新春対談

金融政策の今後を探る
日銀の利上げが持つ意味と景気への影響

ゼロ金利解除後の金融政策は、今後の経済成長にどんな影響を与えるのだろうか。財政赤字を解消に向かわせる一方で、成長を堅持し、日本経済を正しい方向へ導く金融政策とは、どんな姿をしたものなのだろうか。短絡な発想を排し、グローバルな経済環境を見据えながら、経済と金融政策の今後を探る。

東短リサーチ
チーフエコノミスト　加藤　出

みずほ総合研究所
チーフエコノミスト　岩本　洋

アメリカ経済の意図的な減速に不安はあるか

岩本　今回は、マクロ経済の話を軸に、今後の景気動向、短期・長期にわたる金融政策のあり方、それに、アメリカを中心とした海外経済との絡みなどについてお聞きしたいと思っています。まず、アメリカの話を入口にしましょうか。最近、アメリカに出張に行かれたとお聞きしましたが。

加藤　ニューヨークとワシントンで、マーケット関係者と金融当局の話を聞いてきました。今のアメリカは、米連邦準備制度理事会（FRB）が経済を意図的に減速させようとしていて、今年（2007年）の前半までは、潜在成長率を下回るスローな成長になる可能性が高いと思います。それは想定範囲内のことで、そう悲観的になる必要はありません。心配の種は住宅市場ですが、これは地域によってバラツキがあり、地元の経済がしっかりしている地域では、値段が下がれば需要も出てくるという構図のようです。全体としては、経済全体をリセッションに引き込むほどの悪影響は出ないのではないでしょうか。連銀の関係者もそう見ているという印象でした。

岩本　確かにアメリカは大きくは減速しないという見方が強くなっていますね。ただ、政策金利であるフェデラルファンドレートは5.25%とやや高めのように思いますが。

加藤　短期金利だけで見ると高めですけれども、経済が拡大期にある中で、名目の短期金利からインフレ率を差し引いた実質金利で見れば、歴史的に言っても高水準ではないと思います。実体経済により影響があるのは長期金利ですが、これもあまり上がっていません。それほど引き締め的ではないと思いますね。

岩本　昨年の夏頃までは、原油の高騰が個人消費に悪影響を与え、住宅市況の好調がこれを相殺しているという形だったと思いますが、今はそれが逆になっていますね。

加藤　住宅市場の減速がアメリカ市場全体をリセッションに引き込んだケースは、まず金利水準が高かったという場合、それから雇用と賃金が下落傾向にあった場合が大半です。今回は、雇用と賃金はよく、長期金利もそれほど高くない中での調整ですから、ある程度の影響は出るにしても、日本の1990年代前半のような深刻なものにはならないと思います。

岩本　少し話は変わりますが、FRB議長がバーナンキ議長に代わって、金融政策の手法として、インフレターゲットについて議論がある訳ですが、このあたりは加藤さんはどんなお考えをお持ちですか。

加藤　おそらくこの1月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で結論が出ると思います。バーナンキ議長が前からインフレターゲットを主張していて、2月で就任1年になりますが、いまだに採用していません。アメリカのイ

加藤　出 [かとう・いずる]

東短リサーチ　チーフエコノミスト
1988年東京短資に入社。短期金融市場の一線でブローカーを務め、98年よりエコノミスト兼任。2002年より現職。市場の現場の視点から金融政策予測を行っている。著書は「バーナンキのFRB」「日銀は死んだのか?」など。

ンフレ率は現状2%を超えていますけれども、議長が望むのは2%以下。FRBは課題を引きずって決論を出さないところではありませんから、白黒はつけると思いますが、でも、出てくるのは期限を切った厳格な目標ではなく、もっと曖昧な形になるのではないでしょうか。

ご承知の通り、日銀が2006年春に似た宣言をしています。「物価安定の理解」というわかりにくい表現ですが、0～2%のインフレ率がいいと明らかにした上で、福井総裁が、これは目標ではないと言っています。つまり、目指したい数字はあるが、現実とフィットさせるために、曖昧さを持ち込んでいるのですね。その点では、落とし所はアメリカも似たものになるかなと予想しています。ただ、発表すると、マスコミが「FRB　インフレターゲット採用　どうする日銀」という書き方する可能性はあるでしょう。中身はあまり変わらないのだけれど。

アメリカのインフレ率の内訳を見ると、エネルギー関連、保険医療、教育、そういったグローバルな競争力が働きにくいところの値上げ率が激しくなっています。一方で、アパレルとか生活必需品とか、外国からくるものについては、デフレのこともあります。これから日本で起こることも、たぶんそうでしょう。生活必需品関連は上がらず、嗜好品やサービス関係は値上がりするものがあるということになると思います。

日本の超低金利がもたらしたもの

岩本　日本に目を向けますと、短期金利がこれだけ低い中で、いわゆるキャリートレード、円を短期で調達し、米国などの海外の高い金利のものに投資するという動きが目立ちます。

加藤　短期金利でいえば、去年（2006年）の7月まではゼロ金利ですし、それ以前、春までは量的緩和策ということで、銀行間のオーバーナイト、つまり、一晩だけの貸し借りで、金利0.001%という時期が5年ほど続きました。100億円を一晩借りても利息は273円とただ同然ですから、銀行間で資金を貸し借りして海外に投資すると、為替に変動がなければ利ざやが稼げたわけです。7月にゼロ金利解除があった直後は、円キャリートレードをしていたヘッジファンドなどが警戒しましたが、夏場以降はまた増えたようです。

冷静に考えると、上がったといっても今のオーバーナイト金利は0.25%で、100億円借りても利息は6万8千円ほどです。東京で借りてニューヨークに持っていけば、向こうの短期金利が5.25%ですから、単純計算で5%の利ざやが出るんですね。上がったと言っても、ほとんどゼロと同じです。しかも、福井日銀総裁が金利の引き上げはゆっくりやると言い、秋以降はアメリカの利下げも早期ではなさそうだということになったのですから、当面、差は縮まらないことになる。円キャリートレードは、どうしても起こりやすかったのだと思います。

岩本　それが何かをきっかけに動きを止めたり、戻ったりすると、円安傾向はその流れを含んだ上での話ですから、為替に相当のインパクトが出る可能性がありますね。

加藤　日銀もそこを強く警戒していると思います。ヘッジファンドに加え家計部門の投資も激しいですから、急激な巻き戻しが来ないようにガス抜きしたいのでしょう。

岩本　話は変わりますが、超低金利の遺産として残った「タンス預金」が金融市場や政策に与える影響などに

ついてお願いできますか。

加藤　タンス預金の増大は、ゼロ金利が長期化した帰結の一つです。超低金利で銀行に預けておく意味がなかったということと、もう一つは、過去10年の間に、金融システム危機やペイオフ不安が起きて、銀行から預金を引き出し、現金を退蔵させたのだと思います。96年と現在、つまりこの10年間の家計部門の現金保有高を比べると約20兆円増えているのですが、過去10年で家計の消費支出は、名目で5～6%しか増えていません。これは明らかに異常です。

普通、経済が拡大して景気がよくなると、お札の発行残高が増えます。しかし、今後は景気が拡大して金利が上がり、眠っていたお金が銀行に預けられると、銀行は手元に現金を据え置いても利息が生まれませんから、日銀に返します。結果的に、タンス預金が減るとお札の発行残全体も減ることになるわけです。ただ、2006年の7月にゼロ金利解除があって預金金利が少し上がってからも、いまのところタンス預金が動き出した兆しはありません。お札の発行残高も、前年比で見ると若干のプラスでなかなか減らない。

金利動向に敏感な人たちがもしタンス預金をしていたとしたら、個人向け国債や外貨建ての投資信託などに概にシフトした可能性があります。いまだにもっている人たちは、それほど金利に対して敏感ではないのでしょうし、金利の上昇自体が緩やかでしょうから、タンス預金が劇的に動き出す可能性は、まだ低いと思います。

岩本　ゼロ金利が解除されて流動性預金は減っていますね。

加藤　ええ。それと、ヘッジファンドが日本のタンス預金のことを意外に気にしていまして、テクニカルな話をすると、日銀は国債を市場から毎月1兆2千億ほど購入していますが、実は、日銀は、無節操な国債引受を避けるために、国債保有高をお札の発行残高内に抑えるという内部ルールを持っているんです。

そうすると、先行き、もしタンス預金が減ってお札の発行残高が減ると、日銀は保有国債を減らさなければいけなくなる可能性があります。すると、買わないだけではなく売るのではないか、つまり、タンス預金がどうなるかが、日本の長期金利に影響を与えるかもしれないと、真

岩本　洋［いわもと・ひろし］
みずほ総合研究所　チーフエコノミスト

顔で心配する海外投資家がいるのですね。

先ほどの円キャリートレードやタンス預金のように超低金利の歪みはまだあちこちに存在していると言えます。

中央銀行の利上げは長期金利の上昇につながるか

岩本　ところで、日本の景気の状況はそんなに力強いものではありません。設備投資はいいとしても、個人消費が盛り上がりませんし、消費者物価も横ばいに近い。最近は原油が下がって、この状況は、先行きもそう変わらないでしょう。そこで、そんなときになぜ金利を上げるんだという議論があります。でも、日銀の動きをそういう切り口だけでとらえても仕方がないと思うんですね。量的緩和とかゼロ金利とか、今までがあまりに異常だったわけですから。

経済がまがりなりにも正常になってきたのだから、日銀としても、正常な対応に戻したい。それが量的緩和の解除でありゼロ金利政策の解除だと思います。ゼロ金利解除の際に、これは正常化の過程だとはっきり言っていたと思いますが、その文脈で読む限り、程度にもよりますが、景気がどうの物価がどうのという話だけを引っ張り出すのはいかがなものか。その辺はどうお考えですか。

加藤　おっしゃる通り、日銀は金利をある程度正常化するという意味合いで、この間の流れを作ってきたと思います。日銀は4月と10月に「展望リポート」という中期的

な経済見通しを出しますが、2006年4月のレポートを読み返すと、ある高揚感がありまして、これからは個人消費が景気をけん引するといった、やや楽観的な書きぶりでした。あまり期間を置かず、ある程度は金融正常化ができると考えていたのでしょうが、その後、個人消費が思うように伸びない流れが出て、シナリオが少しずつずれ始めたのでしょう。ただ、10月に出た見通しでは、2007年度のイメージも2006年度の春ととくに変えていません。長く見れば景気は拡大基調だが、今は少し中だるみがあるという判断だと思います。

岩本　日本の景気がしっかりしているということが指標の上で確認できれば、それが直接の理由ではないにせよ、利上げをやりやすい面はあるでしょう。その意味で言うと、企業部門は収益がいいですし、設備投資も計画が上方修正されていて問題はない。ポイントは家計部門、個人消費ということになりますね。つまり、給与の部分が上がってきていない。

加藤　派遣社員とか新卒とか、あるいは社員が流動化して中途採用をしないとやっていけない業界では、時給も賃金も上がっていると思います。しかし、全体を見ると、確かに緩やかですね。東京でも地方でも、40歳を過ぎて転職するリスクの低い正社員などは、釣った魚に餌をやらないという形で（笑）、ある種見切られてしまった部分がありそうな気がします。

岩本　派遣の市場は、相当需給がタイトなようです。人材あっせん会社の話などを聞いていると、派遣はできないが、契約社員と言っていただければご用意できますという感じになっているようです。こうした雇用形態の給与は上がっているけれども、正社員はその恩恵に浴していないという、おっしゃる通りの印象です。ただ、賞与はさすがに増えていますね。前年比で2%程度の上昇になってきています。我々の2007年度予測では、給与の増え方も少し良くなって、個人消費は堅調さを保つという見方をしています。

加藤　日本では、90年代以降の労働市場の規制緩和が、海外と比べて類をみないほど急速でしたから、景気回復期にもかかわらず、賃金が増えにくいところがあります。交渉の面で、企業サイドに有利に働いた面はあったと思います。とはいえ、アメリカでは、景気回復の中でジョブレス・リカバリーなどと言われながら、今になって賃金がよくなっていますから、時差はあるにせよ、いずれ日本でも家計に波及するのではないでしょうか。

岩本　確かにこれまでのところ給与の増加までは至っていませんが、それ以外の雇用関連のデータを見ますと、相当いいところまできているんです。有効求人倍率が1倍を超え、失業率は今4%そこそこですが、ピーク時には5%を超えていたわけですし、新規求人数になるとバブル期よりも多い。

加藤　儲かっている企業がもっとボーナスを払えると好ましいんですけどね。ニューヨークの消費が強いのは、ウォール街の今年のボーナスが凄いからです。羨ましい（笑）。

岩本　企業が経験を踏まえて非常に慎重になる中で、コスト増を最小限に抑えようとしている、その結果として物価も上がらずにすんでいる。しかし、企業部門が手元に持っている資金を、設備投資に使ったり、株主還元に使ったあと、従業員に（賃金の増加として）還元するとなるとコスト増につながります。さらに、還元された家計部門はモノを買える。すると、消費者物価も上がっていく。給与は上がらないけど物価も上がらないのと、給与は上がるけど物価も上がる、もちろん、程度の問題はありますが、どちらがいいかという面もありますね。

加藤　名目賃金が高く見えると人は幸せな気持ちになりますが、行き過ぎは危険なので、米国ではFRBが経済のスピード調整を今しています。

岩本　細く長く、そういう経済を目指すのが日銀のやろうとしていることではないでしょうか。それ以上のことを日銀に求めてはいけないという気がします。

加藤　大それた引き締めをやろうという気持ちは今はないでしょうしね。短期金利を少々上げたところで、アメリカがそうですが、イールドカーブが立ち上げらなければ、経済に対する引き締め効果は弱いですから。

先日、FRBの理事のクロズナーという人が、面白い講演をしていました。世界的に長期金利が上がりにくい傾向があるという話です。内容をご紹介しますと、中央銀行は、短期金利を調整しますけれども、長期金利は金融市場で決まります。だから、短期金利を引き上げても必ずしも長期金利は上がりません。場合によっては、今

のアメリカのように、短期金利より長期金利が低くなる逆転現象が起こります。その最大の原因は、インフレ率がグローバルに低下したからです。発展途上国ですら先行きのインフレ予想が二桁に乗りませんし、変動幅も小さい。かつてハイパーインフレだったメキシコが、今年、30年国債の発行に成功し、しかも金利はたった8%でした。

そうなると、先進国の国債の金利が上がらないというのが当然になります。以前の政策当局者には、インフレを起こして財政赤字を帳消しにしたいという誘惑がありましたが、そういうことをすると海外資本や国内貯蓄が外に流れますから、インフレ税を意図的にかけるような政策は不利益だと為政者が気づくようになりました。中央銀行の独立性を高め、インフレ率を安定させることが、利益になるという認識が広まった。そんな話でした。

岩本　公共投資や、無茶な財政政策をやらなくなった。というより、できなくなったということですね。

加藤　ええ。日本の財政赤字はそういうものが累積した結果であるわけですけど、安倍政権は小泉政権の流れで財政赤字削減でやっていくようですから、世界的な低金利の流れの中では、無茶をしなければ、日銀が短期金利を上げても、長期金利はあまり上がらないという構図ではないですか。

岩本　ゼロ金利が解除されたときに、テレビや雑誌で「金利上昇時代到来」といった企画が目につきましたが、国民が感じているのは、預金にしろ住宅ローンにしろ、金利は上がっていないということです。次の利上げがあっても住宅ローンでは、変動金利には影響はあるでしょうが、長期については、影響は限定的でしょう。日本経済全体への影響という視点でみても、仮に長期の金利がフルスライドして0.25%上昇しても、住宅投資への影響は小さなものです。試算ではマイナス0.02%。同じように設備投資が0.7%のマイナス。実際には長期金利がフルスライドすることはないでしょうから、利上げの影響はもっと小さくなるはずです。

加藤　スイスでは2004年の6月までゼロ金利政策でした。以降6回にわたって0.25%ずつ利上げし、過去2年で短期金利を都合1.5%まで引き上げました。ところが10年国債金利は低下して、2003年11月は2.9%前後だったものが、今は2.3%程度です。よって、日本の長期金利だけが急上昇する可能性は当面低そうですが、海外のトレンドが変化しないか注意することは必要でしょう。

当面の利上げのターゲットは

岩本　利上げの当面のターゲットをどのくらいとお考えですか。景気動向の影響もあるでしょうが、我々のシナリオで言いますと、2007年度の前半は、若干の減速が続くと予想しています。アメリカの景気減速とか、IT（情報技術）がらみの調整で前半が弱く、後半は立ち直るという予測です。2008年度もそこそこの拡大が続き、少なくともこの先2年は景気拡大基調は崩れないというシナリオです。もちろん政策のよろしきを得ればということですが。

加藤　潜在成長率が1%台後半、インフレ率を1%程度とすると、中立的な金利水準として想定されるのは、2%台半ばから3%くらいという話になるのでしょう。しかし、一方で財政再建のために財政部門からデフレ圧力がかかりますから、そこである程度は中和しなければなりません。企業部門の収益が家計に波及して物価が上がるというスパイラルでも起きない限り、利上げペースは緩やかだと思いますね。

ですから、2007年度末までに1%程度になっていれば、かなり順調に上がったというところでしょう。海外の金利差との縮まり具合も緩やかだろうと思います。

この対談は、2006年12月の金融政策決定会合以前に行われました。