

Contents

特集：量的緩和後の経済政策	1p
<今週のThe Economistから>	
“Can the world escape recession?”	
「世界は景気後退を避けられるか」	8p
<From the Editor> 「お台場からの風景」	9p

特集：量的緩和後の経済政策

本誌3月2日号「経済政策大論争」は反響が大きかったようです。とくにエコノミストを4つの学派にぶった切ったチャートが非常に分かりやすい、いや、ここをこうの方が、といった意見を頂戴しました。御礼申し上げます。

さて、先週は「日銀による量的緩和」と「日米首脳会談」という2つのイベントがあり、経済政策論議は次の段階に突入したようです。政府・与党は4月6日を目標に緊急経済対策の取りまとめに入り、「直接償却」や「株式買い入れ機構」「土地の流動化」などの具体的な政策を議論しています。

再び「4分割チャート」を使い、現下の経済政策論争を分かりやすく整理してみます。

いまだ続くボタンの掛け違い

日本経済の最大の課題が、不良債権問題の処理であることは言を待たない。そのためには貸し手である金融機関と、借り手である産業界が同時に改革を実施する必要がある。こうした大胆な措置は、大型倒産や失業、デフレ効果といった副作用をもたらすので、他方では財政と金融の両面からサポートが必要になる。と、このあたりまではほぼコンセンサスになっていると思う。

つまり、「財政」「金融」「構造」という3つの政策をタイミングよく組みあわせることが肝要なのだが、とかく 痛みを伴う構造政策は先送りになりがちである。それを許してきたのが、「日本経済・空白の10年」の正体であるといえよう。

この間の事情をもっとも手際よく解説しているのが、3月7日に内外情勢調査会において行われた速水日銀総裁の講演である¹。この中で速水総裁は、「この10年間、金融政策や財政政策をフルに投入しても、なお経済の回復が確実なものとならない理由を同時に直視すべきである」と強調し、マネタリーベース（現金と日銀当座預金）が伸びてもマネーサプライが伸びなくなっている事実を指摘する。なぜなら民間金融機関の信用創造機能が低下しており、銀行貸出は最近5年間で年利 - 1.4%の伸びとなっている。つまり**金融システム問題の解決がなければ、金融政策の効果も発揮されない**ということだ。

それではどうしたらいいのか。速水総裁は「銀行の不良債権問題の解決」と「1380兆円の個人金融資産を株式市場や債券市場へ流入させること」の2つのポイントを上げている。とくに前者については、「柳沢大臣の『直接償却を推進すべき』とのご見解は、私どもの考え方と一致するものであると同時に時宜を得たものと考えます」とエールを送っている。

これまで言われっぱなしだった日銀が、めずらしく政府に向かってボールを打ち返したわけである。「政府は必要なことをやってください。その場合は日銀もアシストします」というメッセージであり、言い換えれば「量的緩和をやってもいいですが、その場合は不良債権の最終処理が前提ですよ」と従来のラインから踏み込んだのである。

問題は、**宿題を受ける側の政府が機能不全になってしまった**ことである。3月13日の自民党大会で、森首相は「総裁選の前倒し」という形で早期辞任を示唆したものの、今日に至るも次の総理は候補者すら分からない状態が続いている。この間に日米同時株安が発生。日本側は「米国株が下げるから」下げ、米国株は「日本発の金融不安を懸念して」下げる。悪循環のうちに、3月15日にはT O P I Xが1125.40 Pまで下げた。

日銀が得たものと失ったもの

日銀は3月19日の金融政策決定会合で、金融市場調節の操作目標の変更、実施期間の目処として消費者物価を採用、日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下、長期国債の買い入れ増額、の4項目からなる措置を発表した²。

この日の声明の最後は次のような一文で締められている。

「もとより、構造改革は痛みの伴うプロセスであるが、そうした痛みを乗り越えて改革を進めない限り、生産性の向上と持続的な経済成長の確保は期し難い。日本銀行としては、構造改革に向けた国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で、各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待している」

¹ <http://www.boj.or.jp/press/koen112.htm>を参照。

² http://www.boj.or.jp/seisaku/01/seisaku_f.htmを参照。

日銀が先にカードを切ることになってしまった無念が、行間からにじみ出ているような文面である。政治がいつまでも改革に動き出さない場合には、日銀の側面支援が「食い逃げ」されるかもしれない。たとえていえば、日本経済という患者に対して麻酔(量的緩和)は打ったけれども執刀(構造改革)は行われない という懸念がある。

とはいえ、これが日銀の一方的敗北であった、という見方も少し極端であろう。同時に一部でいわれているように、これがハイパーインフレをもたらすほどの過激な措置だとも思われられない。なぜなら、今回の決定で、「日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う」とあるのは、現在より1兆円増やしてゼロ金利政策時と同じ水準にすることに過ぎない。「国債買い切りオペの増額」についても、日銀の国債保有額は日銀券流通残高が上限となっているので、拡大の余地はせいぜい1兆円くらいだという。

つまり今回の措置は、「実質的なゼロ金利への回帰」であり、そこから先に踏み込んだものではない。ゆえに量的緩和の効果も限定的なものとなる。つまり、引き続きマネーサプライは伸び悩むと見ておいた方がいいだろう。

今回、いちばん思い切った決定は、「新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする」とコミットしたことである。コアCPIは目下、-0.5~0.6%のデフレ傾向なので、これを反転することは相当に難しい。ユニクロに代表される輸入製品の増加や、マイラインによる通信価格の値下げ競争など、物価に対する下方圧力は強い。こうした内外価格差の是正は今後も着実に進行するはずである。ゆえに今回の実質ゼロ金利は相当長期にわたると考えておくべきだろう。

とはいえ、これも現状の追認に過ぎないとも見ることもできる。1930年代の大恐慌時代のように、不況下の低金利がいったん定着すると、そこから脱出するまでには時間がかかるというのが歴史の教えるところである。

前向きに考えるならば、「日銀としては政策オプションを出し切りました。あとは政治の出番ですよ」と下駄を預けたことにより、「今後の課題は不良債権の最終処理」という印象を残すことができた。このことは翌日(米国時間では19日)に行われた日米首脳会談でさらに強く確認された。政府から改革推進への担保を取ることはできなかったものの、改革へのモメンタムが醸成できたことが日銀にとっての収穫だったといえよう。

日米首脳会談で話されたこと

日米首脳会談は、本来ならばもっと早い時期に行われるはずであった。「日米同盟重視」を標榜するブッシュ大統領としては、アジアでは真っ先に日本の指導者と会うのが自然な選択である。ところが「えひめ丸事故」「外務省機密費スキャンダル」「森首相のレイムダック化」などのトラブルが相次ぎ、日米間の日程調整は難航を重ねる。

3月7日には、金大中韓国大統領が先にブッシュ大統領との首脳会談を行った。ここで対北

朝鮮政策をめぐる見解の相違が浮上する。これまでの日米韓の結束を確認するためにも、いよいよ日米間の協議が必要になった。加えて3月22日には中国の銭副首相が訪米するので、それよりも日本の首相が後回しになるようでは、いよいよ日本重視が看板倒れになる。ということで、ほとんど滑り込みのように設定されたのが9日の日米首脳会談である。

ところが日米同時株安が進んだため、議題の中心は急きょ安全保障から経済に変更される。話題の中心になったのは日本経済、とくに不良債権処理となった。「友人である日本に対しては外圧をかけない」ことを建前にしているブッシュ大統領は、上手に言葉を選んで日本側に注文をつけた。

すなわち、「日本経済の早期回復を期待するが、米国には日本が輸出による経済回復を目指しているとの見方がある」と内需主導による景気回復の注文をつけ、「公正な見方かどうか別にして、日本は不良債権を全力で処理していないとの見方が米国にある」と不良債権処理を促した。最後は「苦い薬は早く飲めば早くよくなるということがある」と締めくくり、なるべく早く、と付け加えたという。³ これに対し、日本側が半年でめどをつけると言った言わないが物議をかもししたが、不良債権処理推進の意思表示をした事実は残った。

いずれにせよ事前の期待は低さを考えれば、ブッシュ＝森会談は予想外の成功を収めたといえるだろう。この間の事情を、森首相に同行した麻生経済財政担当大臣が3月23日の記者会見で詳しく語っている。⁴

「総理とブッシュという人の波長が合った。僕は最初、本当にこの2人は前から知っていたのかなと思ったぐらいだった。体育会的ノリみたいな感じだった」

両首脳だけでなく、経済スタッフ同士の協議も順調だったようだ。同記者会見によれば、経済問題については日本側が麻生大臣、米国側はオニール財務長官、ゼーリックUSTR代表、リンゼー経済担当補佐官が参加した。麻生氏が最初に「現在のデフレはバランスシート不況の結果である」と述べたところ、リンゼーがすぐにうなずき、他の2人もそれに従ったという。日本側は「マイナス成長にならないように財政を使った。その結果が666兆円の赤字となったが、利回りはまだ1%である。銀行にたまるお金を政府が使っているために、デフレがこの程度で止まっている」と説明した。米国側はこの説明に理解を示したものの、公共投資の中身が問題であり、もっとリターンの高いものにすべきではないか、と指摘。麻生氏はそれに対してはまったく同感、と答えたそうだ。

この証言を見る限り、日本経済の現状に対する見解は日米間で大きな齟齬がない。円安と輸出ドライブの是非に関し、相互の発表に食い違いは出たものの、97年末から98年春にかけての経済危機で、クリントン政権から橋本政権に強烈な外圧があったときとは雲泥の差である。日本経済をめぐる認識は、日米間でかなりの部分を共有しているといえそうだ。

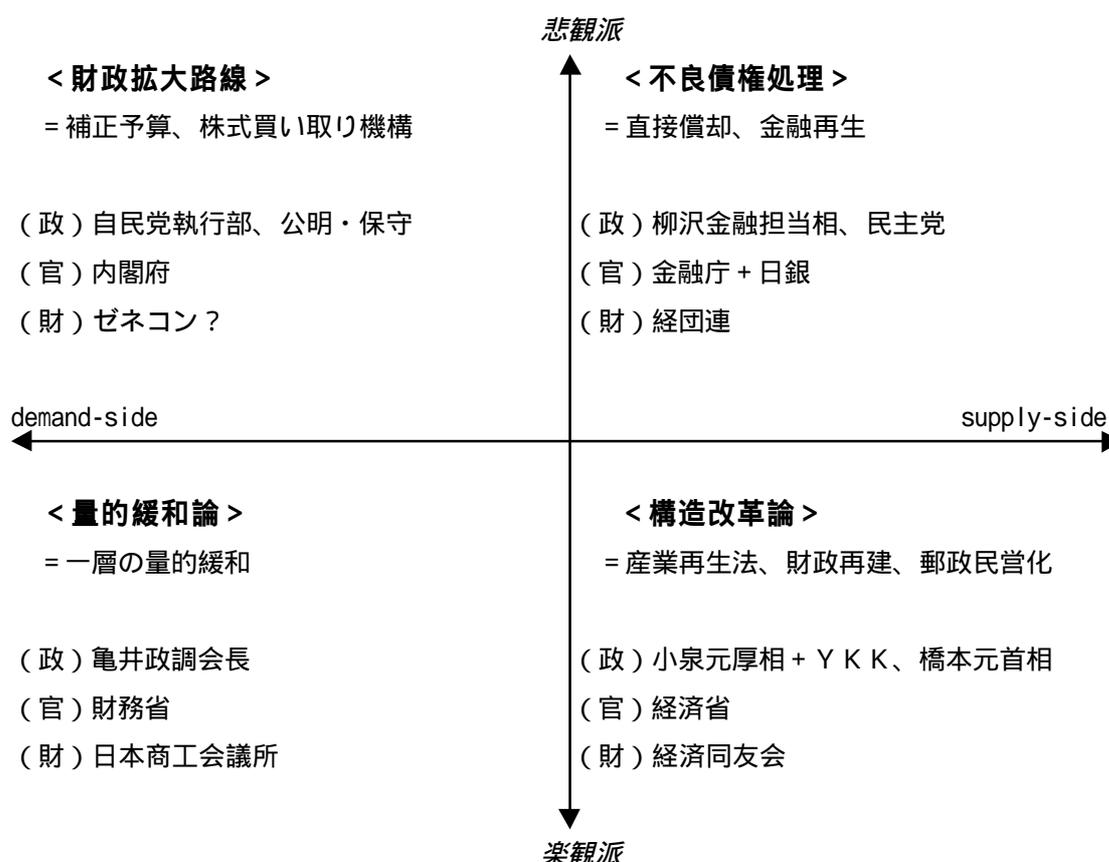
³ 『ワシントンウォッチ』2001年3月26日号による

⁴ <http://www5.cao.go.jp/minister/2001/0323kaiken.html>（内閣府のHPから）

再び経済政策大論争

政府・与党は4月6日前でに、土地の流動化や株価対策を含む経済対策を打ち出すことにしている。日銀の決断と日米首脳会談という2つの節目を経て、日本経済への処方箋は絞り込まれてきた。再び4分割チャートを使って経済政策論争の現状を整理してみる。

日本経済への処方箋



前回はエコノミストを中心に紹介したが、今回は「政・官・財」の意見の相違に着目してみた。

- <政 = 永田町> 自民党がこれまでとってきたソフトランディング路線(財政 + 金融)の行き詰まりが目立つ。改革論者である橋本元首相、小泉元厚相、加藤元幹事長など(右側)と、野中前幹事長を中心とする党執行部(左側)の間には明らかに**政策上の対立軸が形成されつつある**。公明・保守は自民党執行部に、民主党は反主流派に同調している。
- <官 = 霞ヶ関> 各省庁で見事に意見が割れている。従来は経済政策の中心であった**財務省(旧大蔵省)の威信低下**がはなはだしい。元気がいいのが金融庁、経済省、内閣府(旧経企庁)である。宮沢財務相の失言が目立つ一方、柳沢金融担当相、平沼経済相、麻生経済財政担当相には「次期首相」の呼び声がかかるという点が象徴的である。

- <財＝丸の内> 経済4団体の意見が割れているのが興味深い。**経団連が明らかに「不良債権処理論」への理解を示し**、今井会長は3月26日の記者会見で、「証券市場活性化のための抜本対策」（金庫株、個人投資家への優遇税制など）と併せ、「金融機関の不良債権、事業会社の過剰債務の早期処理」を求めていくと発言している。⁵ 他方、中小企業を地盤とする商工会議所は「直接償却反対」を主張している。

最重点課題は不良債権処理

まず量的緩和が行われたことで、**経済対策の焦点は供給サイド（右側）に絞られてきた**。不良債権の最終処理が最大の課題であり、直接償却による処理を呼びかけた柳沢金融担当相は、自党内では孤立気味といわれるが、応援団はじょじょに増えている。なにしろブッシュ大統領のお墨付きも得た。あとはいかに具体論に踏み込むかである。

直接償却とは不良債権をオフバランス化することを意味する。そのためには法的処理（再建、清算）なり、私的処理（債権放棄、再建、売却、担保整理など）といった思い切った手法が必要になる。金を貸している金融機関側も借りている産業界側も、返り血を浴びる覚悟が必要になる。7月の参議院選挙を控えた与党としては、こんな劇薬を国民には飲ませたくない。他方、野党側はこういった政府与党の先送り体質を批判している。

こうした中で、経団連が直接償却に前向きな姿勢を示している点が注目される。加えて経済省がこれと歩調を合わせ、産業界をバックアップする姿勢を示している。経済省は3月21日、産業再生法を活用することで、不良債権処理の円滑化を支援する方針を打ち出した。

産業再生法は、産業競争力会議での議論を経て1999年に制定された。同法は合併、営業譲渡、会社買収、合併、売却、生産と言った事業リストラを進める企業に対し、税制特例、商法上の手続きの簡素化といった支援措置を与えるもの。ただし「債権放棄」は同法の想定に入っていなかった。そこで**債権放棄による再建計画を認めることにより、金融機関と企業間の私的整理を円滑化しよう**というもの。法改正は不要であり、省令改正だけで対処できるというところがミソだ。経済省は新しい認定基準作りを急いでおり、4月にも省令改正を目指す。

このように書くと、「金融庁＝経済省＝経団連」などの手で着々と準備が進んでいるように聞こえるが、具体的に企業のリストラを支援しようとなると、最後は税制上の優遇措置など財務省マターにたどり着く。それを考えると、今後の不良債権処理が進捗するかどうかの鍵を握っているのは財務省の動向であるといえそうだ。

もちろん不良債権の最終処理は、当事者である金融機関や企業がみずからの痛みに耐えられるかどうか、最後は民間部門の勇気に懸かっていることは言うまでもない。

なおも残る財政と金融カード

⁵ <http://www.keidanren.or.jp/japanese/speech/comment/2001/spe0326.html>

緊急経済対策のもうひとつの焦点となっているのは、証券市場の活性化策である。俎上に上がっているのは、「株式買い上げ機構の創設」と「証券関連税制の抜本的な改正」である。これもまた主役となるのは財務省なのだが、議論はいささか迷走気味である。

株式買い上げ機構は発想そのものに無理がある。証券市場とは「企業の値付け」をする場であり、市場メカニズムをゆがめるような「株価対策」は厳に慎むべきであろう。実際、銀行が持ち合い株を買い取ってもらおうにも、現行の水準では含み損が顕在化するので売るに売れない。さらに買い上げ機構が「ゴミ箱化」しないように、何らかの買い上げ基準を作らざるを得ず、そうすれば結局は市場で売れるような筋のいい株だけが対象となる。

他方、証券税制の改正、とくに個人投資家への優遇税制は正しい方向であろう。持ち合い株の解消を誰が引き受けるかと考えた場合、外国人投資家もさることながら、個人投資家の育成を図ることがいちばん望ましい。ただし税制の話は極度に技術的な専門家の世界なので、過去に積み上げられてきた理論を根本から崩すことは難しい。自民党税調は重い腰を上げて動き出したようだが、これまた最後は財務省（主税局）の出方にかかっている。

量的緩和論は一段落している。しかし今後も景気後退のデータが次々に示されるようになると、「赤字国債の引き受け」、「円売り介入と非不胎化による円安誘導」、「社債引き受けによる直接金融支援」といった、より積極的な量的緩和を期待する声が再燃する可能性はある。しかしその場合も、最低限「不良債権処理」とセットで行われることになるだろう。その意味では、財政（補正予算）と金融（さらなる量的緩和）というカードはまだ政府の手に残されている。

全体としてみると、経済政策をめぐる論議は以前に比べれば収斂しつつあるが、まだまだチグハグなところが残っている。とくにポスト森がいまだに見えてこないことは、経済政策を非常に不透明なものにしている。民間部門が血を流す決断を下すためには、政治の方針が変わらないという点を見定める必要があり、強力な政権の誕生が欠かせない。

その意味では、来月実施される予定の**自民党総裁選挙においては、経済政策を対立軸とした論争を期待したい**。現実の自民党は「参院選を戦うのに適した党の顔」を選ぶことに汲々としているように見えるが、それで済まされるような状況ではない。

ポスト森に対する市場の見方は、「野中氏ならば現状と変わらず、小泉氏ならば構造改革を期待して株高・円高。それ以外は次世代グループの麻生氏、平沼氏でも、実質的に橋本派支配が続くのでやはり変わらず」ということのようなのだ。⁶ さて、どんな結果になるのだろうか。

⁶ 産経新聞3月30日「兜町から見た総裁選、構造改革期待、小泉氏”買い”」。みずほ証券とソロモン・スミス・バーニー証券のまとめによる。

< 今週の “The Economist” から >

"Can the world escape recession?"

March 24th, 2001 Cover Story

「世界は景気後退を避けられるか？」

(p.19-20)

* 「米国経済」と「日本経済」という2つの重石によって、世界経済はずぶずぶと沈みつつある…。さて、どうすればいいのか。

< 要約 >

昨年の世界経済は16年ぶりに5%近い成長を享受した。しかし今年の世界は、GDPの46%を占める日米両国が不況の瀬戸際に立っている。世界各地の株式市場では、この1年で10兆ドルが目減りした。アルゼンチンやトルコなど新興国市場も動揺している。

今週、米連銀は今年3度目の利下げに踏み切った。日銀も事実上のゼロ金利回帰を果たした。歓迎すべきことだが、両国はなおも景気後退に向かっている。世界最大の経済大国である日米が、揃ってそうなるのは1974年以来のこと。

米国における在庫の増加と設備投資の落ち込みは、先行き不安を意味している。株安によって米国の家計資産は2000年に55年ぶりに減少し、景気への信認は落ち込んでいる。米連銀は投資家を助けると思わせないように、経済を安定化させなければならない。

日本経済が景気後退局面に入ること意外感はない。過去10年も停滞していたし、ここ2~3年も経済問題は悪化していた。日本は1930年代以降、真のデフレを経験した唯一の先進国である。GDPは実質では増加しても、名目では縮小している。価格の下落は家計の消費を遅らせて悪い連鎖を呼び、借入れ負担を増大させる。今回の日銀の動きは正しい一歩である。ゼロ金利への回帰よりは、インフレ率がゼロになるまで現行政策を続けると、ターゲットを定めたことが大きい。これによりデフレが終わると人々を納得させ、新たな流動性が円を弱含ませることができる。ただし過度の円安はワシントンでは不評である。

日本の政策麻痺が長らく経済を押さえつけている。しかし米国の政策当事者は、両大国の経済と金融問題が相互に悪化することを懸念している。米国株の下落が日本の株価を下げ、日本の金融不安が米国株をさらに下げている。それでは世界の他の地域への影響はどうか。米国の不況も「グローバル化」されてしまうのだろうか。

貿易を中心とする従来型の経済モデルによれば、影響はそれほど大きくない。だが、最近では直接投資や金融不安の伝染などの影響が大きい。それでも欧州中央銀行は、今年は利下げを行わず、欧州景気を楽観している。だが、日米の問題は予想以上に欧州に影を落とすだろう。不況の種が世界に広がるもう一つの道は、日・米・アジアを結ぶ国際的なIT供給網である。米国のITバブル崩壊でアジアの輸出は冷え込み、地域全体に影響が広がっている。

世界のGDPは30年代以来下がったことがない。真の不況が保護主義を呼び覚まし、グローバル化を逆転させることがあってはならない。

<From the Editor > お台場からの風景

お台場の新本社ビルに移って2週間。筆者の新しい職場は16階の北側で、窓の外からは東京湾が一望できます。仕事中にふと手を止めて振り向くと、しばし見入ってしまうような瞬間があります。

目の前を斜めに走っているのがレインボーブリッジで、いつもクルマの流れが絶えません。流れは速いこともあれば遅いこともある。海上に視線を移せば、ゆっくりとした船の出入りも見られます。視界の中ではいつもモノが動いているというところが、この景色のユニークさです。

空の広さ、ということもあらためて感じます。空は一日に何度もその姿を変えます。夕方になると左手から黄色く染まり、やがて日が沈んで、空の青さが少しずつ深みを増していく時間は価値千金です。かと思うと、雨の日に浮かぶ全面灰色の空と、その向こうに煙る大都会の遠景も詩情ゆたかに見えます。

今はまだほんの2週間の経験に過ぎませんが、この景色が四季折々でどのように変化していくのか興味は尽きません。夏になればサーファーも登場するでしょうし、冬には雪の東京湾が見られるかもしれません。同じアングルとはいえ、おそらくは見るものを飽きさせない光景が展開されるのではないかと思います。

思えば、3週間前までは、いつも国会議事堂や首相官邸を窓の外に見ていたのに、なんとという変化でしょう。これでは見ている人間の中味も変わってしまうかもしれません。大袈裟かもしれませんが、それくらい迫力のある風景が、いつも筆者のすぐ横にあります。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1

<http://www.nisshoiwai.co.jp>

日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp