

「日本経済の健全な発展」は担保されるのか

～求められる金融政策転換の説明～

第一生命経済研究所

専務取締役 長谷川 公敏

日本銀行が2001年3月以来5年ぶりに金融政策を転換した。この政策転換は日本経済がようやく正常化した証として、歓迎すべきことなのだろうか。それとも1990年の金融引締めや2000年8月に「ゼロ金利解除」を行ったときと同様の結末になるのだろうか。

1998年、日本では金融機関の破綻が相次ぎ、金融機関の窓口へ解約や払い戻しを求める人々の行列が出来るなど、金融システム不安が深刻化していた。こうした事態を受けて金融再生法案が可決され、その一環として金融機関への公的資金注入が行われると共に、日本銀行は1999年2月に「ゼロ金利政策」を採用した。

その後、金融情勢が落ち着きを取り戻し景気も回復し始めたことから、日本銀行は翌2000年8月に「ゼロ金利解除」を行ったが、運悪くITバブル崩壊時期と重なり、半年余りで事実上の「ゼロ金利政策」への復帰を余儀なくされた。金融の「量的緩和策」はこの「ゼロ金利復帰」とほぼ同時に採用されたものだ。

日本経済は1994年度以降、名目成長率が実質成長率を下回っており、消費税率を上げた1997年度を別にすれば、2005年度まで実に10数年間もデフレが続いている。特に1999年度以降はデフレが一段と深刻化したため、こうした中で日本銀行の「ゼロ金利政策」、「量的緩和政策」は時宜を得た金融政策だったといえるだろう。

ところで、金融政策の変更はどのような場合に行われるのだろうか。言うまでもなく金融政策の目的である「日本経済の健全な発展」（日銀法 第1章 第2条）が阻害されると見込まれる場合だ。単純化すれば、景気が上昇局面にありこのまま推移すれば潜在成長率を上回り、インフレの恐れがある場合は金融引締めへ、逆に、景気が下降局面にありこのまま推移すれば潜在成長率を達成できなくなる恐れがある場合は金融緩和へ、ということだろう。

今回の金融政策転換はこうした場合とは異なるようだ。日本銀行は「量的緩和」を解除しても「ゼロ金利」は続けるのだから超金融緩和状態に変化はないとしている。だが仮にそうだとした場合、金融の「量的緩和」は日本経済のどの分野にどのような効果をもたらしたのかを、日本銀行は具体的に説明する必要があるのではないかと。効果が明らかでなければ、国民には「量的緩和」解除後のマイナス面がわからないからだ。

また金融政策を転換したということは、今回政策転換しなければ、将来「日本経済の健全な発展」が阻害される恐れがあるということだ。当局はどのようなプロセスでそのような事態になると考えたのだろうか。

金融政策の転換は、決して些細なことではない。現に米国では2004年6月に金融引締めへ転じて以来、企業業績は好調だが株価は停滞している。将来への期待度を表すPER（株価収益率＝株価÷1株当たり利益）が当時の22倍程度から19倍程度まで下がったためだ。

日本経済はようやくデフレの出口にさしかかろうとしているが、福井総裁の政策変更アナウンスにより日本では株安、債券安、円高が進んでおり、これらはいずれも景気回復阻害要因だ。日本銀行は先にあげた「量的緩和」効果の検証と「解除」の影響、金融政策を転換しない場合のインフレへの道のりを説明する必要があるのではないかと。