

## 「日本経済の展望と課題」

公益社団法人日本経済研究センター  
代表理事・理事長 岩田 一政 氏

3月30日(水)12時から、東海大学校友会館において第451回月例会を開催した。当日は、公益社団法人日本経済研究センター代表理事・理事長で元日本銀行副総裁の岩田一政氏より「日本経済の展望と課題」と題する講演が行われた。出席者は73社83名であった。講演要旨は次のとおり。

「2015年半ば以降、世界の株式市場時価総額はおよそ15兆ドル減少した。世界的な景気後退、金融機関の大型破綻や通貨危機が発生していないにもかかわらず、世界の金融市場が不安定になっているのは、いわば『ギリシャ悲劇第3部』が始まったことが原因だ。

『ギリシャ悲劇第3部』が始まったのは、①アメリカの利上げプロセスと景気後退リスクの浮上、②中国を中心とする新興国の成長減速や人民元的大幅切り下げリスクおよび企業の累積債務破綻リスクの浮上、③原油を中心とする一次産品価格の急落とハイールド債価格の急落リスクの浮上、④ユーロ圏における銀行部門の不良債権処理の遅れによる金融リスクの浮上、の4つのリスクが世界経済を覆っているからである。

『ギリシャ悲劇第3部』は、世界の弱い回復力、潜在成長率の低下、低いインフレ率、そしてマイナス領域が拡大しつつある低金利を背景として進行している。90年代後半からほとんどの国で労働生産性は下がっている。潜在成長率をプラスに維持するには労働生産性の向上が不可欠となる。

日本経済は、2015年10-12月期に成長率がマイナス1.1%となり、2014年4月の消費税率引き上げ以降、停滞から抜け出していない。2015年度、16年度、17年度の成長率は、0.7%、1%、0.1%と見込まれている。このままでは、実質中期見通しは、基準ケースで2026-30年にゼロ成長に陥るが、積極的な成長戦略が成功すれば、2%成長を達成することは不可能ではない。

量的・質的緩和政策のもとで、日本銀行が購入可能な国債購入には量的な限界がある。

国債価格をつり上げればいくらかでも国債購入可能であるとする議論もあるが、日本銀行は満期まで保有するので、利子収入があるとしても、損失および損失引当金が大きく増加する。ETF購入や、J-REIT購入にも市場規模による限界と損失リスクがある。



岩田 一政 氏

日本銀行の財務悪化を考慮すると『量、質、金利からなる3次元の金融緩和政策』を整合的に実行することに困難が生ずることになる。加えて、マイナス金利が民間銀行の預金金利にも波及する場合、民間非金融部門の段階で現金保有が増加する可能性がある。

民間金融機関の立場からすると、日本銀行への国債売却益と当座預金残高保有によるメリットと、国債売却に伴う国債金利低下による利ざや圧迫のデメリットを勘案して国債売却を決定することになる。

日本銀行によるマイナス金利の導入は、ゼロ金利制約を打破し、直接的かつ全般的に市場金利を低下させ、ポートフォリオ・リバランスを促進する。これまで採用された量的緩和政策、時間軸効果(2001年3月-2006年3月)や量的・質的緩和政策(2013年4月以降)は、金利引き下げ効果に関する限り、マイナス金利の不完全な代替政策であった。金融機関は貸出金利と預金金利の調整速度の非対称性および国債保有の含み益増加があるものの利子収入減少から収益が圧迫される。

金利収入に依存する家計は、預金金利目減りに対して予備的動機による貯蓄を増加させる可能性がある。ゼロ金利の付された現金が存在しない経済を想定した場合には、国債短期金利はゼロ金利制約が出現した時点でマイナスになっている可能性がある。

マイナス金利の導入によってデフレを克服するためには、(1)自然利子率をゼロ以上にする成長戦略の実施、(2)現金保有の急増が発生しない範囲で政策金利のマイナス幅や適用範囲を広げること、を考慮する必要がある。

それでもデフレ克服が困難である場合には、現金に対するマイナス金利を適用することが求められる。そのための複数の選択肢は古くから提案されているが、『現金の預金通貨化』が現実的であろう。その場合には、同時に『キャッシュレス社会』構築を目指すことになる。』 (文責・事務局)