

# Monthly Report

発行：経済産業調査部門

1999年4月号

目	次
今月の視点	…… 1
日本経済の中期展望	…… 3
日本の化学企業のアジア戦略	…… 11
経済統計	…… 14

## 今月の視点

### 「量的金融緩和論と長期金利」

主任研究員：樋（はじ） 浩一

Email: haji@nli-research.co.jp TEL: (03) 3597-8471 Fax: (03) 5512-7162

#### 1. 量的金融緩和論の背景

日銀は2月の政策決定会合で短期金利の低め誘導を強化した。このため、短期金融市場ではコールレートがほぼゼロに低下している。日銀が量的緩和に踏み切るのではとの見方もあるが、日銀が国債の買いオペの増額などの量的金融緩和を行った場合に長期金利に与える影響については意見の相違が見られる。日銀が量的金融緩和を行った場合、「インフレ期待や財政赤字の拡大懸念から長期金利は上昇する」という見方がある一方で、「債券需給が好転するので債券価格が上昇＝長期金利は低下する」という見方もある。経済学で最初に習う需要と供給の関係にマネーの量と金利を当てはめれば、量が増えれば金利は低下するはずだが、この議論の混乱はどうしてだろうか。

量的な金融緩和論の背景にあるのは、交換方程式と呼ばれる経済学で良く知られた関係である。この関係は数学の方程式のように常に成り立っている訳ではないが、長い目でみれば安定している。マネー・サプライが増えれば、最終的には実質GDPが増加して景気が拡大するか、物価が上昇してインフレが加速するかにつながる。物価が下落しマイナス成長が続いている現状では、どちらがおこっても経済はより良い状態に改善されることになる。

交換方程式

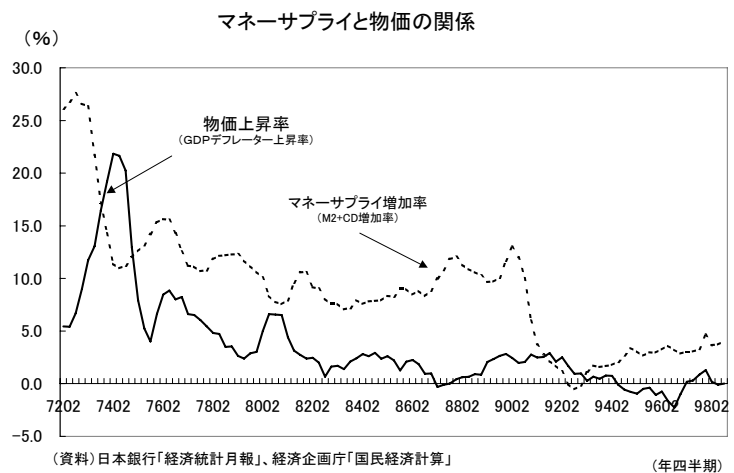
$$\text{マネー} = k \times \text{物価} \times \text{実質GDP}$$

## 2. 実質長期金利を引き下げよ

日銀が国債買いオペの強化を行う余地はあるが、あくまでマネーサプライの増加の観点から行うべきだ。長期金利の上昇を抑制する目的で行うべきではない。資金運用部の国債買入れを長期金利の抑制のために使うのには疑問がある。

これは、第一に、資金運用部の買入れ等で長期金利が低下したとしても、長期金利が今後反転上昇すればその時点で国債保有者に莫大なキャピタル・ロスが生じるからである。日本経済が今後10年近くにわたって現在のような不振を続けると考えるならともかく、状況が改善して金利が上昇すれば低金利の長期国債の価格は下落する。98年秋ころの長期金利の水準が異常で長期的には維持可能ではなかったのであり、長期金利の上昇に過敏に反応すべきではない。資金運用部や日銀による国債の購入で一時的に長期金利が下落しても、将来金利が上昇すればそのキャピタル・ロスは結局国民が負担することになる。

第二に、問題とすべきは実質金利であって名目金利の動きに目を奪われるのは間違いであるからだ。マネーサプライと物価上昇率の動きをみると、確かにマネーサプライの伸びに少し遅れて物価上昇率の高まりが確認できる。名目の長期金利は先を読んで、物価が実際に上がり始める前に上昇するだろう。しかし、いずれ物価が上昇すれば物価上昇分を除いた実質の金利は低下する。名目金利の上昇にうろたえるべきではないのだ。



量的緩和論に残った問題は、量的緩和で本当に物価が上昇するかである。逆説的だがバブル期の金融緩和で実際にインフレが発生してしまっていたとしたら、現在の不良債権問題はもっと解決が容易だっただろう。最初の関係式にはもう一つ解釈があり得るようだ。つまり、マネーサプライを増やしても、物価も実質GDPも増加しなければ逆にマネーの収縮が起こるということだ。量的緩和で資産の価格である株価や地価にはもう一度バブルを発生させることができるかも知れないが、うまく経済全体の物価が上昇しなければ、また資産価格が下落して不良債権問題の処理が必要というはめに陥るかも知れない。量的金融緩和は経済の状況を改善させるための必要条件だが、それだけでは不十分で財政政策が伴うことが必要だ。金融政策にだけ景気刺激の重荷を迫わせたバブル期の失敗を繰り返してはならない。