けが不十分ということであり、中長期的には経済の新陳代謝を阻害し、人材や資金の効率的な配置を妨げる恐れがある。

(%)
図3 普通社債価格付別気配利回りの推移
(5年物)

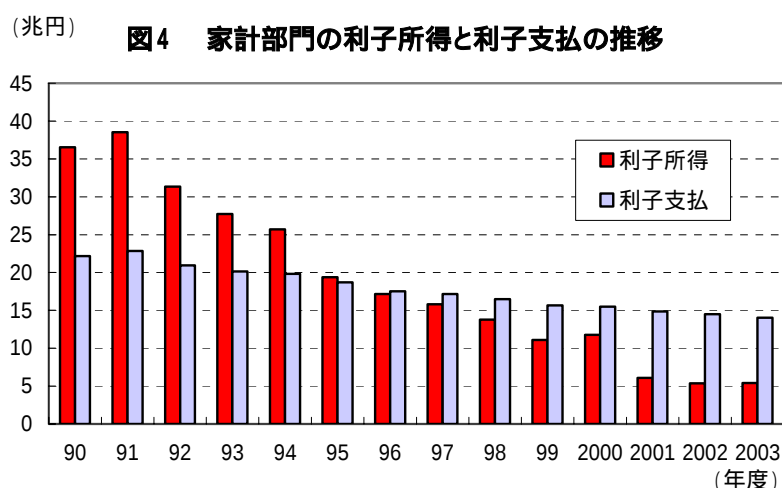


(資料) 日銀「金融経済統計月報」、Bloomberg

2. 適正な金利収入の喪失

第2は、適正な金利収入の喪失である。経済が正常化する状況でも従前どおりの量的緩和政策と超低金利が継続され、金利水準が適正水準より低位に止まるのであれば、企業・家計にとって本来得られた金利収入が失われる恐れがある。

これは、リスクに応じた適正なリターンが得られないことでもあり、上記で指摘した不適切なリスクシェアリングの一つの側面でもある（→図4）。



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

3. 財政規律の低下に伴う金利急騰懸念

第3は、財政規律の低下に伴い財政状態がより悪化することで、国債利回り、ひいては長期金利が急騰する恐れが高まることである。量的緩和政策によりもたらされた長期金利の低位安定により、国および地方公共団体など公的部門は、個々の財政状態にあまり左右されず極めて低金利での資金調達（国債、地方債の発行等）が可能であった。

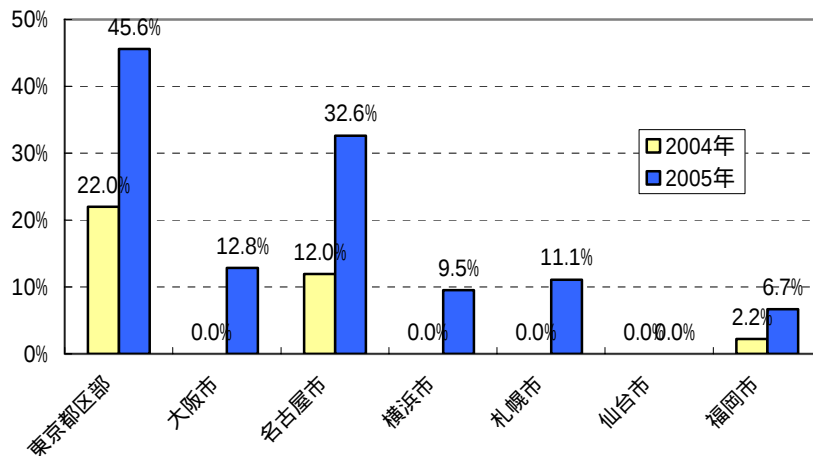
今後、財政改革を進めていくにあたり、公的部門が資金調達する際には、そのリスクに見合った金利が付される必要があるが、今のままでは、金利を通じた財政規律が不十分となる恐れがある。これによって財政赤字の削減が遅れ、わが国財政、ひいては国債に対する信認が低下する場合には、金融市場において長期金利が急上昇し、経済を混乱させる恐れがある。

4. 実体経済と乖離した資産価格の上昇

第4は、資産価格について、実体経済と乖離した上昇を加速させる懸念である。金利の価格機能の喪失ないし低下が継続した場合、超低金利を前提とした資産価格形成が常態化し、投資家のリスクマインドが低下することによって、すでに過熱気味といわれる都心部商業地の地価について、今後、一層の高騰を

招いたり、急激な株価上昇を招く恐れがある（→図5）。

図5 都市別地価上昇地点の構成比
(商業地:中心部)



(注)対象区域は以下の通り。

東京都区部: 千代田区、港区、中央区	大阪市: 北区、中央区
名古屋市: 中区、中村区	横浜市: 神奈川区、西区、中区
札幌市: 中央区	仙台市: 青葉区
福岡市: 中央区、博多区	

(資料)国土交通省「地価公示」

5. 将来の適切な金融政策実現への制約

第5は、日本銀行の今後の政策転換が、よりドラスティックなものになる恐れが高まることである。将来、原油価格の高騰によるコストプッシュなど物価上昇圧力が高まることも想定されるが、その場合、超低金利から金融引き締めの方へと急激な政策転換を強いられる可能性がある。さらに、財政赤字の一層の膨張が同時進行するようなことになれば、市場で予想外の金利急騰を招き、日本経済全体に大きなマイナスインパクトを与えることもあり得る。

【4】量的緩和政策からの転換に向けて

現在の日本経済は、デフレの解消に近づきつつある段階であり、直ちに景気過熱を心配する状況ではない。しかしながら、前述の副作用による弊害の増長も勘案すると、プラスの金利を操作目標とした従来型の金融政策に向けて舵を切るべき時期が近づいていると思われる。

そのためには、日本銀行は量的緩和政策解除の議論を本格化させ、金利機能の働く金融市場・資本市場の再構築に向けて、具体的政策転換の緒に就くべきと考える。

日本銀行においては、その目的・理念である「信用秩序の維持」「物価安定を通じた国民経済の健全な発展」を実現するためには、金利機能の回復は欠かせないものであることを説明しつつ、その目的・理念に則った役割を果たすことを期待したい。

量的緩和政策の解除は、「金利を操作目標とした金融政策への転換」ではあるが、現実にはなだらかな移行期間が想定される。初期のステップとして、例えば当座預金残高の段階的な引き下げが考えられるが、このこと自体は直ちに金融引き締めとは言えず、依然として十分な流動性を保ったままの金融緩和状態が続くことに変わりはない。

なお、当座預金残高目標の引下げに踏み出した場合、市場では金融引き締めと受け止められ、一時的に金利がオーバーシュートする可能性は否定できないため、経済の実態と乖離した急激な金利上昇あるいは金利の乱高下を招かないように、日本銀行は具体的なペースや手順、及び金融政策に関する基本スタンスを市場に対して可能な限り積極的に発信、対話を行いながら実施する必要がある。

日本経済にとって、この政策転換はいずれ不可避となるプロセスであり、長い目で見れば、構造改革の遅延という多大なマイナスインパクトをできるだけ少なく抑えることにつながるとの認識が重要であろう。

【５】結び - 民間主導による持続的な経済成長を目指して -

日本経済が労働力人口の減少の下でも持続的な成長を確保していくためには、市場メカニズムが機能する領域をできるだけ広げる経済運営を指向すべきである。すなわち、企業・家計・国など各経済主体が、規制や行政指導ではなく、市場で形成される価格をシグナルとして経済合理性に則って行動し、その結果、資源の最適配分と生産性向上が実現することが望ましい。

経済の新陳代謝が促進され、有能な人材や資金が成長分野に向かうことで、持続的かつ安定的な経済成長を実現する道筋が開かれ、新規事業を生まれやすくする諸政策の実施によって、このダイナミズムはさらに加速されるであろう。

量的緩和政策は、非常時の金融政策として日本経済の正常化に相応の効果を発揮したが、その副作用として、金融市場における価格機能を阻害しているため、金融市場の再構築という視点からの政策転換が求められる。

その際、政府は、「小さくて効率的な政府」を目指す財政構造改革の具体策を明確に打ち出していく必要がある。財政再建への前向きなメッセージとして市場に安心感を与えることで、マイナスインパクトを抑えることが大切である。

我々経営者は、金融市場における価格機能が回復するなか、市場メカニズムが適切に機能する市場において、企業の成長と効率性を最大限追求し、競争力を高めるために努力する。それこそが、将来にわたって日本経済を安定的かつ持続的な成長に導くものと確信する。

以上

【補 論】

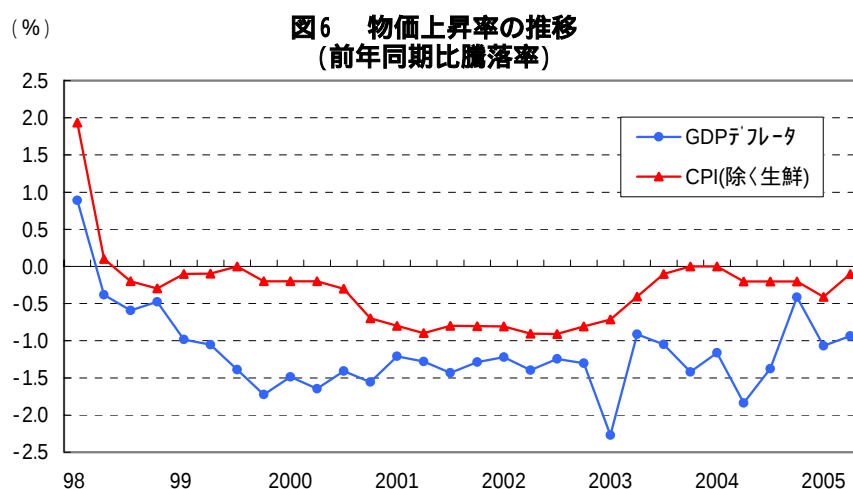
政策転換に際しての留意点

政策転換へのプロセスは、経済の実態と乖離した急激な金利上昇あるいは金利の乱高下を招かないように、日本銀行が具体的なペースや手順、及び金融政策に関する基本スタンスを市場に対して可能な限り積極的に発信、対話を行いながら実施する必要がある。

その際の具体的な留意点としては、下記の6点があげられる。

1. デフレ脱却の判断基準

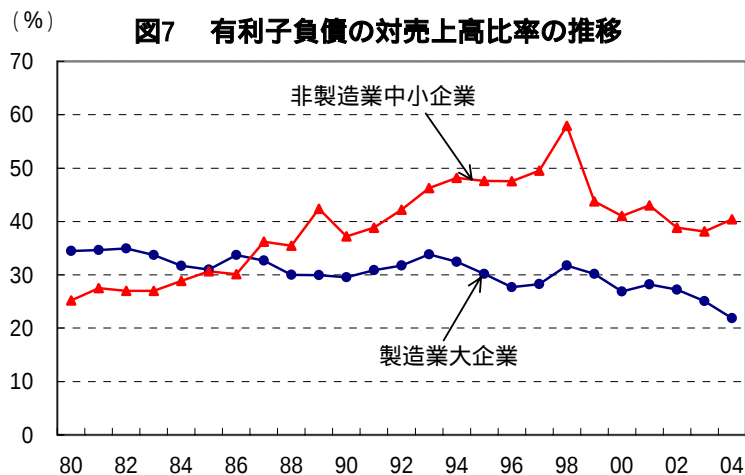
日本銀行が判断基準としている物価指標は消費者物価指数（除く生鮮食品）であるが、他の物価指標（GDP デフレーター、企業物価指数）の見方や、来年予定されている消費者物価の基準年次の変更（2000年→2005年）にともなう騰落率の調整にどのように対処するのか、見解を明らかにしておくべきだろう（→図6）。



(資料)内閣府「国民所得統計」総務省「消費者物価指数」

2. 景気動向や中小企業への影響

来年度の景気を展望すると、設備投資や企業収益の伸びは相当程度、鈍化するという指摘もあり、原油価格上昇の影響も懸念されるところである。家計の税・社会保障負担も増加する中で、量的緩和政策の解除がもたらす金利上昇が、景気回復を腰折れさせることが無いかどうか、また、過剰債務の削減が遅れている中小企業などに対する影響に留意すべきであろう（→図7）。



(注)有利子負債:長短借入金、社債、受取手形割引残高
 大企業:資本金10億円以上 中小企業:同1千万円以上五千万円未満
 (資料)財務省「法人企業統計年報」

3. 不動産価格および株価への影響

REIT 相場の上昇や不動産ファンドの急増など、不動産を活用した金融商品に対する需要が高まっており、その運用パフォーマンスは市場長短金利と比較されるようになってきている。このため、金利が上昇に転じた際には、不動産運用の期待利回り、ひいては収益還元法で不動産価格を評価する際に用いられる割引率（ $\text{キャップレート} = \text{リスクフリーレート} + \text{不動産リスクプレミアム}$ ）も上昇するので、不動産価格には下落圧力がかかることになる。

現在の割引率は、量的緩和政策が長期化していることから、超低金利が持続することを暗黙のうちに織り込んでいる可能性がある。金利が上昇に転じた時、不動産価格や REIT 価格、不動産を組み入れた証券化商品の信用力にどの程度マイナスの影響が出てくるのか、留意すべきである。

また、株式市場はこれまでのところ堅調に推移しているが、今後の株価動向にも注意を払いながら、政策運営にあたるべきであろう。

4. 国債価格の下落

金利の上昇スピードや水準によっては、保有国債の価格下落により、民間銀行の資産の健全性や収益に悪影響を及ぼす恐れがある。さらに、中央銀行である日本銀行の保有する資産価格の低下が、市場における為替・金利・株価の攪乱要因となることも考えられる。

5. 国債費の増加

金利機能の回復による財政規律の確立は必要不可欠ではあるが、国債利回りの上昇度合いによっては、国債費が急増する恐れがある。それによって財政再

建が遠のき、日本国債に対する内外市場の信認が低下する場合もあり得る（→表 1）。

表 1 一般会計公債費の推移

(兆円)					
年度	公債発行額	公債残高	国債費	国債利回り	
				うち利払費	(%)
1995	21.2	225.2	13.2	11.7	3.34
1996	21.7	244.6	16.4	11.7	3.07
1997	18.5	258.0	16.8	11.7	2.32
1998	34.0	295.2	17.3	11.6	1.51
1999	37.5	331.7	19.8	11.4	1.77
2000	33.0	367.6	22.0	10.7	1.75
2001	30.0	392.4	17.1	10.4	1.33
2002	35.0	421.1	16.7	9.6	1.25
2003	35.3	460.0	16.8	9.1	1.01
2004	36.6	505.1	17.6	8.7	1.50
2005	34.4	538.4	18.4	8.8	1.29

(資料)財務省・日本銀行HP

6. 物価目標導入の是非

量的緩和政策を解除し、金利ターゲットの金融政策に回帰した後、物価目標を導入すべきとの意見がある。中長期的に目指す物価水準を示すことで、市場参加者の期待形成の安定化を狙うものであろうが、それによってどの程度の効果が期待できるのか議論が必要となる。

以上