

皆さんも歴史的な低金利の目撃者

安孫子勇一

低金利の現状

現在の日本の金利は、大変低くなっています。具体的に、最近の日本の金利水準をみてみましょう。わが国の中央銀行である日本銀行が民間銀行にお金を貸し出すときの金利である「公定歩合」は、史上最低の 0.1% です。また、民間銀行同士で短期間お金の貸し借りをする金融市場である「コール市場」の金利はほぼ 0.001% で、時には僅かながらマイナスになることもあります。マイナスの金利とは、実に驚くべき経済現象です。さらに、皆さんが銀行などにお金を預けた時の預金金利も、同様に殆んどゼロに近い低水準です。これらの短期金利（期間の短い金利）に比べると長期金利（満期までの期間の長い金利）はまだ金利が高いのですが、10年もの国債は 1.5% 程度とやはり大変に低い水準です。

これに対し、バブル経済（1986年頃から1990年頃まで日本の土地や株が大幅に上昇した時期のこと）の少し前の1980年代前半には、公定歩合もコール市場の金利も10年もの国債金利も6%くらいありました。いずれの金利も、バブル経済が崩壊を始めた1991年頃をピークに次第に低下して、今日の低水準になったのです。これらの金利が、私の学生時代（1978～82年）にはとても考えられなかった水準にまで低下したことに、深い感慨を覚えています。

それではなぜ、日本の金利はこんなに低くなってしまったのでしょうか。金利の水準は、景気が良いときには一般に高い一方、景気が悪いときには低くなること、物価が上昇しているときには一般に高い一方、物価が下がっているときには低くなること、が知られています。また、短期金

利の水準は、日本銀行の金融政策によって大きく影響されることも知られています。日本銀行が政策金利を引き上げたときにはコール市場などで短期金利が上昇し、預金金利などにも波及していきます。逆に、それを引き下げたときには短期金利が低下し、預金金利などにも影響を与えるのです。さらに、長期金利は、短期金利の将来の動きに対する市場の予想を反映して決まると考えられています。

従って、ごく簡単に言ってしまうと、現在の日本の短期金利は、景気があまり良くないうえ、物価が低下気味であることなどから、日本銀行が金利を低くする金融政策を行っているために低いと言えます。また、長期金利についても、短期金利の低い水準が続くという市場の予想が強いため、低くなっているものと考えられます。

バブル崩壊後の金融政策の動向

それでは、バブル崩壊後の十余年の間に、日本の金融政策はどのように運営されたのでしょうか。

日本銀行は、2001年3月まで、コール市場の金利水準を金融調節のターゲットにしていました。日本銀行は、準備預金制度を利用して、コール市場の金利をコントロールすることができます。その際のターゲット金利は、バブル直後の金融引き締め期には一時8%くらいまで上昇しました。しかし、その後の景気後退や1990年代半ばの円高、不良債権問題の深刻さが明らかになったこと、海外への生産の移管が進んだことなどから日本経済が活気を失う中で、ターゲット金利は次第に切り下げられてきました。

そして、1999年2月にはついに「ゼロ金利政策」が導入されました。この金融政策は、「無担コール市場」(担保なしで取引されるコール市場)の金利をほぼゼロにまで低下させるという究極的な低金利政策のことです。デフレーション(継続的な物価下落とされています)の悪循環に陥りかけていた日本経済を救うための緊急避難的な措置だと言われています。通常、名目金利はゼロ%以上になります。さもないと、マイナスの金利で運用するよりも、現金を持ち続けた方が得になるため、普通は誰も資金運用しなくなるからです。したがって、無担コール市場の金利水準は、この時点でほぼ下限に貼り付いたこととなります。これに伴って、普通預金などの預金金利も、殆んどゼロに近いところまで低下しました。

この「ゼロ金利政策」は、2000年8月に、景気指標が悪いながらも一時的に上向いたとの判断から、一旦解除されました。当時の日本銀行が「ゼロ金利政策」解除の条件としていた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になったとみなされたためです。この時、無担コール市場の金利は0.25%程度と若干のプラスになりました。これを受けて、各銀行が提示する預金金利も若干上昇しました。

しかしながら、翌2001年になると、株価が下落するなど日本経済に対する悲観論が強まり、日本銀行に金融緩和政策を求める声が強まりました。そこで、2001年3月、日本銀行は金利水準を金融市場調節の操作目標から外し、代わりに「日本銀行当座預金残高」を目標とすると発表しました。この残高とは、日本銀行と取引をしている金融機関が日本銀行に保有している当座預金口座の残高の合計です(日本銀行は「銀行の銀行」として機能しています)。この新しい金融政策は「量的緩和政策」と呼ばれています。

この「量的緩和政策」導入までは、日本銀行当座預金残高は4兆円くらいだったのですが、導入当初に約5兆円、その年の8月には6兆円と次第に増額されました。その後も、この目標残高はど

んどん引き上げられ、2004年1月には、「30~35兆円」という目標水準が設定されました。導入後約3年の間に、日本銀行当座預金の残高は十倍近くにまで引き上げられたのです。これだけ多くの当座預金が供給されるようになると、民間銀行はわざわざ他の銀行からお金を借りる必要が小さくなります。このため、無担コール市場の金利は再びゼロ近辺にまで低下しています。

さらに、信用度の高い外国の金融機関は、不良債権の影響が殆んどなく、日本の金融市場ではマイナス金利で資金調達できます。このように有利に調達した資金を、コール市場に持ち込んで、極く僅かのマイナス金利で運用しても差し引きでは儲かるということで、マイナスのコール市場金利が発生することがあります。これは、世界的にみても、大変に珍しい現象です。

このように、現在の日本の低金利は、このような日本銀行の金融政策と密接に関連しているのです。日本銀行では、こうした低金利政策を継続する期間のメドとして、「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」としています。標記の消費者物価指数の前年比は、総務省統計局のデータによれば、年次ベースでみると2000年から4年連続でマイナスとなっています。2003年はマイナス0.3%と、前年のマイナス0.9%よりもマイナス幅が縮小していますし、月次ベースではほぼゼロになりましたが、「安定的にゼロ%以上」になったとは言えない情勢にあります。このため、多くの市場関係者は、今しばらく「量的緩和政策」が続けられるとみています。

金融政策の効果

「量的緩和政策」が導入される前に、一部の経済学者は、「日本銀行が当座預金残高を増やせば自然に国内のマネーサプライが増え、それが物価の上昇につながるのでデフレ対策になる筈」という主張をし、熱心に推奨していました。継続的な物価下落を経験していない戦後の欧米諸国では、

経済学の教科書に、「中央銀行の当座預金残高拡大 マネーサプライの拡大 物価の上昇」という波及メカニズムが定説として書かれているためでしょう。

こうした定説の背景には、「一般物価の水準は長期的にみると貨幣量と比例的に動く」という考え方があります。ミクロ経済学の伝統では、貨幣はあくまでも売買の仲介を行うだけのものである、という「貨幣ヴェール観」が根強いことによるものだと思われます。

しかしながら、わが国での過去3年間の経験を見ると、日本銀行当座預金の残高急拡大にも拘らず、マネーサプライ(M2 + CD)の伸びは前年比 + 1 ~ 3 %程度の低い伸びに止まっています。また、マネーサプライが緩やかに拡大しているにも拘らず、日本の消費者物価は前年比マイナスを続けています。上記の欧米流の定説は、日本経済の現状には当てはまらなかったのです。

この原因について、経済学者の間で議論が行われていますが、意見は分かれています。何らかの一時的な要因によるものでいずれは影響する筈という解釈もありますし、ケインズが指摘した「流動性の罨」と呼ばれる状況に日本経済が陥っているため比例関係がみられないのだという解釈もあります。もし、本当に「流動性の罨」に陥っているのであれば、貨幣需要の利子弾力性(利子を僅かに動かしたときの貨幣需要の変化の割合)が無限大になることを意味します。これでは、貨幣供給をいくら増やしても市場金利は変化せず、金融政策が实体经济に影響を与えることは困難になります。私も、バブル経済が崩壊するまでは、“1930年代の米国の「大恐慌」時はいざ知らず、「流動性の罨」など先進国の経済では現実性のない理論だ”と考えていましたが、ひょっとしたら日本経済は現在そうした状態に陥っているのかもしれないのです。

このように、皆さんの目の前で、歴史的にみても大変に興味深い金融・経済現象が繰り広げられています。このことに気付けば、皆さんも歴史の

目撃者になれます。折角の観察の機会を、むざむざと見逃す手はありません。

さらなる金融政策を求める声

これまでのところ、「量的緩和政策」がデフレーションの解消につながっていないことから、「一段と踏み込んだ金融政策が必要だ」という声も聞かれます。例えば、日本銀行が一定のインフレ目標値を公表して、それを実現するために金融政策を動員すべきだ、とする「インフレ・ターゲット論」を提唱する経済学者がいます。これは、人々の将来に対する期待をコントロールしよう(あるいはできる筈)という考え方です。また、日本銀行が長期国債の買い入れ額をさらに拡大すべきだという声もあります。さらに、日本銀行が外債、不動産投資信託、株価指数連動型の投資信託などを購入すべきだ、という議論もあります。いずれも、日本銀行の伝統的な金融政策の枠を超えた金融政策を実行しようとするものです。

これまで、日本銀行がこうした政策を実施してこなかったのは、色々な副作用が懸念されるためだと考えられます。人々の抱くインフレ率などの予想を簡単にコントロールできれば、苦勞がないのですが、世の中はそんなに甘くはありません。また、もし本当に予想が変化すれば、長期金利が急上昇して、銀行などの経営に大きな悪影響を及ぼす恐れもあります。さらに、価格変動リスクの大きな金融商品などを日本銀行が買った場合、日本銀行に対する信認が揺らぎ、日本の貨幣経済そのものがおかしくなる恐れもあります。

しかしながら、思わぬショックが日本経済を襲った時には、新しい金融政策を導入せざるを得なくなるかも知れません。それが、思わぬ効果や副作用を及ぼすことも考えられます。そのとき、皆さんはそうした政策の目撃者となり、その効果や副作用などについて将来の世代に語り継ぐ必要があるでしょう。

ぼんやりと日本経済をみているだけでは、よい目撃者にはなれません。うまく説明するためには、

まず、何が伝統的な金融政策で、何が新しい金融政策なのか学ぶ必要があります。また、その効果や副作用を正しく分析するための手法や考え方を身につける必要があります。経済学の知識が大変役立つことになるのです。

経済学を学ぶ心構え

そこで、最後に、経済学を学ぶ際の心構えについてお話ししましょう。経済学には、アダム・スミス以来、二百年以上もの長い歴史があります。その中では、多くの有名な経済学者たちが現実の経済を理解し、説明しようと、知的な格闘を続けてきました。その偉大な成果が、現在の経済学なのです。その意味では、経済学は人類の知的遺産の一つであるといっても過言ではないと思います。様々な経済現象を分析する際の有力な道具立ては、かなり揃ってきています。私自身、経済学は大変有効な分析ツールであると考えています。

もっとも、皆さんが初めに学ぶミクロ経済学などは、一見、現実の経済現象とは異なるものを分析しているように見えるかも知れません。これらは、色々な条件が整備された理想的な「市場」などでどういう経済現象が起きるかを考えるときの枠組みを提供してくれます。物理学に喩えれば、空気抵抗や摩擦のない世界で何が起きるかを考えるようなものです。そうした世界では、羽毛も鉄の玉も同じスピードで落下します。

しかし、現実の世界には、空気抵抗もあれば摩擦もあります。物理学を現実には当てはめる場合には、これらを勘案した上で、物体がどのように動くのかを考える必要があります。経済現象をみる際にも、物理学の真空にあたる世界での動きを踏まえたうえで、空気抵抗や摩擦にあたる経済制度や慣行について加味する必要があります。その一例ですが、「情報の経済学」の発展は、情報を持つ人と持たない人の違いが経済現象にどのような影響を与えるかについて、多くのことを教えて

くれます。私が専門とする金融経済学の世界でも、「情報の経済学」は、様々な経済現象を解明してくれています。現実の世界で多くみられる「情報の非対称性」が、物理学における摩擦や空気抵抗のような役割を、経済現象の上で果たしているのです。経済学の発展は、経済現象の理解を一段と深めてくれているのです。

このように実り多い経済学を学ぶことを、若い皆さんにもお奨めします。皆さんも、折角大学に入られた訳ですから、誰かに言われて嫌々学ぶ「お勉強」をそろそろ卒業し、自分の知りたいことや学びたいことをみつけ、自己責任で思う存分に学び、探求してみませんか。その題材として、経済学はよいものだと思います。皆さんが真剣に経済学を学べば、世の中がきっと違ってみえてくることと思います。また、世の中を良くする方策を考える際のヒントも、いろいろと与えてくれると思います。

ものごとを学ぶ際の心構えとして、中国の高名な思想家である孔子は、「学んで思わざれば則(すなわ)ち罔(くら)し、思いて学ばざれば則ち殆(あやう)し」と言っています。先人に学ぶだけで自分の頭で考えなければはっきりと理解できないし、折角何かを考えても先人の智恵に学ばなければ危なっかしい、ということの意味しています。

皆さんも、孔子に倣って、先人の智恵から謙虚に学びませんか。それに加えて、自らの手足を使って制度や慣行も含めた情報を集め、自分自身の頭で、日本経済の現状や対応策についてじっくりと考えてみませんか。本稿でお話しした日本経済の歴史的な大実験の目撃者として、皆さんもいろいろと考えることがあると思います。私としましても、大学の講義やセミナーを通じて、皆さんの「学び」や「思い」をできるだけ応援していきたいと考えています。

(あびこ・ゆういち 経済学部 教授)