

Weekly エコノミスト・レター

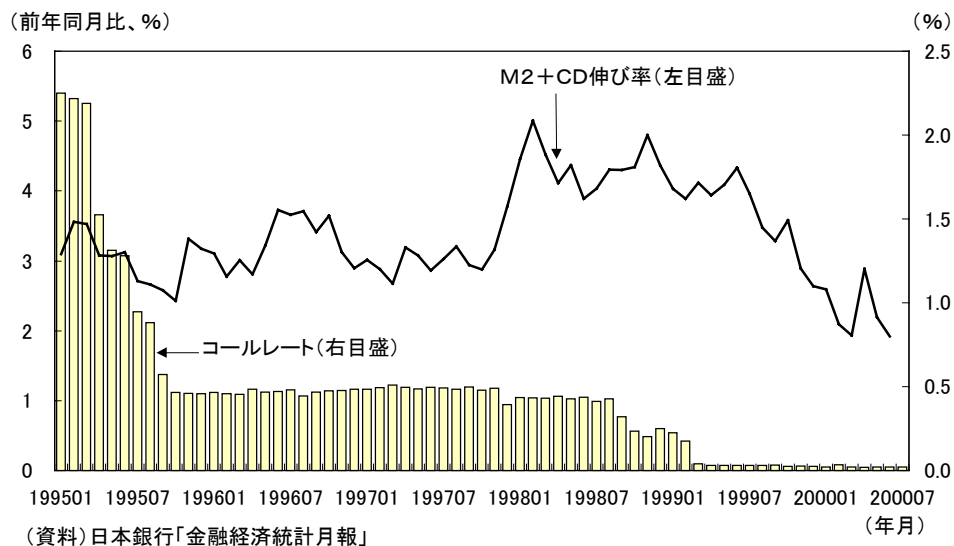
ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

ゼロ金利政策の解除

< 今週の焦点：ゼロ金利政策の解除 >

1. 日銀は7月17日の金融政策決定会合でゼロ金利政策の解除を見送った。しかし、速水総裁はその後にも解除に強い意欲を示しており、早期にゼロ金利政策は解除されるだろう。
2. ゼロ金利政策の導入時にくらべて経済情勢は大きな改善を見せており、構造改革は一時的に市場に不安感を与えても景気の回復は続くと考えられる。
3. ゼロ金利は危機回避のための異例の政策であり条件が整えばできるだけ早期に解消されるべきだ。今後の日本経済は、低金利で投資を促進し生産の拡大を図るといふ生産重視の経済政策から、消費者中心の経済政策へと転換を図っていく必要がある。

マネーサプライの伸びはゼロ金利で高まっていない



チーフエコノミスト 樋 浩一(はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405
ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

< 今週の焦点 >

ゼロ金利政策の解除

● 見送られたゼロ金利政策の解除

日銀は7月17日の金融政策決定会合でゼロ金利政策の解除を見送った。見送りの理由として「情勢判断の最終的なつめ」と「そごう問題の影響」の2つがポイントとしてあげられている。速水総裁はその後の国会での発言や記者会見でも、ゼロ金利政策の早期解除に向けて強い意欲を示しており、ゼロ金利政策の解除の時期が近づいていることをうかがわせる。

日銀は99年2月の金融政策決定会合で、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。」との決定を行い、コールレートの誘導水準をそれまでの0.25%から徐々に引き下げ取引の仲介をしている短資会社の手数料を差し引くと、実質的に金利はゼロの状態にまで低下した。

99年4月を底に景気は回復基調にあり、6月9日に発表された1-3月期のGDPの発表を受けて民間の予測機関は2000年度の経済見通しを一斉に改定したが、経済成長率が前期比2.4%の高成長となったことなどから上方修正が目立った。日銀幹部の記者会見や講演での発言もゼロ金利政策の解除に向けて積極的なものが増加し、7月4日に発表された短観も事前の予想を上回る改善を見せたことから市場では7月17日に開催される金融政策決定会合でゼロ金利政策が解除されると思惑が強まった。しかしそごう問題が直前に発生し、株式市場への影響などを見極める時間も無かったことから、結局この会合でのゼロ金利政策の解除は見送られた。

日銀の経済情勢についての判断

	1999年2月	2000年7月	改善状況
公共投資	増勢を示している	補正予算の執行に伴い増加	—
純輸出	緩やかながらも増加基調	堅調な海外景気を背景に緩やかな増加傾向	—
為替	円高気味		—
設備投資	大幅な減少を続けている	増加を続けている	○
個人消費	一部には改善の動きもみられるが、全体としては回復感に乏しい	一部指標にやや明るさがうかがわれるものの全体としては回復感に乏しい	—
住宅投資	横ばい圏の動きだが水準は依然低い	概ね横ばい	○
鉱工業生産	横ばい圏の動き	増加	○
企業収益・業況感	減少傾向	改善を続けている	○
雇用	雇用・所得環境は引き続き悪化	賃金・雇用者数の減少傾向には歯止めが掛かりつつある	○
物価	大幅な需給ギャップなどを背景に国内卸売物価が下落傾向	需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退	○
その他	海外情勢の不透明感		—

(資料)日銀「金融経済月報」

「情勢判断の最終的なつめ」が必要とはいふものの、ゼロ金利政策が導入された99年2月当時と比べて、経済情勢についての日銀の判断は多くの面で改善を示している。とりわけ設備投資や企業収益・業況感の改善が著しい。2000年度の景気については個人消費が焦点で、この点につい

て日銀の判断は依然慎重だ。しかし、消費の基礎となる雇用・所得面についての状況判断は明らかに改善している。4-6 月期の GDP 統計を見てから判断すべきとの意見もあるが、我々の予測では (Weekly エコノミスト・レター 7/21 号参照) 4-6 月期も前期比 0.5%、年率 1.9% の成長とみている。そごう問題の影響のためや 4-6 月期の GDP を待って 8 月にゼロ金利政策が解除されない場合でも 9 月の金融政策決定会合 (9 月 14 日) ではゼロ金利政策の解除が行われる可能性が高い。

●ゼロ金利の政策効果

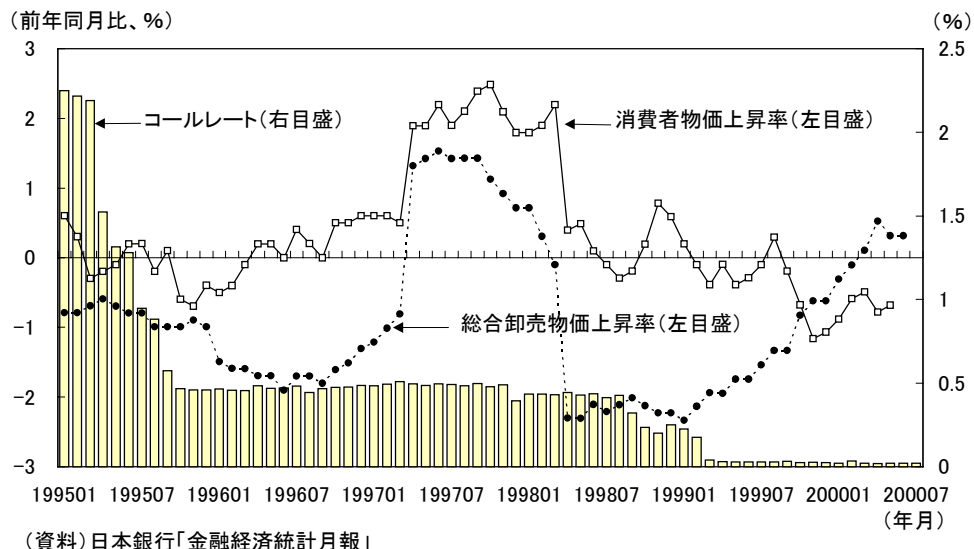
ゼロ金利政策で期待された政策効果を幾つかに分類できるだろう。

第一は、金利の低下が企業部門の資金調達コストの低下を通じて設備投資を刺激することである。第二は、ゼロ金利がマネーサプライを増加させることである。第三は、金融システム不安の沈静化などの緊急避難的な措置としての意義である。

企業は設備投資の資金コストと収益率を考慮して投資を決断する。資金コストである金利が低ければそれだけ投資が増加するはずだ。しかし設備投資の金利に対する感応度は小さく、ゼロ金利政策の採用による金利の低下が設備投資の増加を引き起こしたと考えるのは無理がある。設備投資は増加に転じているが、アジア経済の回復などによる輸出の増加などで生産が拡大していることが大きな要因でゼロ金利政策の効果と考えることは難しいだろう。

日銀の潤沢な資金供給によって、準備預金残高が所要準備額を上回って資金が余るほどになったが、これによってマネーサプライの伸びが高まったわけではない (表紙のグラフ参照)。マネーサプライの増加が景気の回復につながる経路については、マネーサプライの増加が名目 GDP の増加につながるというマネタリスト的な考え方、クルーグマンに代表される物価上昇率の上昇に結びつくとの見方、株価や地価などの資産価格の上昇などの考え方がある。ゼロ金利の採用と卸売

ゼロ金利は物価を上げたか？



物価の動きを見ると一見物価上昇を引き起こしているかのように見えるが、これは原油価格など一次産品市況の上昇が国内物価に波及したためである。消費者物価はむしろ下落幅が拡大しており、ゼロ金利政策が物価上昇を引き起こしたわけではないと判断されよう。

ゼロ金利の継続にも関わらずマネーサプライの伸びが低迷していることは、量的金融緩和論者が主張するように中央銀行がマネーサプライを意のままにコントロールできるという考えに疑問を抱かせるに十分である。教科書的な理解ではベースマネーの増加が貨幣乗数を通じてマネーの増加につながると説明されるが、このメカニズムではマネーの増加に銀行貸出＝企業・家計の銀行からの借入の増加を伴う。バブル期には銀行貸出の名目GDP比が大きく上昇し、銀行の過剰な貸出、企業側からみれば過剰債務問題として残っている。この状況は現在でも大きく改善しているわけではなく、教科書的なルートを通じたマネーサプライの増加は期待できない状況にあるのではないか（「ゼロ金利政策下の金融政策」基礎研 REPORT 4月号参照）。

量的緩和論者はゼロ金利政策の効果について、第一、第二の点を強調するだろうが、最初の二つの効果がはっきりしたものではなかったことを考えれば、1年半程の間続けられた「ゼロ金利」という異例の政策の意義は、金融システム不安の沈静化など緊急事態を乗り切ることにあつたといえよう。

●ゼロ金利政策のコスト

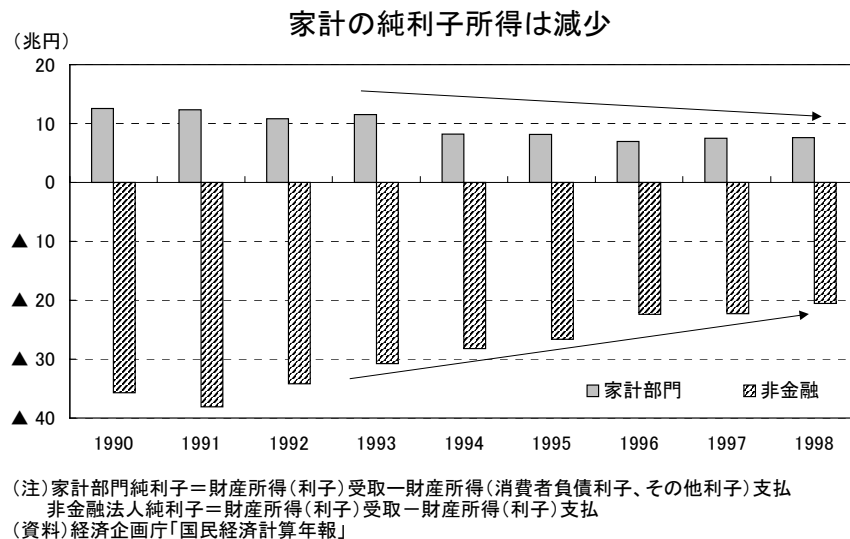
財政政策による景気刺激については、財政赤字の拡大・累積、その将来負担の問題が議論となり、政策コストに対する認識が高まっている。この一方で、金融緩和による景気刺激には明確なコストが意識されることは少ない。「金融緩和を続けすぎた場合にはインフレが発生する」という問題が議論されるが、それ以外では金融政策のコストについてはほとんど議論されない。しかしコストのかからない政策は有り得ない。

ゼロ金利政策のコストとして、指摘される問題は

第一は、モラルハザードや構造改革の遅れである。モラルハザードの防止は金融政策の本来の役割ではないが、超低金利が債務者である企業の負担を軽減しているという効果は、企業に債務削減の努力を怠らせる誘因となり、本来整理されるべき企業がいつまでも生き残り構造改革を遅らせるという副作用を同時に発生させる。日本経済を本格的な景気回復軌道に乗せるためにはどこかの時点で構造改革が必要である。改革の痛みを恐れて先伸ばしし続ければ、いつまでたっても日本経済はバブル期の過剰債務問題を引かず、大幅な財政赤字や社会保障制度の不備といった問題を抱えたまま21世紀の本格的高齢化社会を迎えなくてはならなくなる。

第二は、低金利による利子所得の移転の問題である。低金利によって資金の借入を行っている企業部門（非金融企業）の利払い負担は大きく軽減されているが、その反面で家計部門の純利子

所得は1990年度に比べて5兆円も減少している。低金利によって失業を免れるなどの間接的な利益が指摘されるが、その影響は個々の家計によって異なっており、大規模な所得移転が行われていることに変わりはない。税負担や支出の形で負担と受益が明確な財政にくらべて、金融政策の場合には変更に伴う抵抗が少なく機動的な政策の変更が可能である。しかしそれだけにこのような大規模な所得移転を長期に行うことについては、効果とコストを慎重に比較すべきではないか。



第三は、低金利による資源配分の歪みの問題である。低金利によって本来行われるべきでないような低収益の設備投資が増加して、日本経済の問題点である資本効率の低さをさらに悪化させるのではないか。低金利で企業のリスクテイクがしやすくなり投資が促進されることが期待されているが、長期にわたって国内の実質長期金利が国際的な水準よりも低く設定されることによって、本来収益率が低すぎて経済合理性がなく、行われなようなロー・リスク＝ロー・リターン投資が大量に行われることになってしまうのではないだろうか。これによって国内の資本効率をさらに低下させてしまうのではないだろうか。

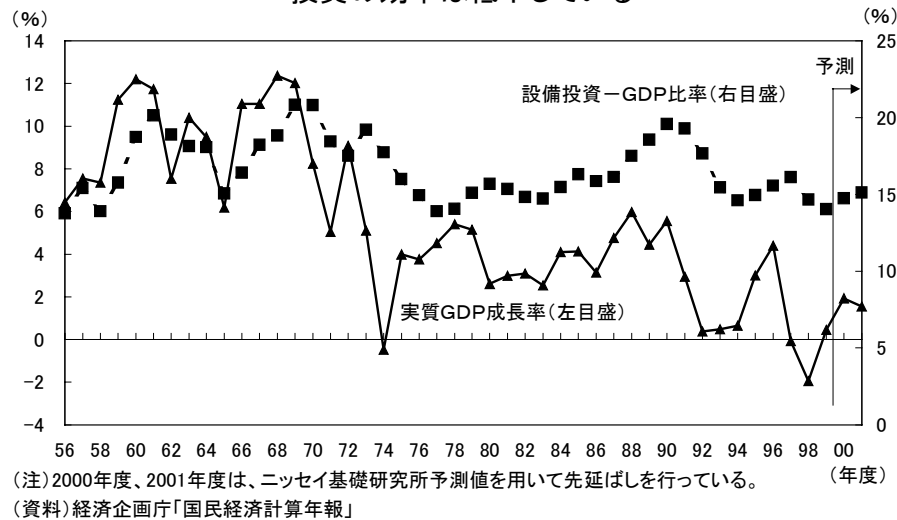
景気後退期に金融を緩和し、設備投資を刺激して景気の回復を図ることは常識である。しかしこのような政策は、財政刺激と同様に長期間を想定したものではない。とりわけ「ゼロ金利政策」は緊急事態に対応したものであり、景気の回復がはっきりしてきた現在、いつまでも続けるべきものではないであろう。

● 経済政策の視点を消費者に

これまでの日本の経済政策は、設備投資による生産能力の拡大や生産効率の上昇など生産側の視点に立ったものだった。設備投資は経済規模を拡大させることによって、最終的には消費を拡大させることを意図している。第二次世界大戦後の日本経済は、戦災で失った資本ストックの蓄積が急務であった。また欧米諸国へのキャッチアップの過程では潜在的な経済成長率も高く、国

内生産のより多くを投資に振り向けることによって、より高い経済成長を実現することが可能だった。こうした経済状況では低金利で投資を促進して企業の国際競争力を強化することは日本経済にとって重要な政策課題であった。こうした背景もあって、過去の金融政策においては常に金利を引き下げる圧力が生じてきたが、現在の日本はこうした考え方からの脱却を求められている。

投資の効率は低下している



日本経済の成長力は二度にわたる石油危機を経て大きく低下している。設備投資をすることによって得られる経済成長という果実も小さくなっている。年率2ケタの成長を続けた高度成長期には設備投資の名目GDP比は20%ほどもあったが、経済が安定成長期に入るとこの割合は低下した。バブル期には再び設備投資比率が高まって経済成長率も高まったが、これが結局過剰設備となって日本経済を悩ませている。2000年度の設備投資の名目GDP比は14.8%に上昇し、2001年度には15%台になる見込みで、成長率の見込みが2%弱にも関わらず3%程度の経済成長をしていた80年代前半ころの水準になる。米国経済は99年の経済成長率は4.2%で設備投資の割合は12.6%と、日本より低い設備投資の割合で高い経済成長を実現しており効率が良い。

日本経済の長期的な不振の根本的な原因は、家計部門の大幅な貯蓄＝過少消費にある。この問題を解決しないと、景気の拡大は一時的なものに終わるだろう。過剰貯蓄＝過小消費の解決策は、二つの方向がある。第一は、貯蓄を吸収するほどの投資を行うことであり、第二は、過剰貯蓄そのものの解消を目指すことである。第一の戦略は、バブル期の日本が取った経済戦略であり、最終的に行き詰まることは経験済みだ。困難ではあっても消費の拡大という第二の解決策を探らねばならない。

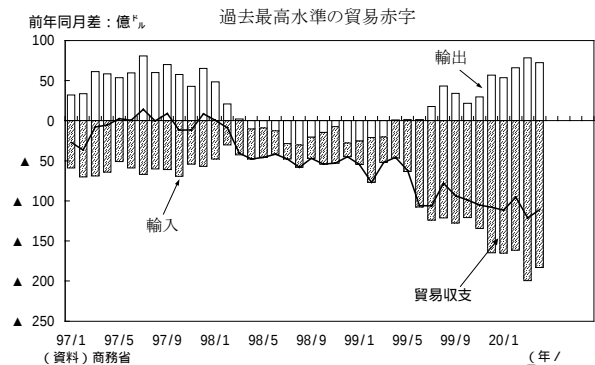
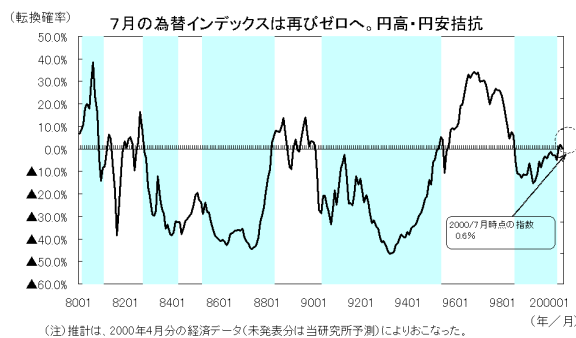
危機の回避という役割を終えれば、ゼロ金利という異常な状況はできるだけ早く解消されるべきだ。構造改革による痛みは一時的には市場に不安感を与えるだろうが、景気は回復基調にありこれによって回復の基調が崩れる恐れは小さい。日本経済は、低金利による設備投資増加、生産力増加という企業や生産を重視した経済政策から、消費拡大によって生活の真の豊かさを追求する消費者重視の経済政策に転換すべき時期を迎えている。

NLI Research INDEX：為替インデックスは再びゼロへ

主任研究員 小巻泰之

<為替インデックス>

- 7月の為替インデックスは0.6%（速報値）
- ドル円相場は、日米成長率格差は縮小に向い、日本のゼロ金利政策解除などから円高圧力が強いものの、「そごう」問題がゼネコン等への波及懸念、米追加利上げ観測など円安要因が拮抗。現状の100～110円のレンジを突き破る力に乏しい。
- 米国大統領選挙後、米貿易・経常収支赤字の持続可能性が問題となる可能性も。その場合は、プラザ合意時の為替調整の連想から円高圧力が高まる可能性が高い。



<ヒストリカル・データ>

	ニッセイ景気動向判断指数	ニッセイフラッシュ	二面等価月次GDP	為替インデックス
	水準	水準 前月比	前月比 前月比	水準
99/4	3.1%	96.8 ▲0.2%	0.1% 0.6%	-15.4%
99/5	▲24.2%	96.7 ▲0.1%	▲0.2% ▲0.5%	-14.5%
99/6	3.6%	97.4 0.7%	0.6% 0.3%	-11.1%
99/7	▲15.9%	97.3 ▲0.1%	▲0.4% ▲0.4%	-5.6%
99/8	0.1%	98.9 1.7%	0.3% ▲0.8%	-8.4%
99/9	6.0%	96.4 ▲2.6%	▲0.6% ▲0.4%	-5.3%
99/10	18.0%	97.2 0.8%	▲0.5% 0.1%	-3.4%
99/11	17.7%	98.3 1.1%	▲0.1% ▲1.4%	-5.4%
99/12	16.5%	98.3 0.1%	▲0.5% ▲1.0%	-3.6%
00/1	46.5%	98.9 0.6%	1.7% 3.0%	-2.7%
00/2	38.1%	98.6 ▲0.3%	2.1% 2.0%	-2.9%
00/3	17.9%	98.7 0.1%	▲1.8% ▲2.3%	-3.0%
00/4	16.8%	98.3 ▲0.4%	1.0% 2.0%	-5.1%
00/5	37.1%	99.0 0.7%	▲0.3% ▲1.2%	1.0%
00/6	8.1%	99.5 0.5%	0.5% 0.6%	1.8%
00/7				0.6%

(注) 二面等価月次GDPは、99年度数値が発表(速報値)になったことにより追及改訂をおこなった(2000年7月改定)

(注) 基礎研インデックスの見方

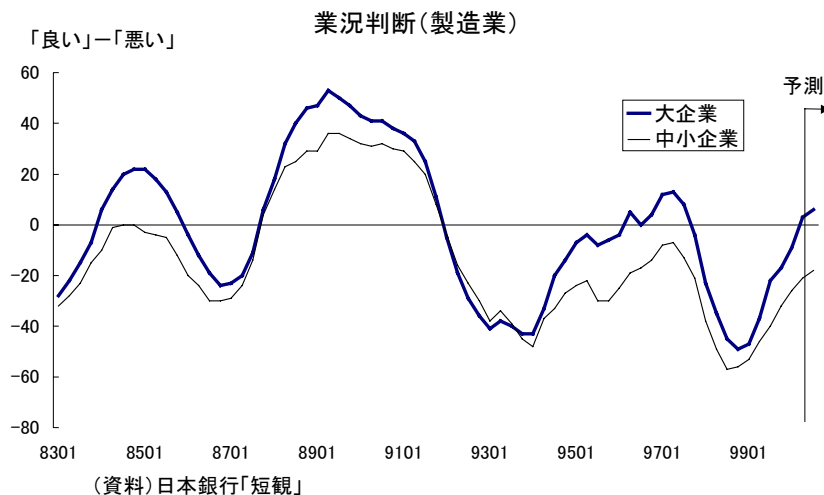
景気動向判断指数：景気の転換点・局面を確率的に判断。プラスとなった時点が景気転換点。99/4月にプラスにフラッシュ：供給側の統計を用い、帰属計算等の市場外取引を除去した景気を判断する指標、前月比成長率で判断
二面等価月次GDP：GDPの月次化。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計
為替インデックス：為替の転換点・局面を確率的に判断。プラスとなった時点が円安局面。現在は弱い円高局面

経済金融の動き

2000 年 7 月

経済企画庁は 6 月 19 日景気動向指数研究会を開催して、(座長：篠原三代平、東京国際大学名誉教授)を開催して、暫定的に今回の景気の谷を 99 年 4 月とすると発表した。政府の月例経済報告等では景気回復宣言はおこなわれていないが、99 年春以降景気が回復基調にあることが公式に認められたことになる。

7 月 4 日に発表された日銀短観では、大企業製造業の業況判断 DI が各種調査機関の事前予想を上回る改善を見せた。業種や企業規模別の格差があるものの、2000 年度の設備投資計画は製造業では 8 % 増となり大企業では非製造業でも 0.7 % 増とわずかながらも増加となっているなど、設備投資意欲の改善が明らかである。企業利益についても、経常利益が全規模合計全産業で 13.1 % 増と 1999 年度に続いて 2 ケタの増加の予測となっているなど明るい見通しとなっている。



鉱工業生産は引き続き増加している。乗用車の販売台数の伸びが改善するなど消費には明るい指標もみえるが、6 月の商業販売額指数は前年同月比でマイナス 1.1 % とマイナス幅は縮小しているものの依然前年水準を下回っている。失業率は 6 月は上昇したものの基調としては有効求人倍率とともに改善傾向を続けており、生産の拡大を反映して製造業の所定外労働時間増加などを中心に賃金の増加も見られる。25 日発表の「消費動向調査」では、雇用環境の改善を反映して消費者のマインドが改善してきていることが確認され、消費の改善につながる可能性が高まっている。

金融市場では、ゼロ金利政策解除が行われなかったことやそごう問題から円はジリ安となり、1 ドル 109 円台にまで下落した。株式市場は構造改革の遅れへの懸念や米株の下落から 16000 円台を割り込んだ。ゼロ金利政策の解除が行われれば、短期金利の上昇が次第に長期金利に波及するとともに、大幅な円高は見込まれないものの為替レートは円高方向に修正されるだろう。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)