

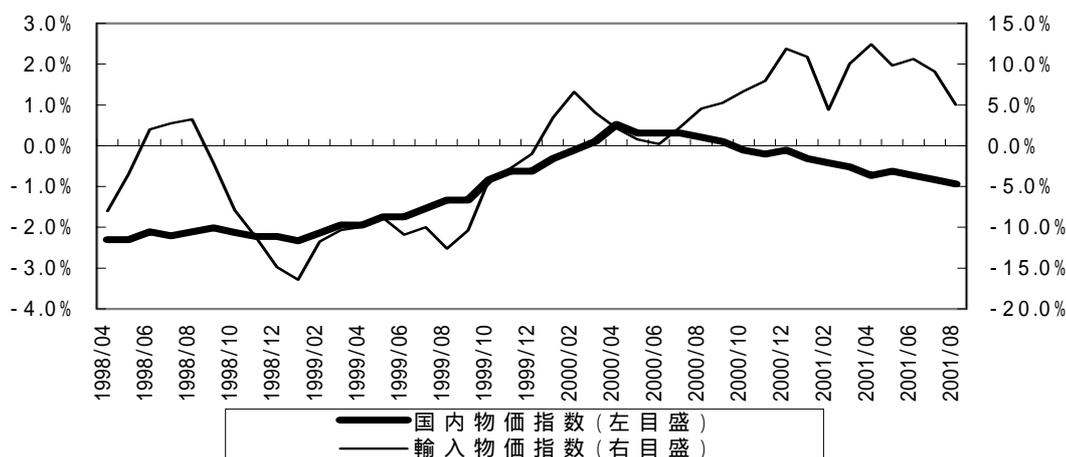
・物価の動向

(1) 最近の物価指数の動き

1) 卸売物価指数

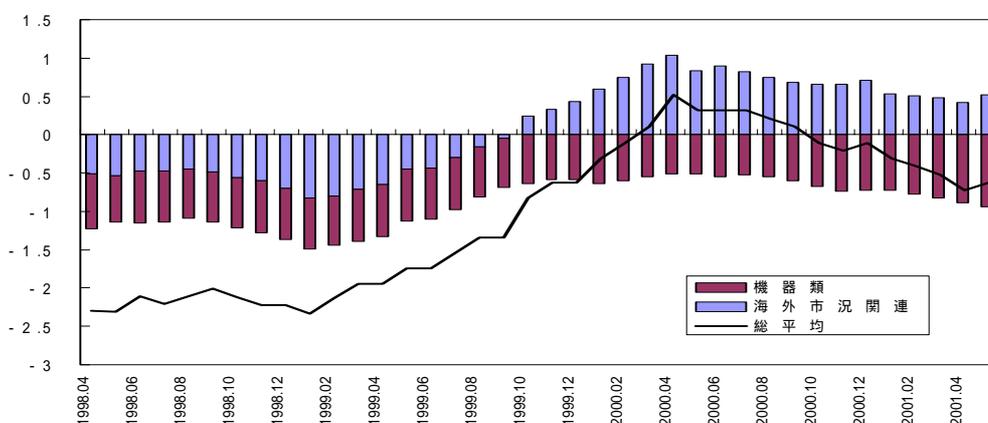
最近の卸売物価指数の動向をみると、国内卸売物価指数は2000年10月以降、マイナス推移が続いている。一方、輸入物価は円安等の影響を受けて、前年比プラス圏内の推移となっている。通常、輸入物価は、国内物価に影響を及ぼすものと考えられるが、現時点では需要不足によるマイナス効果の方が大きく、輸入物価の押し上げ要因を打ち消している形である。もっとも、今後の為替動向には注目が必要である。

図表68 国内卸売物価と輸入物価



資料：日本銀行「卸売物価指数」

図表69 国内卸売物価の寄与別分類



資料：日本銀行「卸売物価指数」

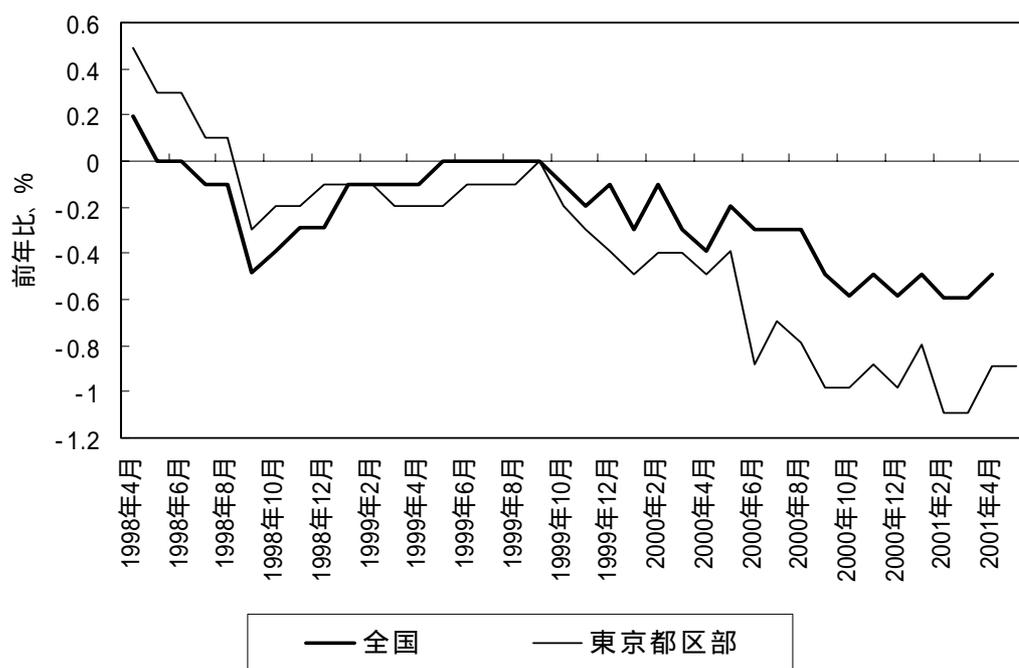
内訳をみると、石油石炭製品が円ベースでみた原油価格の上昇や非鉄金属価格の上昇を反映して、前年比押し上げ要因として寄与しているが、世界的なパソコン需要の不振、携帯電話の売上鈍化等を反映して、機器類の値下がりが目立っている。

先行きについては、世界経済の減速に加え、わが国経済の低調ぶりを反映して現状程度のマイナスが続くものと考えられる。

2) 消費者物価指数

消費者物価指数前年比(全国)をみると、2000年秋以降、ほぼ前年比-0.5%近傍での推移が続いている。個別品目の動向をみると、「家具・家事用品」、「被服及び履物」のマイナスが目立つ。こうした品目の背景としては、国内需要の不振に加え、「ユニクロ現象」等に見られるような外国からの安値輸入品流入の影響が考えられる。

図表70 消費者物価指数(除く生鮮)前年比



資料：総務省「消費者物価指数」

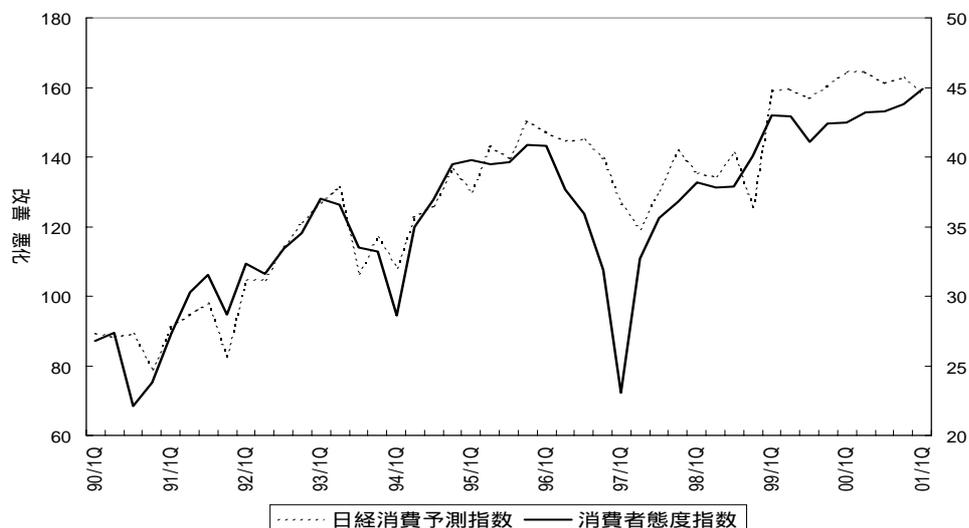
当面は、日銀の政策委員の見通しに近い、前年比-0.5%程度のマイナスが続くものと考えられる。当面は量的緩和政策が継続されるであろう。

日銀政策委員の消費者物価指数(除く生鮮)見通し

予測レンジ：-1.0% ~ -0.3%

なお、昨今の物価の動きを消費者がどのように判断しているかに関しては、以下の指標が参考になる。物価に関しては、デフレ進行の下、消費にプラスの要素として判断は改善傾向を辿っている。

図表 7 1 消費者の物価判断

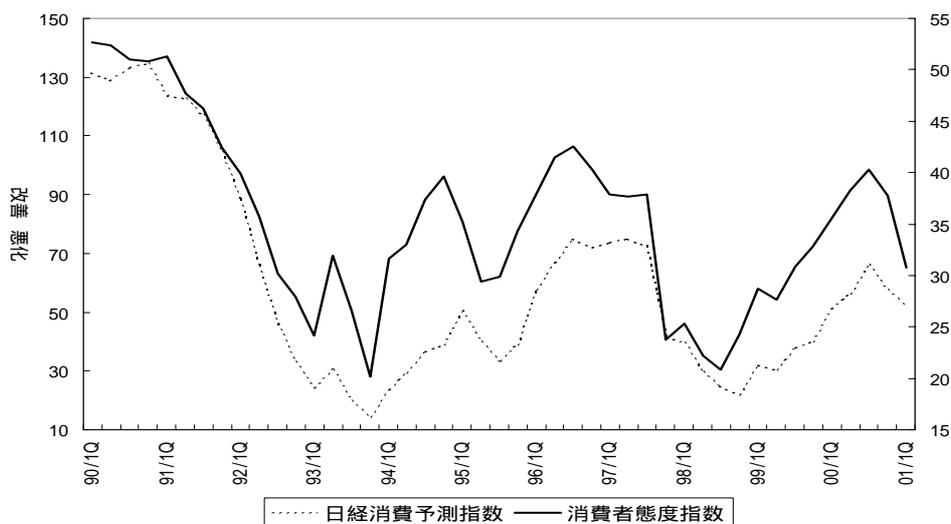


資料：内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」

しかし、消費判断に際してはその他の項目である、雇用環境や所得環境の見方はより厳しく、よって、消費マインドが再度悪化に向かっている。

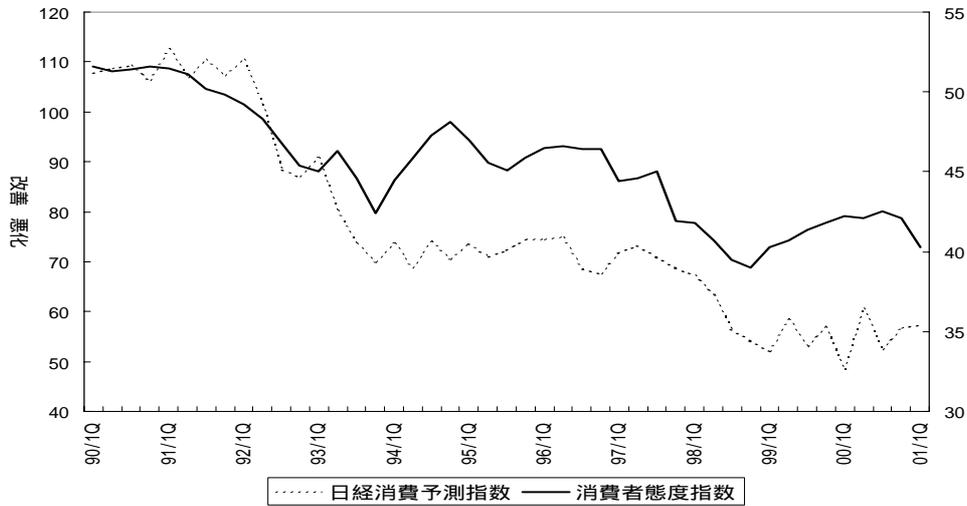
図表 7 2 雇用・所得環境に対する消費者の見方

・ 雇用環境



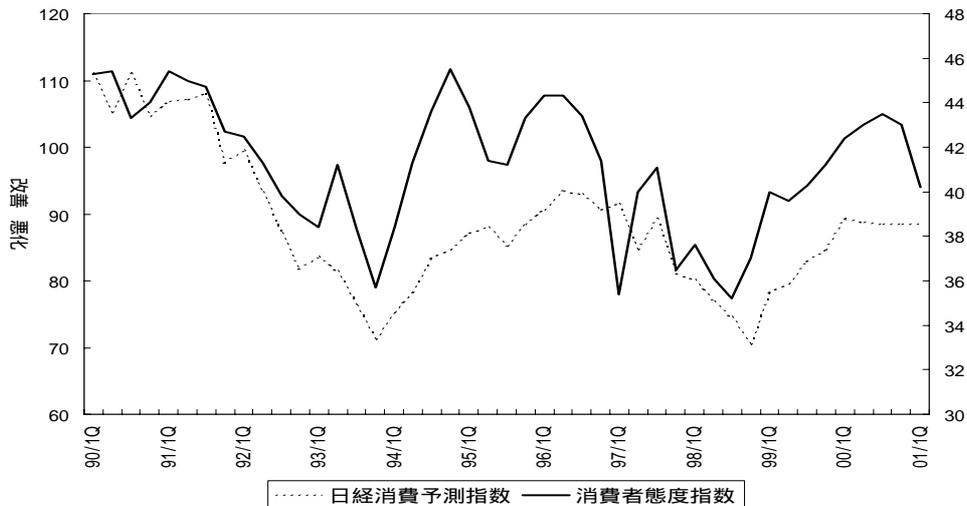
資料：内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」

・ 所得環境（収入の上がり方）



資料：内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」

図表 7 3 消費マインド関連指標の推移



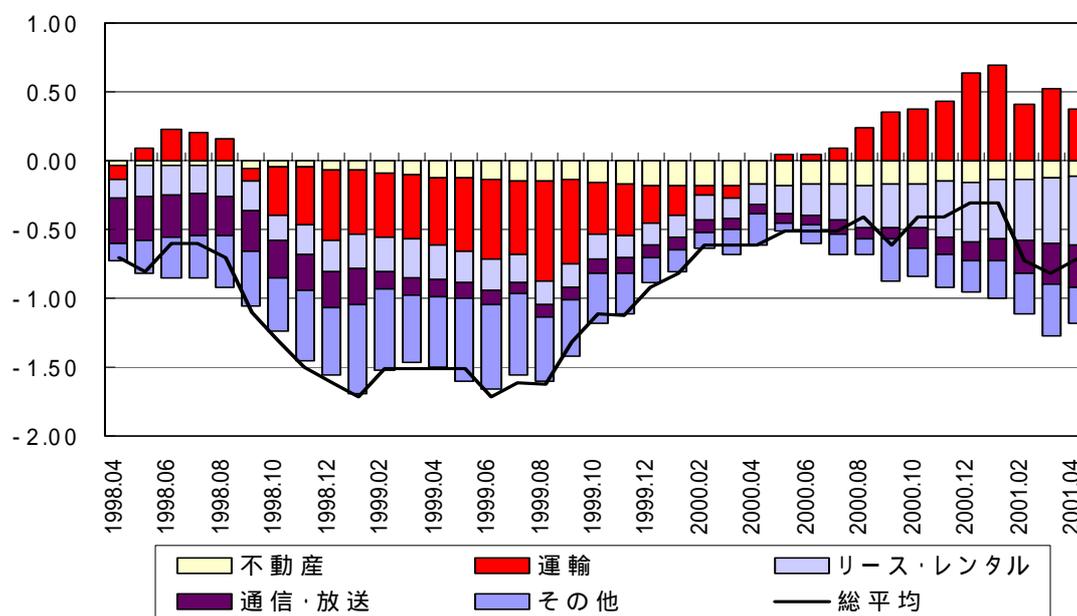
資料：内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」

3) 企業向けサービス価格指数

企業向けサービス価格指数の動向をみると、世界景気の動向を反映して外航貨物等が前年比プラスに寄与していたものの、全体としては、価格下落が続いている。

金利の影響を受けやすい「リース・レンタル」のマイナス幅が拡大している。
通信料金を巡る競争が激化していることから、「通信・放送」のマイナスが目立つ。

図表 7 4 企業向けサービス価格指数の推移



資料：日本銀行「企業向けサービス価格指数」

先行きについても、世界経済の成長鈍化を受けて運輸が低下するほか、規制緩和を受けて通信が引き続き下落することが予想され、企業向けサービス価格指数全体でも、当面は現状程度のマイナス幅が続くものと考えられる。

4) 地価

国土交通省が発表した平成 13 年 1 月 1 日時点の公示地価によると、全国全用途平均の公示地価は前年比マイナス 4.9%と停滞し、10 年連続の下落となった。今回の下落に関しては、企業がリストラクチャリング等のため積極的に土地を売却したことも大きな要因となっている。なお、用途別に見ても、住宅地は同 4.2%、商業地は同 7.5%の下落となっており、全国ベースで見ると地価下げ止まりの兆候はない。なお、公示地価がピークを付けた 10 年前の平成 3 年と比較すると、住宅地が 32.5%、商業地が 58.5%の水準となっている。

また、東京、大阪、名古屋の三大都市圏については、全用途平均では同 6.1%の下落、商業地については同 8.3%の下落、住宅地に関しては同 5.6%の下落となっている。下落幅は依然大きいものの、いずれの用途においても前年と比較し下落幅は縮小している。より細かく見ていくと、東京都区部では新宿区、港区等の一部の高度商業地や、新たな地下鉄の開通等に伴い交通利便性が向上した商業地区において、前回公示から上昇に転じた地点や横ばいの地点が出てきている。また名古屋市においても一部の高度商業地において、10 年ぶりに公示地価が上昇した地点が現れる事例が出た。また住宅地に関しても、東京都心部の港区、新宿区、渋谷区に 10 年ぶりに上昇する地点が現れ、名古屋市の中心部にも上昇に転じた地区がある。その一方地方圏においては、住宅地は同 2.8%下落と前年比より下落幅

をやや拡大し、商業地に関しても同 7.0%の下落（前回と同じ下落幅）と、下落の勢いは衰えていない。ここからは、地価の二極化の傾向が進みつつあることが分かる。

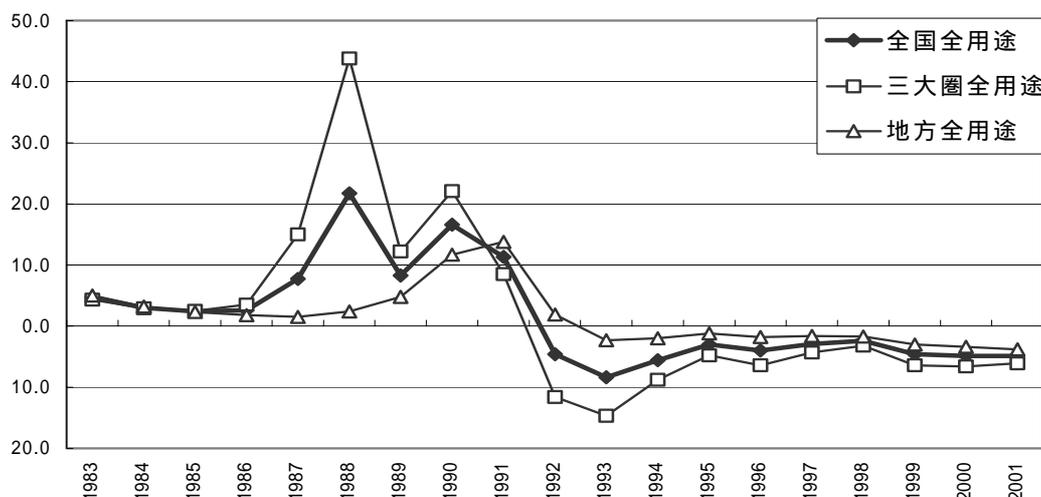
大都市圏の商業地においては、企業収益の改善や設備投資の増加など、企業部門を中心とする景気の緩やかな改善を背景としてオフィスや店舗への需要が顕在化し、都心部を中心に下落幅が縮小したと見ることができる。特に、東京都心部等におけるオフィス集積地区や集客力に優れた商業地においては、IT 関連企業や外資系企業等によるオフィス・店舗への根強い需要を背景として、前回公示と比べ地価が上昇や横ばいとなった地点が増加した。しかし、大都市圏の中でも周辺経済の回復の遅れや、消費低迷に伴うオフィス・店舗需給の緩みが続き、引き続き下落傾向を示している地点もある。また、大規模商業施設の撤退や郊外型量販店の進出の影響を直に受けた地方中心商業地の中には、下落率が二桁となった地区が多々見られる。住宅地に関しては、都心部において交通・生活の利便性や職住近接を重視する都心回帰の動きがある。さらに都心部の近年の地価下落は需要側に値ごろ感をもたらしたことに加え、住宅ローン減税の実施によりマンションへの需要が引き続き堅調であったこともあり、下落幅は縮小した。ただし、郊外部の通勤遠隔地においては、相対的割高感による需給の緩和が持続しており、利便性に劣る地域を中心に下落傾向を強めている。また、地方の住宅地も大幅に下がっており、都道府県別で前年を上回ったのは、岩手、島根、高知の3県にとどまった。

経済学的見地からは、理論的に算出できる地価は、将来地代の割引現在価値と考えることができる。土地を利用することに伴う収益率の上昇、都市機能の向上を通じた土地の限界生産力の向上に、都市機能等の要因等が総合されることにより将来地代の上昇を見込むことができれば、当該地区の地価は上昇する。特に戦後からバブル崩壊前までの時期においては、土地の有限性から土地の期待収益率が上昇したため、地価は上昇を続けた。しかしバブル期を通じて不良債権は積み上がり、バブル期以降の景気低迷を受けて土地の期待収益率は大きく下がっている。産業の中心も、従来型の広大な土地を必要とする産業から、知識集約型の IT 産業へと移行しつつあり、大型の土地需要は生じにくい状況である。また土地利用規制の緩和による農地の転用や、生産拠点の海外移転等は、土地の有限性に対する概念を変え、土地の供給を増やしている。さらに緊急経済対策にも含まれている土地流動化策は供給側からの対策であり、不動産対策というよりむしろ金融システム対策の色が濃い。昨今の経済情勢を併せ考えると、部分的に地価が上昇する地域はあるものの、マクロ的に反転する条件は未だ揃っていないとは言えない。

地価下落の影響は経済にも大きな影響を及ぼす。試算によると、バブル期を境として、統計的に、マクロ変数と地価との因果関係に差が出てきている。バブル期以前においては、地価は実質 GDP、マネーサプライ、株価、物価からの影響を強く受けていた。特に 1972 年～73 年の列島改造ブーム期における地価の高騰は、マネーサプライの過剰供給に負っていると見ることができる。しかし、バブル期以降（バブル期含む）においては、地価はむしろマクロ変数に影響を与えるものになっている。これは不良債権問題等により、実質 GDP

やマネーサプライの上昇が土地の期待利潤率を高め、それが地価の上昇に繋がるという流れを断ち切ってしまったためである。その意味では、財政の緊縮に伴う成長の停滞、金融緩和の持続の両要因とも、現状では短期的には地価に大きな影響を与えることは考えられない。しかし、この財政・金融の両政策により、経済に過度のダメージを与えることなく経済体質の改善を図ることができれば、中長期的にはバブル期以前のように、各種のマクロ変数が地価に影響を与えるような状況に戻ると想定することもできる。

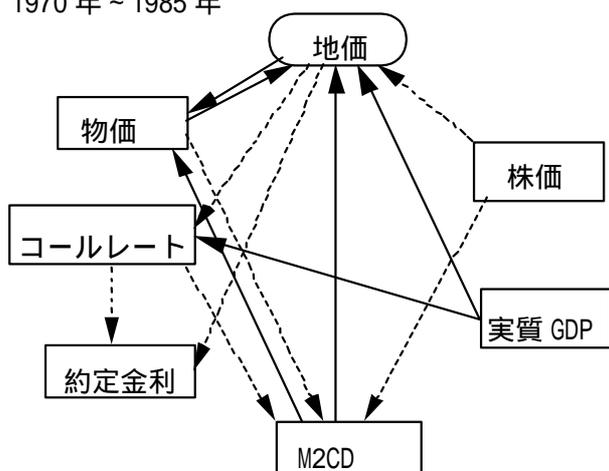
図表 7 5 地価変動率（前年比）の推移



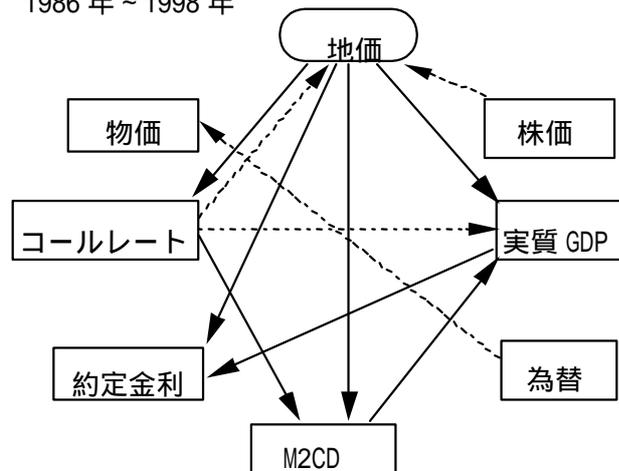
資料：国土交通省「地価公示」

図表 7 6 地価（全国全用途平均）とマクロ変数の因果関係の変化

1970年～1985年



1986年～1998年



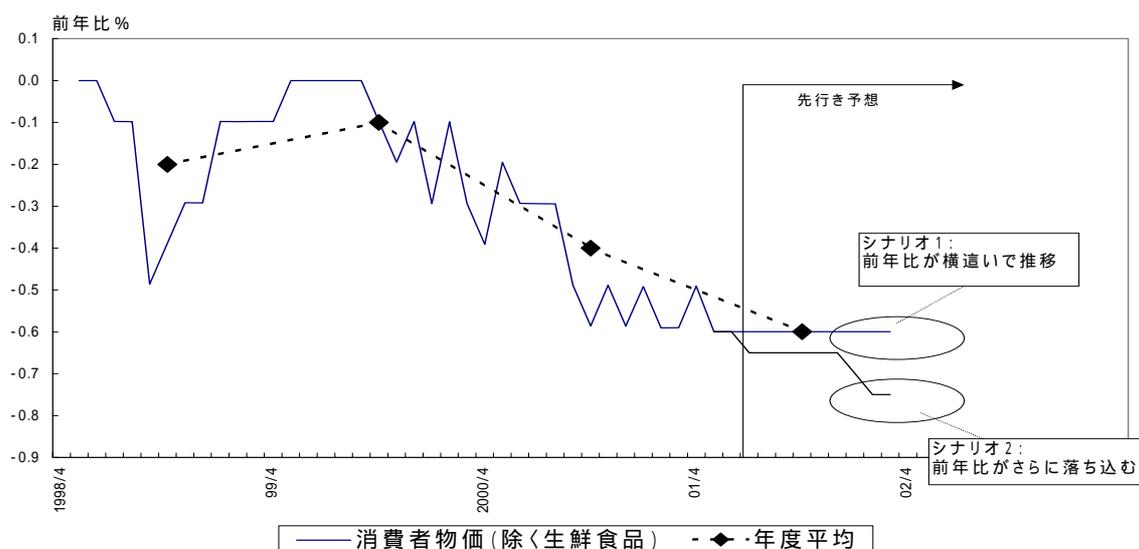
注：VARによりGrangerの因果性をテスト。実線はF検定99%水準有意、点線は95%水準有意。

(2) 物価指数と金融政策

金融政策とは物価の安定を最大の目的とするものであるため、金融政策を巡る議論において本来的に物価は極めて重要な要素であるが、足許、その重要性が一段と高まっている。3月に日銀が量的緩和政策を決定した際、同政策を「消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の前年比が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」としたからである。

こうした中、日銀政策委員らによる「物価の見通し」が発表された（4月26日）。この内容を踏まえ、量的緩和の継続期間について若干の考察を試みる。今回発表された2001年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）前年比の予測レンジは「-1.0～-0.3%」であり、また最大値と最小値を除く“大勢見通し”レンジは「-0.8～-0.4%」であった。ここでは大勢見通しの平均値の-0.6%をとりあえず日銀の見通しとしておこう。この情報に加え、直近（2001年4月）前年比が-0.5%という事実も勘案すると、先行きの物価を日銀がどうみているかある程度推察できる。例えば一つのシナリオとして、2001年度一杯、前年比が-0.6%のまま推移すると、年度平均の前年比はちょうど日銀見通しの-0.6%となる（下図のシナリオ1）。もっとも、数値の四捨五入の関係である程度の幅があり、例えば2001年度末に向けて-0.8%程度に落ち込んでいく場合でも年度平均前年比はぎりぎり-0.6%となる（下図のシナリオ2）。いずれにせよ、日銀も今年度中は物価の見通しをかなり厳しくみていると推察される。これは、日銀自身が今年度中の量的緩和解除はないと“覚悟”していることを意味する。また、このように2001年度末時点でマイナスゼロ%台後半の前年比となると、2001年度中はおろか2002年度中の量的緩和の解除も容易ではない状況である。

図表77 日銀見通しを考慮した先行きの物価シナリオ



注：2001年度の年度平均は大勢見通し平均の-0.6%で仮置き。
資料：日本銀行「経済・物価の将来展望とリスク評価」より作成。

従って、この3月（量的緩和決定）～4月（物価見通し発表）の時点で、既に日銀が物価に関してかなり厳しい見方をし、量的緩和の長期化を覚悟していると推察される状況からさらに変化している。海外景気の急速な鈍化と国内の構造改革路線の台頭である。特に、「2002年度国債発行額の30兆円以内への抑制」などの構造改革要因に関しては、3月～4月頃に十分織り込まれていたとはいえない。そうなると、物価見通しはさらに厳しくなり、量的緩和の予測継続期間も長期化する可能性がある。ここで問題となるのは、果たして既に長期化が見込まれていた（日銀当座預金を約5兆円に維持するという）量的緩和を“一段と長期化”するくらいで済むかという点である（なお、8月13～14日には日銀当座預金を6兆円に増額、9月16日には6兆円を上回ることを目標とするとの変更がなされている）。

一つの自然なシナリオとしては、日銀当座預金を増額することが考えられる。しかし、これまででさえオペにおける札割れ（応札額の未達）が多発した状況を考えると、必ずしも容易なことではない。日銀が慎重姿勢を崩していない長期国債買い切りオペの増額を今後も余儀なくされる可能性は高い。

このように、構造改革が実現すれば、その裏腹の関係ともいえる形で、金融政策に強い負荷がかかる展開となろう。国債のほか、ウルトラ C の手段としてその他の債券（社債、地方債など）を用いたオペレーションを求める声が出始める可能性すら否定できない。

（3）GDP ギャップと物価

CES型の生産関数を用い潜在GDPを推計し、GDPギャップを導出する。潜在GDPという概念は、資本ストックならびに労働ストックがフルに稼働した場合の可能な生産水準を見るものである。そしてその潜在GDPと実現したGDPとの比率を取ったものがGDPギャップである。具体的には、

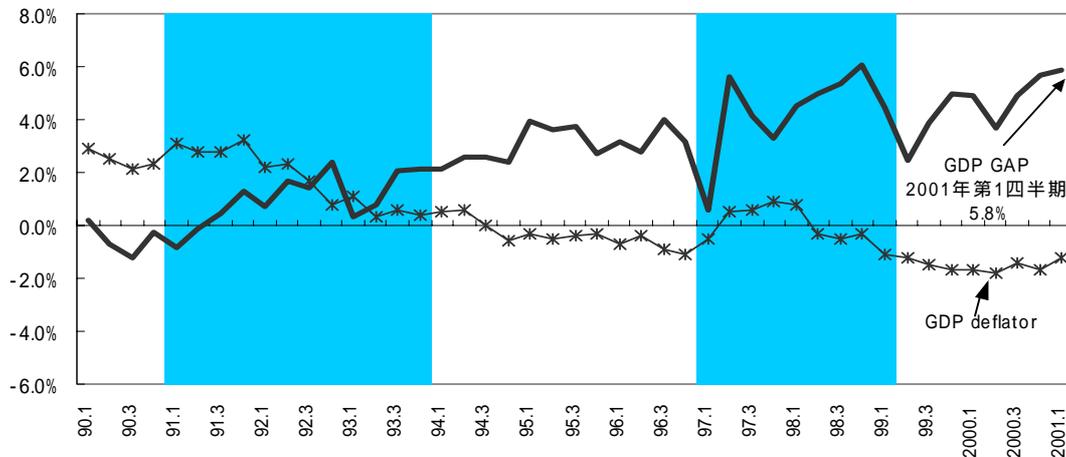
$$\text{GDP ギャップ} = (\text{潜在GDP} - \text{実現したGDP}) / \text{潜在GDP}$$

として表される。それゆえ、通常は景気回復局面においてGDPギャップは縮小し、景気停滞局面においては拡大する。実際の計算結果は以下の図表の通りである。

今局面を見ると、2000年第2四半期以降、GDPギャップは再び拡大し、直近時点においては、5.8%と計測されている。

この理由としては、高い失業率、緩めの稼働率という、労働と資本の両面における mismatches が高位で安定していることが挙げられる。特に需要面の弱さから、今後も労働、資本両面における調整は長期化し、GDPギャップはなかなか縮小しにくい状況が続く。そのような状況では、物価には低下圧力が働く。なおGDPギャップとデフレータの関連を見ると、弱いながらも逆相関となっており、GDPギャップが拡大する局面では、物価には下落圧力がかかる。

図表 7 8 GDP ギャップと物価指数

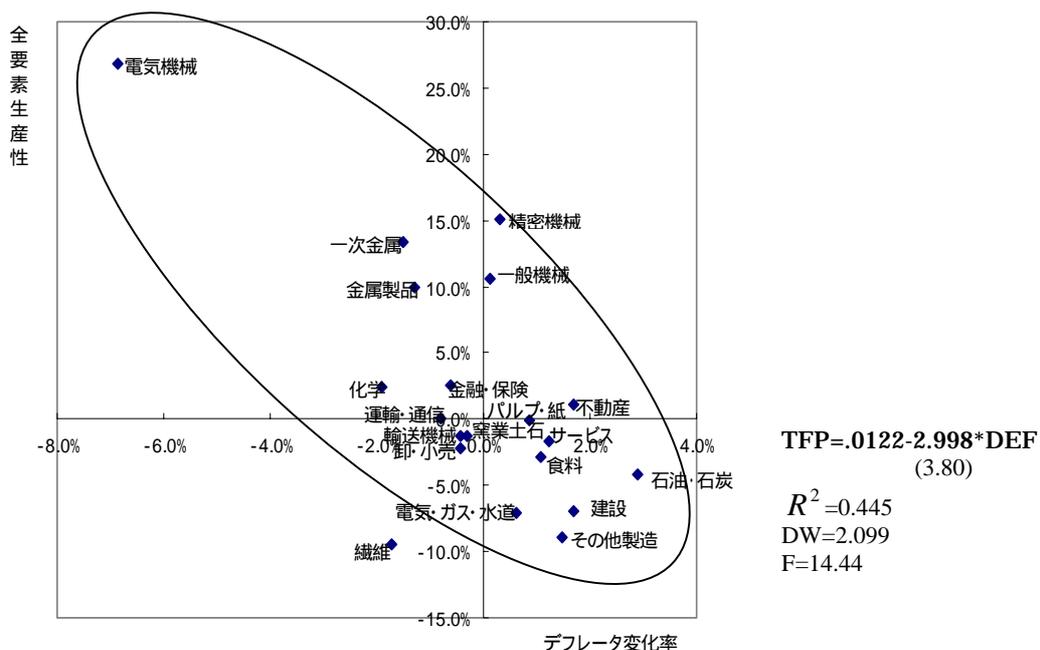


資料：内閣府「国民経済計算」等より推計。

(4) 全要素生産性と物価

全要素生産性の伸びが生産コストを低下させ、物価上昇率の低下圧力になるとの見方がある。90年代につき、業種別にみると、弱いながらもそのような傾向がある。今後、規制緩和等の進展により全要素生産性が伸びるような場合、物価には低下圧力が働く。

図表 7 9 業種別全要素生産性とデフレータの伸びの相関 (1990年～1999年) (再掲)



資料：内閣府「国民経済計算」等より作成。

(5) 今後の物価動向

- ・ 現況の物価下落傾向は、需要不振による部分が多い。輸入物価の寄与は小さい。
- ・ GDP ギャップが拡大する中で、物価の低下圧力も強くなっている。
- ・ 当面は消費者物価は弱い基調（前年比-0.5%程度の減）で推移することが見込まれ、量的緩和政策も持続する。
- ・ デフレの経済に与える影響としては、消費者の物価判断にはプラスに作用するものの、雇用環境や所得環境の低下に繋がり、消費マインドを低迷させている。
- ・ 企業向けサービス価格も、規制緩和等の影響から今後もマイナス推移していくことが見込まれる。
- ・ 今後に関しては、需要の低迷を背景とした物価下落基調が当面は持続すると見て良いであろう。規制緩和の進展も物価下落圧力として働く。物価が反転するには需要が拡大することが必要条件である。その他、想定される悲観的なケースとしては、財政状況のさらなる悪化に伴う長期金利の暴騰、貨幣価値の下落、行き過ぎた金融緩和等によるインフレへの反転がある。楽観的なケースとしては、早期にデフレ的状况から脱却し、安定的な物価水準で推移することも考えられる。

・金融政策のシナリオ

- 1. 最近の金融政策の動き

8月14日の金融政策決定会合において、日銀は一段の量的緩和を決定した。その具体的内容は、以下の通りである。

日銀当座預金残高を、これまでの5兆円程度から、6兆円程度に増額

長期国債の買い入れ増額(これまで月4千億円ペースで行ってきた長期国債の買い入れを、月6千億円ペースに増額

この措置は、本年入り後、4回目の緩和策となる。踏み切った背景として日銀は、足許の景気調整が一段と深まっており、今後もこうした傾向が強まる可能性があること、景気動向とも絡み、物価のデフレ傾向の強まりが懸念されること、金融市場が混乱する可能性が否定できないこと、などを挙げている。

また、日銀自身は公式に表明はしていないが、足許の株価が軟調なこと、政府・与党からの緩和要請が強まっており、一部では日銀法再改正の動きまでみられていること、なども影響している可能性がある(なお、その後9月18日の金融政策決定会合において、当座預金残高を6兆円以上とする政策変更がなされた)。

・政策の効果と評価

今回の措置の効果については、まず長期金利の抑制が挙げられる。長期国債買い入れを増額するため、長期国債市場の需給を直接的に引き締め、国債価格を押し上げる(利回りは低下)効果を持つ。もっとも、その他の資産価格(株式等)に対しては、効果は限定的である可能性が高い。従来も日銀当座預金には必要額を約1兆円上回る預金が積み重なっていた(今後は約2兆円に増額)にもかかわらず、特に目立った押し上げ効果はみられていない。要は、金融機関が保有する資産が、長期国債から日銀当座預金に振りかわるだけである。

今回の措置は、3月に導入された「量的緩和」策がどのように運用されていくのかを示した意味で重要である。これまでは、量的緩和策を導入したはいいいが、その運用に関しては、状況に応じてどんどん緩和を推し進めるのか、よほどのことが無い限り一段の緩和はないのか、が不透明であった。今回の措置が示したのは、前者に近いということである。

未だ構造改革への道筋が不透明な段階にもかかわらず、一段の緩和というカードを切ったわけであり、今後実際に構造改革が推し進められ、景気悪化・デフレ進行ということになれば、一段の緩和の可能性は高いものと思われる。

図表 8 0 最近の日銀金融政策決定会合における決定内容

	総括	内 容
2000/ 8/11	ゼロ金利政策 を解除	- 省略 -
2001/ 1/19	現状維持	・議長は、執行部に対して以下を指示した。 - 金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、市場への流動性供給方法の面で改善を図り得る余地がないかを検討し、次回決定会合までに報告すること。
2/9	〃	・金融市場に対する流動性供給方法の改善策を講ずるとともに、公定歩合を 0.15% 引き下げ、年 0.35% とすることを決定した。 - 流動性供給方法の改善策：公定歩合により受動的に実行する貸出制度（いわゆる「ロンパート型貸出」）の新設、短期国債買い切りオペの積極活用、手形オペ（全店買入）導入の具体化
2/28	金融市場調節 方針の変更・ 公定歩合の引 き下げ	・金融市場調節方針と公定歩合を以下のとおりとすることを決定した。 - 金融市場調節方針の変更：無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて 0.15% 前後で推移するよう促す。 ・公定歩合の引き下げ：公定歩合を、年 0.25% とする。
3/19	金融市場調節 方式の変更と 一段の金融緩 和措置	・以下の措置を講ずることを決定した。 - 金融市場調節の操作目標の変更：主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。 - 実施期間の目処として消費者物価を採用：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。 - 日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下：当面、日本銀行当座預金残高を、5 兆円程度に増額する（最近の残高 4 兆円強から 1 兆円程度積み増し）。 - 長期国債の買い入れ増額：日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、現在、月 4 千億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額する。
4/13 ～7/13	現状維持	・金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。 - 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。 - なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。
8/14	金融市場調節 方式の変更	・金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。 - 日本銀行当座預金残高を、5 兆円程度から 6 兆円程度に増額する。 - 月 4 千億円ペースで行ってきた長期国債の買い入れを、月 6 千億円ペースに増額する。
9/18	金融市場調節 方針の変更	・金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。 - 当面、日本銀行当座預金残高が 6 兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。 - 公定歩合を 0.15% 引き下げ 0.10% とする。 - 補完貸付制度（ロンパート型貸付制度）の公定歩合による利用上限日数を、今積み期間（9 月 16 日～10 月 15 日）について、5 営業日から 10 営業日に引き上げる。

資料：日銀プレスリリース

- 2 . 金融政策とルール

(1) 金利に関する政策ルール

金利操作に関しては、テイラールールと呼ばれる政策ルールが代表的である。これは、インフレ率の目標値からの乖離と GDP ギャップ¹⁶の長期均衡値 (NAIRU¹⁷) からの乖離に反応して、操作変数である短期金利の水準を調整しようとするものである。

テイラールールは、基本的には以下の式で表される (平成 11 年版経済白書)。

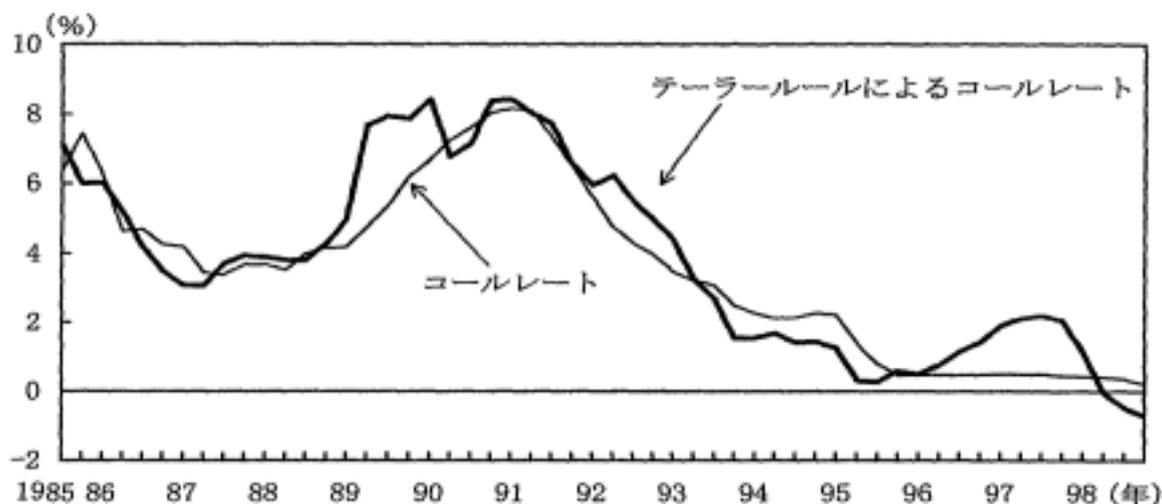
$$i_t = p + 0.5(p - p^*) + 0.5 \cdot GAP + y^*$$

i_t : コールレート、 GAP : GDP ギャップ、 p : 消費者物価、 p^* : 消費者物価平均値 (目標インフレ率の代理変数)、 y^* : 実質成長率 (均衡実質金利の代理変数; Taylor(1993)では、均衡実質金利が潜在成長率で近似できるとしている)

ここで $(p - p^*)$ は、現実のインフレ率の目標インフレ率からの乖離と見ることができる。なお、この式からは、テイラールールは、インフレ率と GDP ギャップそれぞれに対して、同じウェイトで政策対応するルールと見ることができる¹⁸。

平成 11 年版「経済白書」では、テイラールールにより 1985 年第 2 四半期から、1998 年第 4 四半期までの期間につき、コールレートを計算している。

図表 8 1 テイラールールによるコールレート



資料：平成 11 年版「経済白書」

¹⁶ 経済白書によると、GDP ギャップは (現実の GDP - 平均的な GDP) / 平均的な GDP、として計測している。よって最近のギャップはこの方法ではマイナスで計測される。

¹⁷ NAIRU: Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, インフレを加速させない成長率。

¹⁸ インフレ率と GDP ギャップのウェイトを、過去の動向から推計して求める方式については、次ページを参照。

これによると、テイラールールによるコールレートと、実現したコールレートは長期的には同じような傾向で推移していることが分かる。ただし、時期を細かく見ていくと以下のような点が指摘できる。

- ・ 1989年のバブル期においては、テイラールールによる計算されたコールレートは実現したコールレートよりも高くなっている。これは、本来であれば、この時期により引き締められるべきであったものの、金融の引き締めが遅れたと見ることができる。
- ・ 1992年のバブル期直後においても、テイラールールによる計算されたコールレートは実現したコールレートよりも高い。この時期は、1989年とは異なり金利は低下時期であった。それゆえ、この時期は実際の金融緩和がかなり急速に進んだと見ることができる。
- ・ 1996年から1998年にかけては、テイラールールによるコールレートは大きく上昇したのに対し、実際のコールレートはそれに追随していない。この時期においては金融引締めが可能であったものの、できなかったと見ることもできよう。
- ・ 1998年以降はテイラールールによるコールレートはマイナスとなっている。ここからは、ゼロ金利政策が継続するのはやむを得ないことが示唆される。

ここでのテイラールールは、インフレ率とGDPギャップそれぞれに対して、同じウェイトをつけていた。それに対し、過去の安定的な期間を抽出し、それを回帰等によりウェイトを定める見方もある。例えばそのような場合、テイラールールの式は以下のように変化する。

$$i_t = p + \beta_1(p - p^*) + \beta_2GAP + y^*$$

ここで、 β_1 と β_2 は正の値をとる政策反応パラメータである。なお、この式においても、現実のインフレ率と目標インフレ率が一致し、GDPギャップがゼロとなる長期においては、名目金利 = 均衡実質金利 + インフレ率という関係が成り立つことが想定されている。

なお、テイラールールのような簡潔な政策ルールに対する批判は以下の3点にまとめることができる。

統計の不確実性：リアルタイム情報の精度の問題（時間経過と共に改訂）

統計選択基準の不確実性：インフレ率指標の選択（消費者物価、デフレーター等）、潜在GDP導出手法による差等

パラメータの不確実性：金利変更に伴う物価や景気の影響を一定と見なせるか

上記の問題点を緩和する方法として考えられるのが、政策変更の影響を徐々に入れる漸減主義を式の中に取り込むことである。具体的には、上記のテイラールール式に、調整速度のパラメータを入れ、部分調整メカニズムを導入する。

$$i_t = p + \gamma_1(p - p^*) + \gamma_2GAP + y^* + \rho i_{t-1}$$

ここで ρ ($0 < \rho < 1$)は調整速度を表し、1に近いほど政策変更は徐々に進められ、調整速

度が遅いことを意味している。なお、この推計式と、前推計式の関係は、

$$\beta_1 = \gamma_1 / (1 - \rho)$$

$$\beta_2 = \gamma_2 / (1 - \rho)$$

となっている。

なお、このように調整速度のパラメータを入れることは、先行きを重視する期待形成 (forward looking expectations) の面からも望ましい。先行き期待形成を織り込んだモデルにおいて、漸進的な金融政策運営が行なわれれば、最初の政策運営のインパクトがその後の政策運営にかかる当局の姿勢を示唆し (政策の方向が示されることにより、暫くその方向が続くであろうことが予想される) 市場の先行き期待に働きかけることが可能となるからである。

経済企画庁調査局 (2000) は、上記の式に基づき推計を行っている。推計期間は 1985 年第 3 四半期から 2000 年第 4 四半期までである。結果は以下の図表の通りである。

図表 8 2 テイラールールの推計結果 (経済企画庁調査局 (2000))

被説明変数		コールレート	
説明変数		t 値	t 値
消費者物価指数		0.2118	2.663
消費者物価指数 (4 期平均)			0.7581 2.039
GDP ギャップ		0.1976	5.113
GDP ギャップ (4 期平均)			0.2007 3.341
コールレート (1 期前)		0.7948	19.984 0.7954 16.108
定数項		0.3776	3.663 0.3753 2.659
β_1		1.0322	3.7053
β_2		0.9630	0.9809
自由度修正決定係数		0.98	0.98
D.W.		0.78	0.65

資料：経済企画庁調査局 (2000)

なお、この推計結果に基づくコールレート水準についても、足許 (1999 年から 2000 年にかけて) の金利は僅かながらもマイナスとなっている。このことは、足許において、金融緩和の継続が依然として必要なことを示している。

松岡 (2000) も、上記の式に基づき、外生的なショックが比較的少なく、テイラールールに近い形の政策運営が行なわれてきたと見なされる 1975 年第 1 四半期から 1985 年第 3 四半期の数値を元に推計を行っている。なお、インフレ率としては消費者物価指数前年比を用いたものと、消費者物価指数 4 年間平均の年率換算伸び率を用いた 2 ケースが、GDP ギャップに関しては独自試算のものが用いられている。結果は次の通りである。

図表 8 3 テイラールールの推計結果 (松岡 (2000))

被説明変数		コールレート	
説明変数		t 値	t 値
消費者物価指数		0.284	3.02
消費者物価指数(4期平均)			0.078 2.039
GDP ギャップ		0.938	3.71 0.693 3.341
コールレート(1期前)		0.621	5.99 0.83 16.108
定数項		2.517	4.14 1.595 2.659
β_1		0.751	0.461
β_2		2.474	4.084
自由度修正済決定係数		0.813	0.816
D.W.		0.926	0.918

資料：松岡(2000)

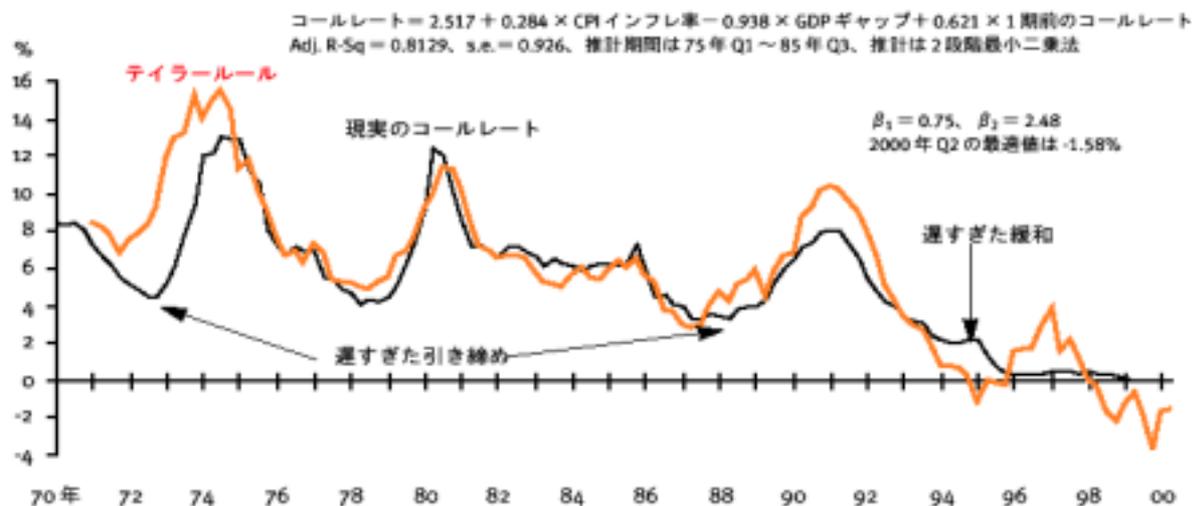
これによると、インフレ率に関しては4年平均値を用いた場合のt値が低くなっており(第一次石油ショックの影響が出てしまったためと推察される) 通常の前年比を用いたものの方が好ましい結果が出ている。なお、その場合のインフレ率に対する政策パラメータ β_1 は 0.75、GDP ギャップに対する政策パラメータ β_2 は 2.48 となっており、共に正の符号条件は満たされている。

なお、 $\beta_1 > 0$ の場合は、例えばインフレ圧力の高まった場合は、名目金利を引き上げることを意味するものの、 $0 < \beta_1 < 1$ の場合は、名目金利の引き上げが小さいゆえ、実質金利は逆に低下し、金融が引き締まったとはいえないことである。ゆえに、このような場合は、物価や景気の変動が増幅されやすい。しかし $\beta_1 > 1$ の場合は、実際に実質金利も低下し、政策スタンスが変化することとなる。今回の推計について当てはめて考えると、インフレ率に対する政策パラメータ β_1 は 0.75 と 1 より低いことは、金融緩和が必要な時期において名目金利は低下しているものの、物価上昇に比して金利低下の割合が小さいため、実質金利は上昇し、金融政策が物価や景気変動を抑制する方向には運営されなかったことを示唆している。

さらに、上記の式を用いて(1975年第1四半期から1985年第3四半期の数値を30年という長い期間に適用して) テイラールールから求められる最適コールレート水準を求めたのが次頁の図表である。基本的には先の「経済白書」と同様の傾向が見て取れる。特徴点を列挙すると以下のようになる。

- ・ 70年代初頭の過剰流動性への対処の遅れ(遅すぎた引き締め)
- ・ 80年代後半のバブルへの対処の遅れ(遅すぎた引き締め)
- ・ 90年代前半の資産価格急落と景気後退への対処の遅れ(遅すぎた緩和)
- ・ 96年から98年には実質的にかなりの金融緩和が行なわれた

図表 8 4 テイラールールとコールレート (75年から85年の政策スタンスで見た場合)



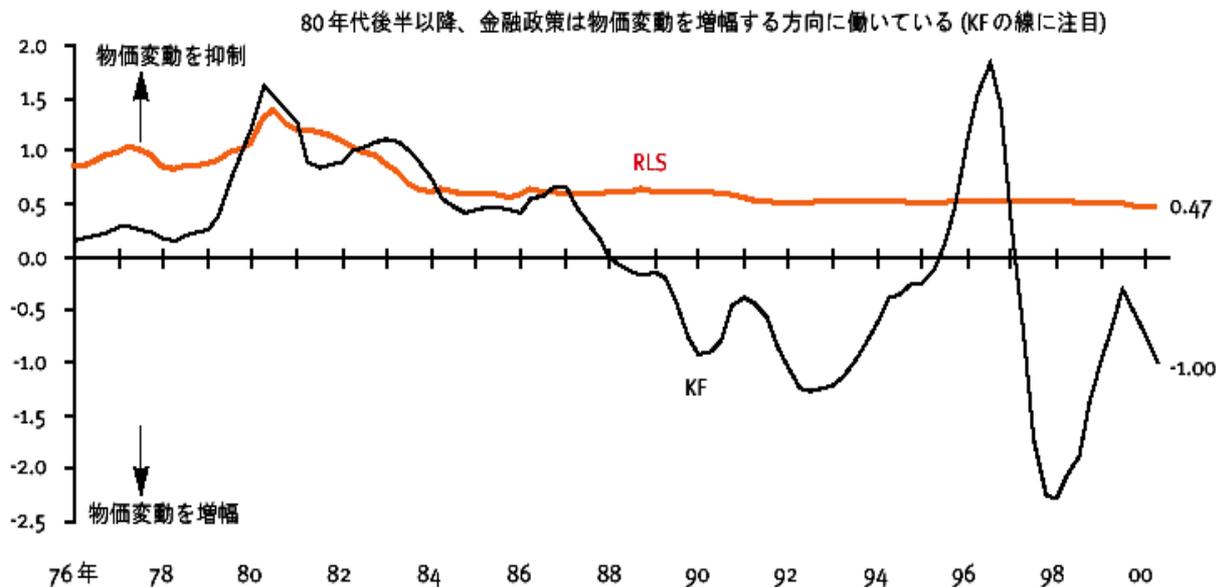
資料：松岡（2000）

さらに松岡（2000）においては、2種類のカルマンフィルター法¹⁹を用い、政策パラメータの時間的な推移についても考察している。この推計結果を見ると、インフレ率のパラメータに関しては、推計方法により、漸次的低下もしくはマイナスの値（90年代以降）となっている。このことは、インフレ率の変動に対する金融政策の反応が小さくなってきた、もしくは、インフレ率低下（上昇）時に名目金利を引き上げる（引き下げる）ような逆向きの政策反応が行なわれてきたことすら示唆されている。これについては、90年代初頭のバブルつぶし、名目金利の安定化（下限張り付き）が結果として景気や物価変動を増幅させたことに繋がったと見ることができる。

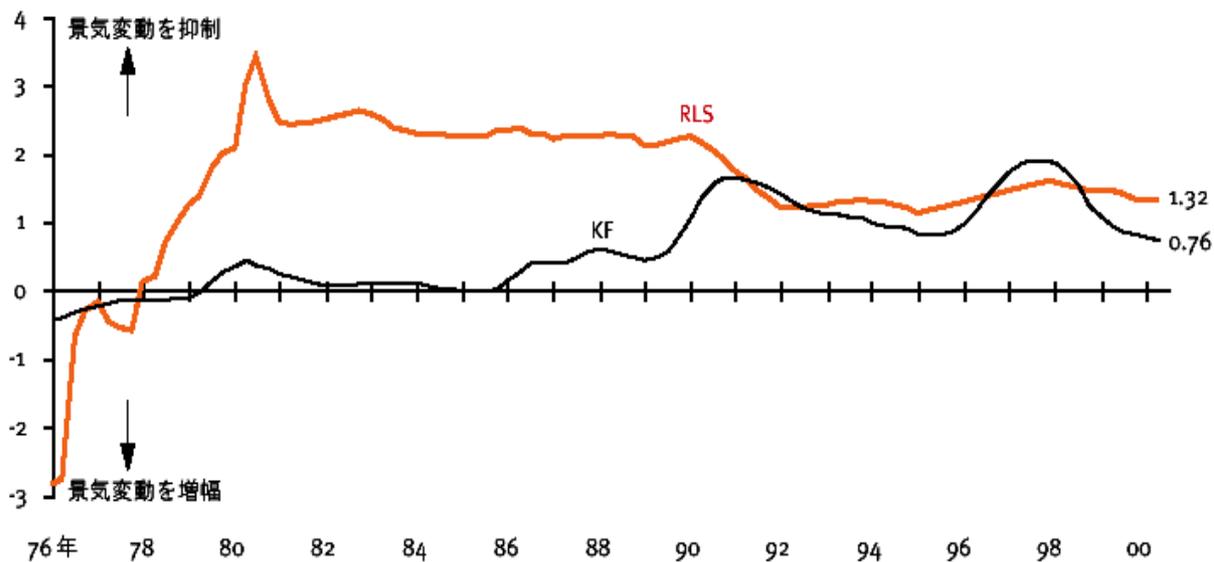
なお、GDPギャップのパラメータについては、比較的安定しており、プラスの符号条件を満たしている。

¹⁹ 一つは、1四半期ずつ観測値を増やしながらか最小二乗法でパラメータを推計する方法で、逐次型最小二乗法という。これはTSPのカルマンフィルターコマンド等に通常組み込まれている方法である。その他の方法は、パラメータにランダムウォークプロセスを組み込み、1期ごとの反応を明確に出す方法がある（それゆえ変動も大きくなる）。

図表 8 5 テイラールールにおけるインフレ率と GDP ギャップパラメータの推移
インフレ率パラメータの推移



GDP ギャップパラメータの推移



資料：松岡（2000）

なお、 $i_t = p + \gamma_1(p - p^*) + \gamma_2 GAP + y^* + \rho i_{t-1}$ 式推計における定数項（この式は、 p と GAP のみを説明変数としており、残りが定数項となる）から、均衡実質金利 y^* を仮に 2% とみると、目標インフレ率 p^* は、各種の推計において全てマイナスとなってしまう。ここからは、日銀の金融政策運営が、景気変動を増幅する形で進められてきたことを意味して

いる。もしくは、日銀が想定している GDP ギャップが非常に小さい（潜在成長力が極度に低い）という可能性もある。

（２）量に関する政策ルール

操作変数として、短期金利ではなく、マネタリーベースを設定した政策ルールの研究もある。いわゆるマッカラムルールが代表的なものであるが、これまでの政策ルールの研究の多くはテイラールールに代表される金利型のものである。

マッカラムルールは具体的には以下のようにになっている。

名目成長率をインフレなき安定的経済成長率の近傍に保つために、政策手段としてマネタリーベースを変化させるルールである。基本的には次式で表されるような政策ルールが、経験的に名目 GDP を安定成長経路に沿って成長させ得るとされている。

$$b_t - b_{t-1} = r - (1/16)[x_{t-1} - b_{t-1} - x_{t-17} + b_{t-17}] + \lambda(x_{t-1}^* - x_{t-1})$$

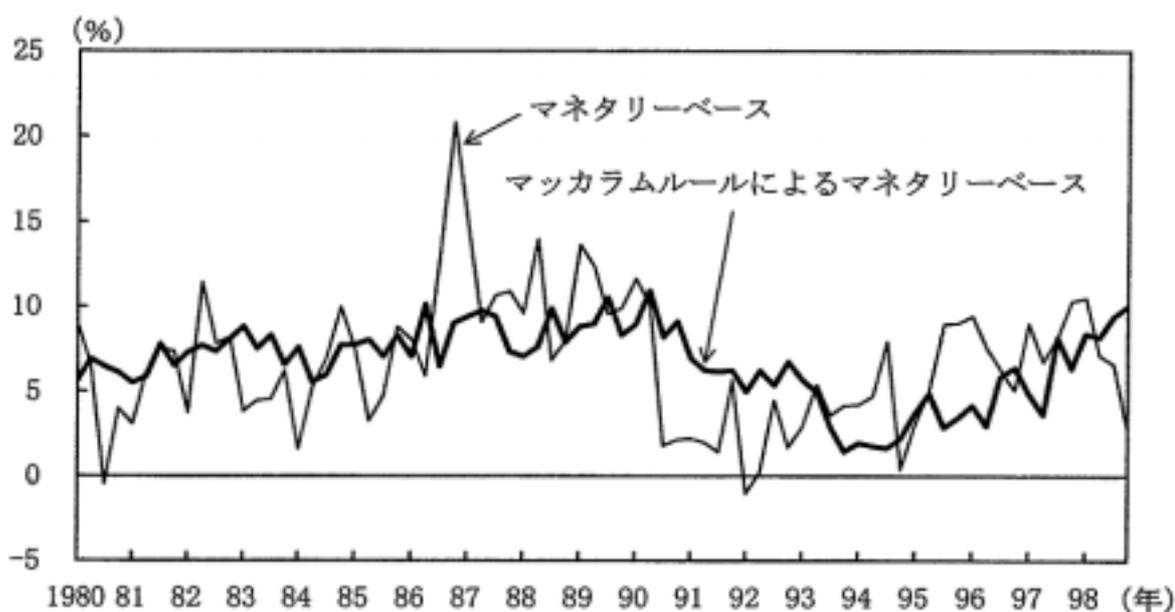
ここで、 b_t ：t 期におけるマネタリーベースの対数値、 r ：中長期的実質成長率に GDP デフレータの平均を加えて名目化したものの対数値、 x_t ：t 期における名目 GDP の対数値、 x_t^* ：t 期における名目 GDP 目標値の対数値、 λ ：調整速度（マッカラムによると 0.25）である。

マッカラムルールは、名目 GDP の目標経路からの乖離にあわせてマネタリーベースの伸び率を求めるルールである。平成 11 年版の「経済白書」による計算結果を見ると、このルールにより計算される伸びの振れは大きく、実際のマネタリーベースの伸び率は、バブル期においてはこれを上回っており、バブル崩壊後は若干下回っている。いずれにしても、引き締め、緩和ともに、より過剰に適用されている。なお、足許を見ると、マネタリーベースの伸びはマッカラムルールから計算される伸びを下回っている。

また、次頁の図表からも明らかな通り、マネタリーベースの伸びの変動は、テイラールールで見るところのコールレートよりもかなり激しく²⁰、適切なルールに基づくマネタリーベースに基づく政策の運営の難しさを示唆している。

²⁰必ずしも上方、あるいは下方に振れやすいといった、一方向性はない

図表 8 6 マッカーラムルールによるマネタリーベースの伸び



資料：平成 11 年版「経済白書」

なお、日銀の中原審議委員は講演において、マッカーラムルールを基準としたマネタリーターゲットの政策運営を推奨している²¹。それを引用すると、『マネタリーベースターゲットを現実的な政策として行おうとした場合、どのような基準で、どの位マネタリーベースの伸び率を増やす必要があるかということ、裁量的ではなく客観的なルールで決めることが望ましいと考えておりますが、私の提案している量的緩和の基本的枠組みは、米国の経済学者マッカーラム教授の考案したマッカーラムルールをベースにしています。マッカーラム・ルールとは、簡単に申し上げれば、適正な GDP 成長率を実現するような適正なマネタリーベースの伸び率を、一定期間の通貨流通速度の変化率、適正な名目 GDP と実際の名目 GDP の差などで計算するルールです。このルールに従えば、名目 GDP 成長率が適正な成長率を下回っている場合には、そのギャップを縮小させるようにマネタリーベースの伸び率を増加させるということになります。ここでわが国の潜在実質成長率を + 2 %、適正インフレ率を + 1 % と考え、名目 GDP が + 3 % 程度となるような適正マネタリーベースを足許の GDP や流通速度の変化率から計算しますと、+ 11 % 強となり、概ね + 10 % 前後が適正であると申し上げられるかと思えます。』

ただし、マッカーラムルール等に基づいたマネタリーターゲットには、以下のような批判もある。

- ・ マネタリーベースターゲットは、信用不安等の要因により銀行券に対する需要が大

²¹ 「日本経済の現状と金融政策の課題」1999年11月1日・資本市場研究会における中原審議委員講演、日銀 HP、<http://www.boj.or.jp/press/99/koen061.htm>

- きく振れるため、コントローラビリティに問題があり、現実的な方法ではない
- ・ 量的緩和目標を達成するために長期国債等の購入を増やしていけば、日本銀行のバランスシートが毀損される

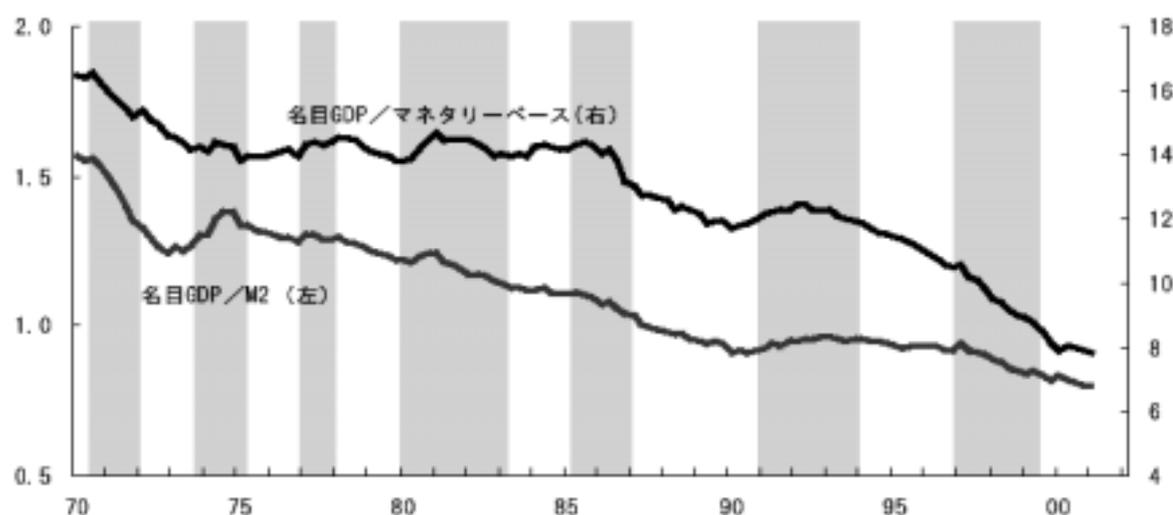
なお、これらの批判に対して中原氏は、情勢の変化に合わせて適宜目標を変えていくことや、マネタリーベースやインフレーションターゲットングによるたがをはめることで、日銀の国債保有を過度に膨らますことがなければ心配ないとの見解を示している。

- 3 . 貨幣の流通速度と金融政策

貨幣の流通速度とは、名目 GDP をマネタリーベースで割ったものであり、マーシャルの K の逆数である。1975 年から 1985 年においては、日本の貨幣流通速度は 14 程度で安定していたものの、1990 年代以降低下傾向にあり、直近では 8 程度まで下がっている。この要因としては、名目金利の低下に伴い貨幣保有コストが低下すること、金融不安により、予備的動機に基づく貨幣需要が急増する一方で経済活動が収縮する等を指摘することができる。なお、流通速度が下限に達する要因としては、以下のパターンが考えられる。

- ・ 分子である名目 GDP が金融危機や構造改革政策によって急速に低下する
- ・ 分母であるマネタリーベースが大胆な金融緩和によって急速に上昇する
- ・ 名目 GDP の穏やかな減少とマネタリーベースの穏やかな拡大が続く

図表 8 7 日本の貨幣の流通速度の推移



注：シャドーは景気後退期

資料：日本銀行、内閣府

流通速度については、その下限に達するまでは、追加的な金融緩和策が効かない（逆に

いうと、下限に達すれば、それ以降はマネタリーベースの増加が名目 GDP の増加をもたらす²²⁾との見方がある。流通速度の下限については、明確に定めることは困難であるが、仮に流通速度の下限を 7 とした松岡 (2001) の試算²³⁾によると、名目 GDP の伸び率が 1 %、マネタリーベースの伸び率が 3 % とした場合、流通速度が下限に達するには 5 年が必要との結果を得ている²⁴⁾。この試算の解釈としては、5 年間程度は金融緩和が持続する (その程度以上の金融緩和をしなければ、金融緩和の具体的な効果が出てこない)、その間は物価の下落圧力が強い、という 2 点を指摘することができる。

上記の金融政策ルール、ならびに流通速度の面から考えると、中期的に金融緩和が続くと見て良いだろう。しかし、政策変更が遅れ気味であるという点、引き締めバイアスが強めであるという点には留意が必要である。

- 4 . 今後の金融政策

- ・ テイラールールにより日銀の政策を判断すると、インフレ率の目標インフレ率からの乖離、GDP ギャップの水準のいずれについても、コールレートに与える符号条件は一致している。ただし直近では、インフレ率のパラメータは負になっている可能性もある。
- ・ 推計例によれば、インフレ率の目標インフレ率からの乖離に伴う調整度合いは小さく、よって実質では効果が出ていない。
- ・ フォワードルッキングの係数も有意であり 1 に近く、政策変更は徐々に行なわれてきたことが伺われる。
- ・ テイラールールから求めた昨今の最適コールレート水準は、通常目標インフレ率や GDP ギャップを用いた場合、マイナスとなってしまう。昨今の日銀のスタンスから逆に考えると、日銀が目標インフレ率をマイナスと見なす、あるいは日銀の想定している GDP ギャップが極度に低いという可能性もある。そのような場合、現実の GDP が軌道に乗れば、予想以上に早い時期に引き締めが起る可能性も指摘できる。
- ・ 貨幣の流通速度の観点からは、中期的に流通速度は下がり、その間金融緩和が持続しても緩和効果は出ないとの見方ができる。物価も下落を続けるゆえ、ゼロ金利政策解除にもある程度の時間を要する。
- ・ 楽観的な見方をすれば、早晚流通速度が下限に達し、金融緩和の効果が出始めることが考えられる。しかし、悲観的には流通速度の下限になかなか達せず、金融緩和の効果が出ない場合も考えられる。

²²⁾ $MV=PY$ という恒等式からは、 V が下限に達した後に、名目 GDP は増加する。

²³⁾ 松岡 (2001) においては、もっとも有りうるシナリオとして、名目 GDP の伸び率マイナス 1 %、マネタリーベースの伸び率 3 % という組み合わせを提示し、その場合は、流通速度が下限に達するまで 3 年程度の時間を要するとしている。

²⁴⁾ なお、その下限に達するまでには 7 兆円の追加のマネタリーベースが必要とされている。

・不良債権処理の与える影響

- 1 . 不良債権処理の現状

バブル崩壊により、貸付先企業の経営不振や担保土地価格の下落等により、銀行の貸付債権の不良化が進展した。その後、一時的な景気回復もあり、先行きにやや楽観的な見通しが出始めた 95 年度末には 13 兆円程度の不良債権が処理され、不良債権処理の峠は越えたとの見方も一部で出た。しかし、97 年度に入り、消費税率の引き上げ、財政構造改革会議による歳出削減決定、アジア通貨危機等の要因が絡み合い、景気が弱くなっていった。さらに、三洋証券の会社更生法適用、拓銀、山一証券、徳陽シティ銀行の相次ぐ破綻が金融不安をもたらした。

政府は預金保険法の改正と、金融機能安定化法の制定により 30 兆円の公的資金投入枠を設定したものの、銀行の自己資本充実を目的とした公的資金については経営不安の烙印を押されることを危惧した銀行側が申請を躊躇したため、最終的には 21 行に合計 1.8 兆円がほぼ一律に供給されるに留まった。しかし、資金注入を受けた直後に日本長期信用銀行が破綻したこともあり、スキームの杜撰さが批判に晒されることとなる。98 年に入ると、10 月には金融再生法が成立し、それに沿って長銀、日債銀が一時国有化された。

不良債権処理は 97 年度、98 年度ともに全銀ベースで 13 兆円程度の不良債権処分損が計上され、99 年度以降は 6 兆円台と減少したものの、不良債権残高は 30 兆円程度の値で推移し、減少は進んでいない。この要因としては、不良債権の放置により不況が深刻化し、それが新たな不良債権を発生させるという悪循環に加え、商社やノンバンクに対する債権放棄、関連会社の整理や担保価値の目減り等も指摘できる。

図表 8 8 全国銀行の不良債権所理額等の推移 (兆円)

	不良債権処理額 (年度中)	リスク管理債権
95 年度	13.3	28.5
96 年度	7.8	21.8
97 年度	13.3	29.8
98 年度	13.6	29.6
99 年度	6.9	30.4
00 年度	6.1	32.5

注 1 : 「不良債権処理額」は、貸倒引当金繰入額、貸出金償却、債権売却損、支援損等の合計額。

注 2 : 貸倒引当金とは、個別貸倒引当金のほか、一般貸倒引当金等を含む。

資料 : 金融庁「13 年 3 月末におけるリスク管理債権等の状況について」2001 年 8 月 2 日

なお、リスク管理債権の内訳は次頁の図表の通りである。この基準はほぼ米国 SEC 基準に対応するものとなっている。

図表 8 9 預金取扱い金融機関のリスク管理債権の状況(2001年3月期：億円)

	機関数	貸出金	リスク管理債権					貸倒引当金	
			破綻先債権	延滞債権	3カ月以上延滞債権	貸出条件緩和債権		個別貸倒引当金	
都市銀行	9	2,389,450	128,950	9,520	76,380	4,660	38,380	48,520	27,740
長期信用銀行	3	317,560	31,670	5,360	10,680	230	15,390	11,850	6,490
信託銀行	6	428,870	32,190	2,950	16,100	230	12,910	9,020	4,930
都銀・長信銀・信託計	18	3,135,880	192,810	17,830	103,160	5,130	66,680	69,390	39,170
地方銀行	64	1,359,980	95,630	10,850	53,660	1,200	29,910	33,840	24,040
第二地方銀行	55	446,030	36,710	4,610	21,080	390	10,620	12,320	9,210
地域銀行計	119	1,806,010	132,340	15,470	74,740	1,600	40,540	46,160	33,250
小計(全国銀行)	137	4,941,890	325,150	33,300	177,910	6,730	107,210	115,550	72,420
協同組織金融機関計	711	1,322,680	109,340	15,680	61,650	1,540	30,470	37,190	27,970
うち信用金庫	372	726,360	68,400	9,070	39,800	870	18,660	20,200	15,320
うち信用組合	251	125,910	20,070	2,920	11,050	490	5,620	6,310	4,950
合計(預金取扱金融機関)	848	6,264,570	434,480	48,970	239,550	8,270	137,690	152,740	100,390

注1：破綻先債権とは、破産や更正手続き開始の申立て等一定事由に該当する債務者への貸出金。

注2：延滞債権とは、利払いが6ヶ月以上延滞している貸出金。

注3：貸出条件緩和債権とは、金利減免・支払猶予、債権放棄等に有利な一定の譲歩を実施した貸出金。

資料：金融庁「13年3月末におけるリスク管理債権等の状況について」2001年8月2日

リスク管理債権については、以前より開示されてきたものの、当初は範囲が狭く限定されていたゆえに批判を浴び、1998年3月期よりSEC採用基準に近いものとなった。しかし、これにより、不良債権の数字が次第に大きくなることとなり、不信感が存在していることは否めない。

その他、金融機関の自己査定による不良債権額も公表されている。ただし、これについては、各機関毎の開示は義務付けられてはならず、金融当局が業態別・分類別の総額を公表するに留まっている。なお分類の定義は以下の通りである。

- ・ 第1分類：回収の危険性又は価値の既存の危険性について問題のない資産（正常債権）
- ・ 第2分類：債権確保上の諸条件が満足に充たされないため、あるいは信用上疑義が存する等の理由により、その回収について通常の度合いを超える危険を含むと認められるもの
- ・ 第3分類：最終の回収又は価値について重大な懸念が存し、従って損失の発生の可能性が高いが、その損失額についての合理的な推計が困難なもの
- ・ 第4分類：回収不能又は無価値と判定される資産

基本的に自己査定は、資産の判断を、債権の履行条件や状況ではなく、債務者毎の財務状況に着目して行うことが特徴となっている。現時点において、第2から第4分類の問題債権額は、約83兆円となっている。

なお、担保や保証の有無、その実質的な価値等は、自己査定の場合勘案されるが、リスク管理債権や再生法ベースの開示債券では、担保や保証は全く考慮されず、これにより不良債権額が減少することはない。

図表90 自己査定の状況(2001年3月期)

(単位:億円)

	総与信額				
		1分類	2分類	3分類	4分類
都銀・長信銀・信託計	3,501,210	3,079,680	404,920	16,600	0
地方銀行	1,405,660	1,235,360	163,690	6,610	0
第二地方銀行	456,540	391,650	62,570	2,310	0
地域銀行計	1,862,200	1,627,010	226,260	8,930	0
全国銀行計	5,363,410	4,706,690	631,180	25,530	0
協同組織金融機関	1,342,490	1,171,740	165,020	5,730	0
うち信用金庫	749,470	640,910	105,050	3,500	0
うち信用組合	132,330	108,030	23,270	1,030	0
総計	6,705,900	5,878,430	796,210	31,260	0

資料：金融庁「13年3月末におけるリスク管理債権等の状況について」2001年8月2日

その他の不良債権の定義としては、金融再生法に基づく4区分査定（破産更正債権及びこれに準ずる債権、危険債権、要管理債権、正常債権）がある。これは、自己査定とリスク管理債権の額の乖離が大きいことから、リスク管理債権の概念をベースとしつつ、自己査定の概念も取り入れて導入されたものである。具体的には、個別貸倒引当金勘定に引当が行なわれた部分も不良債権として計上する、担保や保証の有無は勘案しない、という2点では、リスク管理債権の概念を踏襲している。しかし、対象資産の範囲（総与信ベース）と資産の債務者ごと判断基準については、自己査定と同様である。これにより自己査定による第2分類債権の一部が、要管理債権として開示が義務付けられることとなった（リスク管理債権と再生法ベースの開示債権は、銀行が開示を義務付けられている）。しかし、3種の異なる計数があることが混乱を生じさせている面もある。

図表 9 1 再生法ベースの開示債権

区 分	機関数	金融再生法開示債権				正常債権	合 計
		金融再生法開示債権	破産更生債権及びこれらに準ずる債権	危険債権	要管理債権		
都市銀行	9	134,560	23,020	68,490	43,050	2,538,470	2,673,030
長期信用銀行	3	32,850	7,830	9,400	15,620	347,440	380,290
信託銀行	6	32,670	6,120	13,810	12,740	419,800	452,270
都銀・長債銀・信託計	18	200,080	36,970	91,700	71,410	3,305,510	3,505,590
地方銀行	64	98,380	28,270	41,670	28,240	1,307,860	1,406,240
第二地方銀行	55	37,840	11,370	18,770	9,700	421,590	459,430
地域銀行計	119	136,220	39,640	58,640	37,940	1,729,450	1,865,670
小計(全国銀行)	137	336,300	76,610	150,340	109,350	5,034,960	5,371,260
協同組織金融機関計	663	93,550	34,000	35,930	23,620	870,820	964,370
うち信用金庫	372	71,840	25,380	29,000	17,460	679,780	751,620
うち信用組合	291	20,990	8,310	6,300	5,980	112,490	133,080
合計(預金取扱金融機関)	800	429,850	110,610	186,270	132,970	5,905,780	6,335,630

資料：金融庁「13年3月末におけるリスク管理債権等の状況について」2001年8月2日

以下においては、一番利用しやすいリスク管理債権から、最近の推移を見ていく。使用統計は「全国銀行財務諸表分析」である。これによると、1998年3月から2000年9月期までの2年半で、全国銀行が個別貸倒引当金額は、16兆円弱から8兆円弱へと約8兆円減少している。このことは、銀行が貸倒引当金を多額の規模で取り崩して不良債権を償却したことを示唆している。しかし、そのように多額の債権償却にもかかわらず、不良債権額はこの期間において2兆円程度増加しており、かなりの規模で新規の不良債権が発生したことが示唆される²⁵。銀行保有債権には、景況の変化、債務者の経営状態、担保となっている土地資産価格等の変動により、不良債権化されるものも多く、特に景気の下降局面においては、短期間で不良債権額がかなり大幅に増加する可能性もある。日本経済が今後も低迷を続けると、不良債権はさらに増加する可能性もある。

²⁵ 渡辺(2001)の計算によると、98年3月末から、99年3月末の1年間だけで、10.5兆円もの新規不良債権が発生している。その一方、銀行の預貸金業務等の本来的業務からの利益である業務純益は、年間5兆円程度である。ここからも、通常の方法では到底処理しきれない規模ということが分かる。

図表 9 2 全国銀行財務諸表によるリスク管理債権の推移（全国銀行：億円）

	リスク管理債権	個別貸倒引当金	貸出金
1998.3	297,580	159,290	5,531,250
1999.3	296,270	112,320	5,066,020
2000.3	303,660	83,640	4,961,730
2000.9	318,190	79,460	4,939,680

資料：全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」

堀内（2001）は、不良債権処理の解決に手間取っている原因として、以下の 4 点を指摘している。

図表 9 3 不良債権問題の解決に手間取っている要因

- ◆ 銀行貸出の属性：銀行貸出に固有の不透明性、弾力性が事態の把握を困難にする面があること。
- ◆ 銀行経営のガバナンス環境：1990 年代の日本経済の状況を考えると、不良債権を抱え込むことは、銀行にとって少なからぬダウンサイドリスクを伴うことであった。しかし銀行のステークホルダーたちは、金融当局も含めて、そのようなリスク選択を銀行に許し続けてきた。
- ◆ 銀行、金融当局のモラルハザード：銀行の経営者は貸出債権につきものの不透明性を利用して、不良債権の根本処理を先送りにしてきた。また金融当局も、責任問題を回避するために銀行の不良債権処理の先送りに荷担してきた。これは、典型的なモラルハザードである。
- ◆ 景気下支え政策の問題：低生産性産業が旧態然とした公共事業中心の財政支出政策に支えられてきたことを考えると、そのような財政支出政策の繰り返しは、銀行がそれら低生産性産業に対する不良債権を抱え続けることを正当化した。

資料：堀内（2001）

さらに、上記以外の要因としては、処理原資が不足しているという点が指摘できる。金融機関が不良債権処理を行う際の主たる原資としては、業務純益、保有有価証券の益だし、内部留保の取り崩し、が挙げられる。しかし、これらに関する先行き見通しは厳しい。特に業務純益に関しては、金利とのかかわりが強く、金利低下効果がほぼ出尽くした後の今後のゼロ金利政策の動向が特に注目される。

これらの点を勘案した上で、前出の渡辺（2001）は 2005 年度の不良債権残高を試算している。試算の前提は以下の通りである。

業務純益は 2000 年度は 99 年度比横ばい、その後 2 年間は 20% ずつ減少、その後は横ばい

含み益はゼロ

諸積立金の取り崩しは毎年 0.5 兆円

上記 3 つの合計の範囲内で不良債権処理を行う

不良債権処理の内訳は、間接償却対直接償却²⁶を同じ割合で行う

新規の不良債権（リスク管理債権）は毎年 4.5 兆円発生

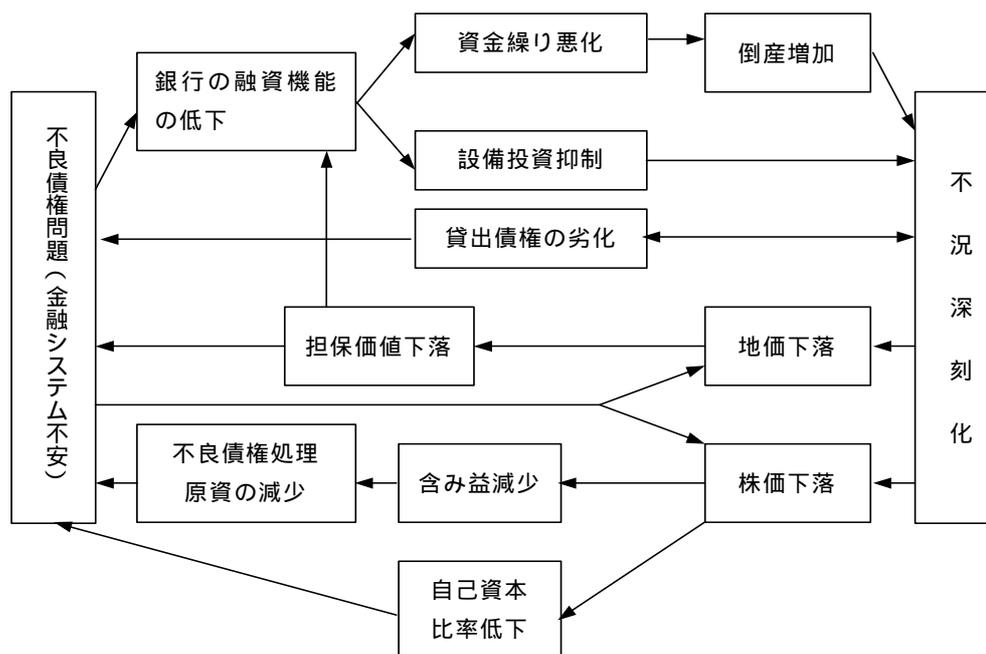
以上のような前提を元に試算した場合、不良債権残高はリスク管理債権残高ベースで、現在の 30 兆円前後から 2005 年度末には 45 兆円前後にまで達するとの見方を示している。

渡辺（2001）はこの試算に基づき、この段階になると、不良債権問題は個別の金融機関の力では処理不能となり、公的資金の再投入以外には不良債権処理は抜本的に進めることはできないとしている。

- 2 . 不良債権の経済への影響

不良債権問題は、不況を深刻化させ、不況深刻化はさらに不良債権処理を困難化させる。渡辺（2001）はこの点につき、以下のような図でまとめている。

図表 9 4 不良債権問題と景気



資料：渡辺（2001）

不良債権処理が不況を深刻化させる側面としては、以下の点を指摘することができる。

- ・ 先行き不良債権償却負担増大による自己資本比率低下を回避するため、貸出抑制が発生

²⁶ 間接償却とは、過去に債務者に行なった融資はそのままにして、不良化した分だけ貸倒引当金を積み処理方法。銀行と債務者との融資関係は切れないため、地価がさらに下がり担保価値が下落すると不良債権額は増え、さらなる積み増しが必要となる。直接償却とは、債権自体の売却や、債務者の倒産、担保資産の売却等により資金を回収し、回収できない部分を損金として処理する方法。銀行と債務者との関係は切れる。

する。

- ・ 不良債権償却負担の増大が当該金融機関の経営悪化懸念を招来し、預金残高の伸びの鈍化、市場からの資金調達困難化をもたらし、融資を抑制する。
- ・ 銀行の貸出抑制は、中小企業を中心に²⁷企業の資金繰りや、設備投資動向に大きな影響を及ぼす。
- ・ 企業設備投資の停滞は、資本ストックの伸びの抑制と潜在成長力の伸びの低下を通じ、企業・家計の中長期的期待成長率を低下させる。
- ・ 期待成長率の低下は、リスク回避的な企業行動をもたらし、成長率の低下に繋がる。不況の深刻化が不良債権処理を困難にする側面としては、以下のような点を指摘できる。
- ・ 景況の悪化が、銀行の貸出債権の劣化をもたらす。
- ・ 期待収益率の低下が地価²⁸の下落をもたらし、担保の減価を通じて金融機関の損失増大、融資機能低下を増幅させる。
- ・ 金融システム不安は株価下落の加速をもたらし、これが含み益の減少を通じて銀行の不良債権処理を一層困難化する（いわゆる金融増幅効果のメカニズム）。

上記のマクロ的な側面以外に、ミクロ経済学的に見ると、資金の貸し手である債権者と、借り手である債務者企業との間には情報の非対称性が存在し、それゆえ債務者側にはモラルハザード²⁹のインセンティブが生じる。このような場合にモラルハザードを防止するには、債権者による既存債権劣後化拒否等の方法がある³⁰。しかし、この場合、焦げ付いた債務を抱える企業は、正の収益性を生み出しうる事業活動さえも阻害されかねず、社会全体の経済厚生も低下してしまう。

また、小林・加藤（2001）は、ゲーム理論的アプローチにより、バブル期以降の日本経済は複数均衡に陥っていると指摘している。複数均衡には、各経済主体の経済厚生を最大化するような「良い均衡」も、あれば、「悪い均衡」もある。複数ある均衡の中で、どの均衡に落ち着くかは、各経済主体がお互いの相手の行動をどう予想するかに依存している。今回の場合は、極めて単純にいうと、各経済主体がお互いに相手を信頼し、楽観的な予想

²⁷ 小川・北坂（2001）は、計量分析により、中小企業向け貸出の場合は特に土地担保が重要な役割を果たすことを示している。

²⁸ 地価の大幅な変動が不良債権問題の重要な原因であるということについてはほぼ異論がない。計量経済分析によりその点を示した植田（2001）参照。

²⁹ 本来モラル・ハザードは、保険加入者が保険対象の損害を積極的に回避しようとせず注意力が低下してしまうことを指している。この事態は、一方がある取引に対してとる行動が、他方の行動に影響を与えるものの、完全にはモニターされないような状況において生じるものである。逆に言うと、完全なモニタリングが可能な状況においては、モラル・ハザードは生じにくい。しかし、取引費用の観点等よりそれが不可能な場合は、モラル・ハザードが問題とならないように適切なインセンティブを付与することが求められる。

³⁰ その他の解決策としては、リスク回避度に応じたリスクシェア（債務者がリスク中立的、債権者がリスク回避的であれば、債権者から債務者へのリスク移転）、長期的関係の場合はトリガー戦略（モラルハザードが一度でも発覚したら契約破棄等）等がある。いずれにしても、双方のインセンティブが高まるような工夫が求められる。

を共有した場合は良い均衡が実現し、悲観的な予想が共有されてしまうと悪い均衡が実現しやすい。問題なのは、一旦経済が悪い均衡に陥ってしまうと、各経済主体はなかなか底から抜け出すことができない(複数均衡の罫)。90年代以降の日本経済が低迷から脱することができなかったのは、複数均衡の罫に陥っていたからというのが見方である。

そして、企業間の相互依存関係は複数均衡を持つゲームとして構成することができる。企業双方が、お互いに相手を信頼すれば、企業間ネットワークが有効に構築され、企業は高い生産性を享受することができる(良い均衡)。しかし、企業双方がお互いに不信感を抱く場合、各企業は単独で事業を進めようとし、その結果、企業は分業による利益を享受することができない(悪い均衡)³¹。そして、不良債権処理の先送りは、企業間ネットワーク構築に必要な企業間の信頼を損ない、結果として悪い均衡を成立させる可能性を高める。これがいわゆる不良債権処理先送りによるディスオーガニゼーション(組織破壊)である(小林、加藤(2001))。さらに、このように悪い均衡の中で、全ての銀行が不良債権処理の先送りをしている場合は、一つの銀行が自発的に不良債権を処理しても効果はない³²。

- 3 . 今後の不良債権問題対応施策について

上述のように、経済にも多大なる影響を与える不良債権問題を解決するにはどのような政策対応が考えられるであろうか。堀内(2001)は、不良債権処理を強制する政策よりも、銀行の資本増強を早急を実現する政策に高い優先度が与えるべきだとしている。金融庁の金融検査マニュアルにある、「間接償却」では、担保資産価値の下落時にリスクにさらされるゆえ、不良債権を積極的に最終処理することを進める考えが出てきている。具体的には、不良債権を償却して担保資産を処分し、損失を確定すると同時に、不良債権をバランスシートから消去する方法である。しかし、この場合、ゴーイング・コンサーンとして価値をもっている可能性がある企業を最終処理に追い込むリスクもある。また、多額の不良債権を抱えてしまった銀行は、その債権償却において最終的処理を急ぐか否かに関わらず、自己資本の減耗を経験している。この自己資本の減耗は、銀行の生産性、収益性を毀損する可能性が高いことを考えると、不良債権の最終処理を急ぐ政策より、銀行部門の自己資本増強の対策に高い優先順位を与えるべきというのが堀内(2001)の論点である。

不良債権の厳しい自己査定が強制され、さらに早期是正措置が厳格に運用されるのであれば、多くの銀行は何らかの資本増強策を取らざるを得ない。増資策を採用できない場合、大幅な貸出縮小へと繋がる。これに対し、銀行貸出の縮小や銀行の破綻がもたらすデフレ

³¹ それに加え、資産価格の下落により事業の失敗は企業倒産に直結する可能性が高まったゆえ、企業が事業リスクを過度に回避する傾向が強まるという悪い点も指摘することができる。その結果、企業はローリスク・ローリターンを意図的に選択するようになる。

³² 事項の債務者を倒産整理して、新たな健全融資先を見つけたとしても、その取引相手となるべき企業の健全性が回復されない限り、分業ネットワークは広がらない。ここからは、不良債権処理は一括して処理されないという意味がないことになる。

影響を大きく見る向きからは、公的資金を注入して個別銀行の資本増強を支援すべきとの主張もある。この点に関し堀内（2001）は、銀行固有の金融仲介機能を利用しつつ、経営上の問題を抱える企業の処理を進めさせることがもっとも効率的であり、最終処理を強制する場合は、銀行融資の持つ柔軟性を損なうとの見方から、不良債権処理は銀行の自主的な判断に委ねるべきとしている。なお、その背景として、98年、99年の経験から、銀行資本に公的資金を直接注入する政策は、銀行部門の建て直しに際し目覚ましい効果を発揮するとは保証できないとしている。

それに対し、小林・加藤（2001）は、企業や銀行が抱える資産や負債の時価評価を行った上で、存続させる銀行に公的資金を注入することを勧めている。短期的に公的債務の問題は解消されず、財政破綻、国債暴落等のリスクはあるものの、企業と銀行のバランスシート調整が実施され、不良債権処理と企業の再建・淘汰が同時併行的に進み、企業間ネットワークが再生し、ディスオーガニゼーションが解消すれば、日本経済は停滞均衡から脱出し高成長トレンドに復帰し、公的資金の返済も可能となるとの見方である。

渡辺（2001）は、今までの公的資金導入は不十分であったとして、不良債権処理を徹底的に行かせた上で公的資金を投入することを勧めている。その際、不良債権処理等に関する目標値設定と、未達成行に対する業務停止命令等の措置やディスクロージャーの徹底等もあわせて行うことが必要としている。なお、不良債権処理を終えるのに必要な期間としては、2年という数字を挙げている。

なお、「金融経済対策」（2001年4月6日）、「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（2001年6月26日）によると、処理の進捗状況を定期的に厳しく点検しつつ³³、不良債権は2～3年以内にオフバランスシート化（債権放棄などにより、貸借対照表上の不良債権を落とす）するとの目標を立てている（2001年4月1日に開始した営業年度より実施）。そして、それが進捗することにより、時代を担う新規産業に対する円滑な資金供給等が行なわれることが期待されている。なお、その目標である2～3年以内³⁴に主要行が最終処理を行うことが困難な不良債権については、RCC（整理回収機構）に譲渡するよう要請するとしている。

なお、不良債権処理は、将来の経済成長のための必要条件ではあるが、十分条件ではない。「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」においては、不良債権処理がもたらすであろう雇用への悪影響を最小限に抑えるため、新規分野における雇用機会の創出（試算によれば、新規分野を含むサービス分野においては、5年間で530万人が期待）や労働移動の増加に対応する制度改革によって就業機会を拡大するとともに、雇

³³ 「緊急経済対策」では、主要行に対しては、不良債権オフバランス化の実績を每期公表するよう要請するとしている。

³⁴ 「緊急経済対策」では、以下のような原則が示されている。

- ・ 破綻懸念先以下の債権に区分されるに至った債権について、原則として3営業年度以内にオフバランス化につながる措置を講ずる。
- ・ 既に、破綻懸念先以下の債権に区分されているものについては、原則として2営業年度以内にオフバランス化につながる措置を講ずる。

用対策法、雇用保険法、離転職者向け教育訓練、緊急雇用創出特別奨励金等の制度・施策の整備が必要としている。また、離職後失業期間中の住宅ローン負担・教育費負担に対する支援、起業者に対する支援など、制度横断的な施策の拡充の必要性も認識されている。

不良債権処理の遅れが景気の停滞をもたらしてきたという見方は、ほぼ異論のない認識であろう。しかし、それが具体的にどの程度のダメージを景気にもたらしたかという点に関して定量的に見たものはない。今後の方針としては、従来型で抜本的な処理が図られないような（悲観的な）場合は、先述の渡辺（2001）の試算である2005年度末不良債権残高45兆円（現状約5割増）という数字が一つの目安となるであろう。その他、楽観的な見通しとしては、やはり渡辺（2001）にある通り、2年間で不良債権処理をほぼ終え、その後小林・加藤（2001）のいうディスオーガニゼーションの解消が図れば、潜在成長力なみの成長が可能となると見ることもできる。

金融庁は8月28日の財政経済諮問会議に不良債権処理のイメージを提出した。これによれば、今後7年程度で主要15行の不良債権残高17.4兆円が2004～2007年度には7～10兆円程度に削減される。なお、内閣府の資産によれば、既存分を2年、新規分を3年で最終処理した場合には、失業者は12.6～18.5万人に達する模様である。当見通しでは、こうした漸進的処理過程をメインシナリオとして想定する。

図表95 不良債権処理のイメージ

	2000年度実績	2001～2003年度	2004～2007年度
不良債権の残高	17.4兆円	ほぼ横ばい	次第に減り 7～10兆円に
不良債権比率	5.72%	5%台	次第に減り 2～3%に
不良債権処分損	4.3兆円	3兆円前後	0.6～1.0兆円
与信費用比率	1.40%	1%程度	0.2～0.3%

（注）1.金融庁試算。主要15行の不良債権（要管理債権を含む）を対象。

2.不良債権比率は融資残高に対する金融再生法開示債権残高の割合を、与信費用比率は融資残高に対する不良債権処分損の割合を指す。

資料：第16回経済財政諮問会議資料

米国経済中期シナリオ

- 1. 米国経済の展望を巡る留意点

(1) マクロ均衡への回帰を求める調整圧力 - BIS の警告

去る6月11日に発表されたBIS（国際決済銀行）の年次報告が、米国経済の低迷長期化とハードランディング突入懸念について警告を発している。その趣旨は次の通りである。

米国経済の基礎的マクロ不均衡、すなわち巨大な経常収支赤字およびそれと表裏の関係にある高い民間債務水準と低貯蓄率は是正されなければならない。

それが実現されとなれば、いわゆるV字型の景気回復は実現困難であり、むしろ底這い期間の長いU字型の景気展開を想定すべきだ。

米国経済の生産性向上は確かな事実だが、それにしても需要超過が行き過ぎており、生産調整は免れない。

米国以外の経済圏における成長回復と緩やかなドル安進行が実現されない限り、マクロ均衡回復のための需要調整はハードランディングをもたらす懸念が大きい。

極めて流動性の高い発達した金融市場の存在が、米国経済の自力を上回る成長を許した。そのことが急激な調整の可能性を強めている。

一方で長期金利の上昇傾向が示す通りインフレ圧力も次第に要警戒水域に近づいており、FRBに残された利下げ余地には限界がある。

「中央銀行のための中央銀行」であるBISが、これだけ明快な調子で米国経済に対する調整圧力の強さを力説したことは、注目に値する。クラッシュ・ランディングの表現は避けているが、ニューエコノミー化が進行する一方で米国経済のマクロ均衡にいかに大きな変調が生じてきたかを的確に整理している。

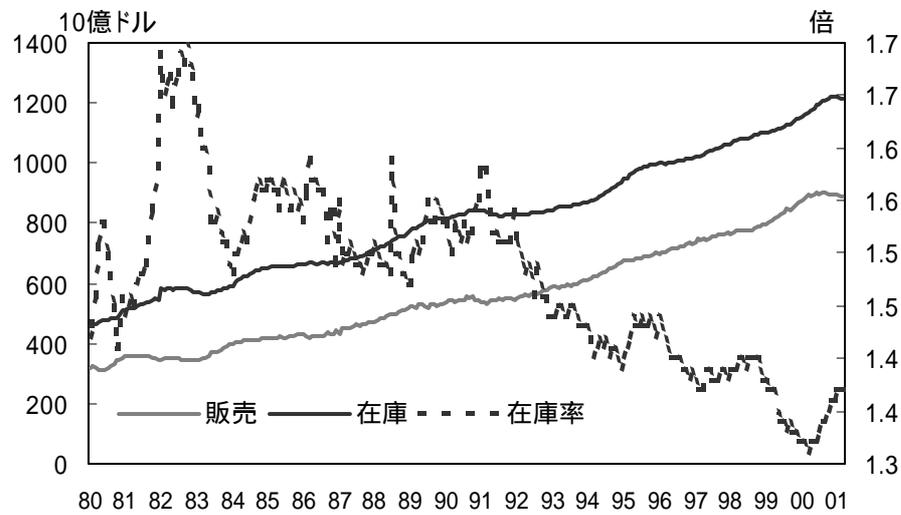
さらに、8月にはIMFも「アメリカの対外赤字規模は長期的にみて維持可能だとは考えられない」と警告するレポートを発表した。IMF協定第4条に基づく対加盟国年次協議報告の一節である。この個所に先だって、「(アメリカの)経常収支ポジションの悪化は、1990年代後半の生産性急上昇とそれに伴う対米投資の収益性向上がアメリカへの大量資本流入を招いたことによるところが大きい。...生産性の動向に関する見通しが悪化すれば、...アメリカの政策運営は厳しいチャレンジに当面することになる」というくだりがあり、対外赤字の膨張に現れたマクロ不均衡の深さとのかわり方で、1.35兆ドルのプッシュ減税に関しても異を唱えている点が注目される。

(2) 調整本格化の企業部門

2001年第1及び第2四半期のGDP統計が示す通り、企業部門では生産と投資の調整が急ピッチで進み始めている。だが、ドットコム・ブームに煽られて二桁投資を続けて来た米国企業にとって調整の前途は不透明である。

既に2000年の秋口から生産は明らかな調整モードに入っているが、販売の減速ピッチが上がっており、在庫対販売比率は高止まり状態が続いている。

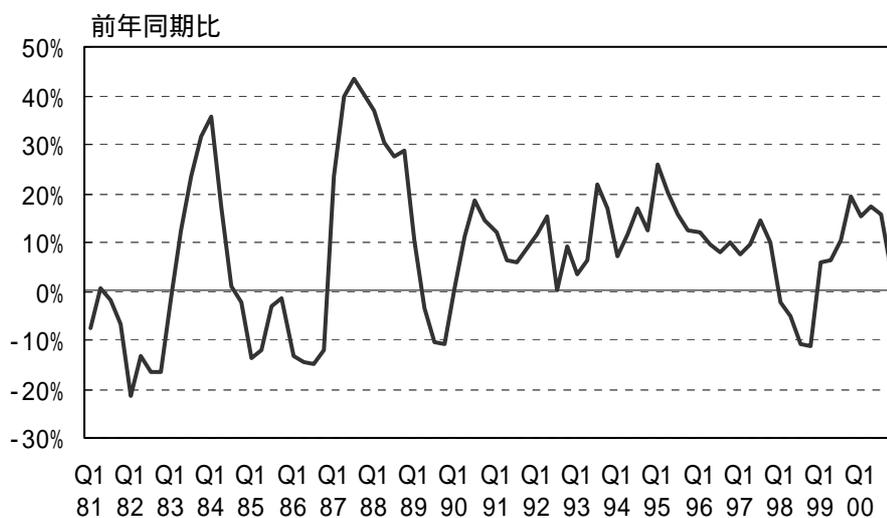
図表96 全米企業の在庫対販売動向



注：全産業ベース。在庫率は月間販売額に対する手持ち在庫の倍率（左スケール）。
資料：米国商務省統計

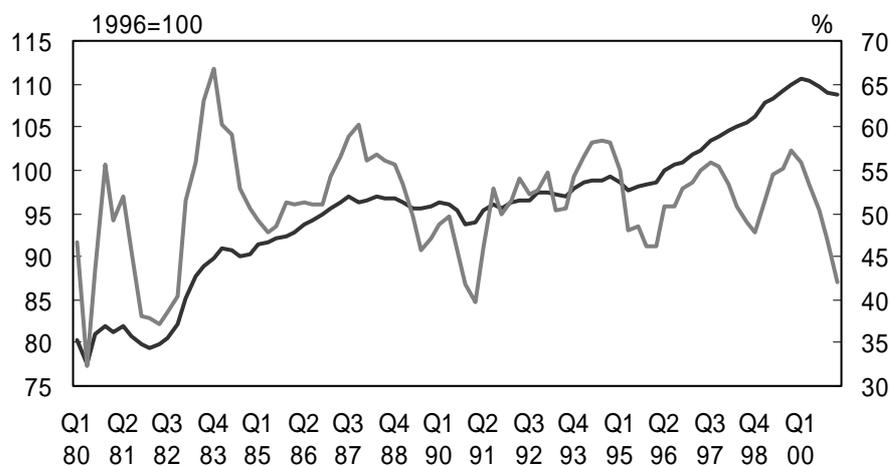
収益動向は著しい悪化傾向にある。ITセクターでは軒並み前年対比で大幅減益基調となっているが、総合的にみても企業収益は厳しい状況に見舞われている。先行きに関する業況感も大きく後退している。

図表 9 7 全米企業の収益動向



注：税引き後利益。
資料：米国商務省統計

図表 9 8 後退する先行き業況見通し

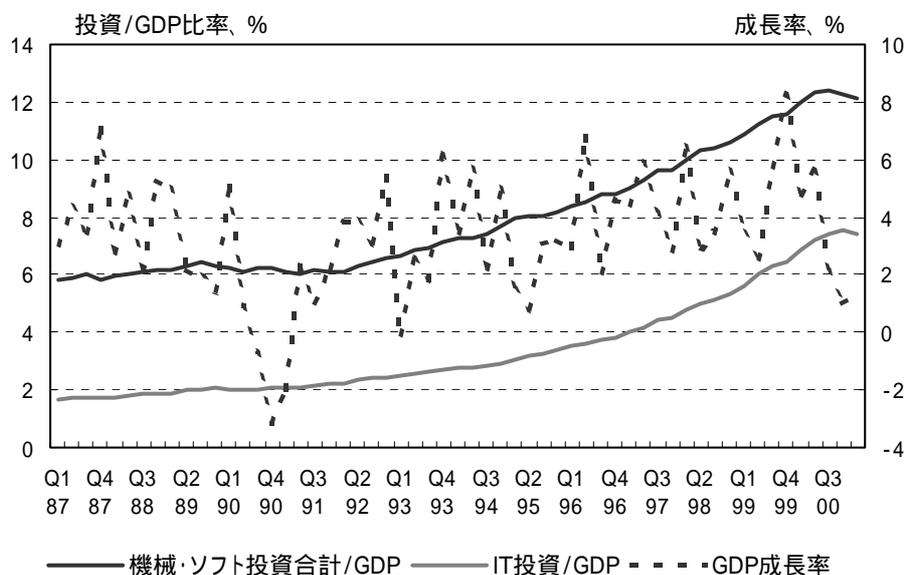


—— 総合景気先行指数(左目盛) —— 全米購買者協会景気指数(右目盛)

資料：米国商務省統計

こうした中で、1990年代後半に大きく伸長した企業設備投資の対GDP比率もITブーム以前のレベルに向かってのレベルダウンを強いられていくことになる。そのため、BISのいうU字型回復過程のナベ底的停滞の長さが規定されることとなる。

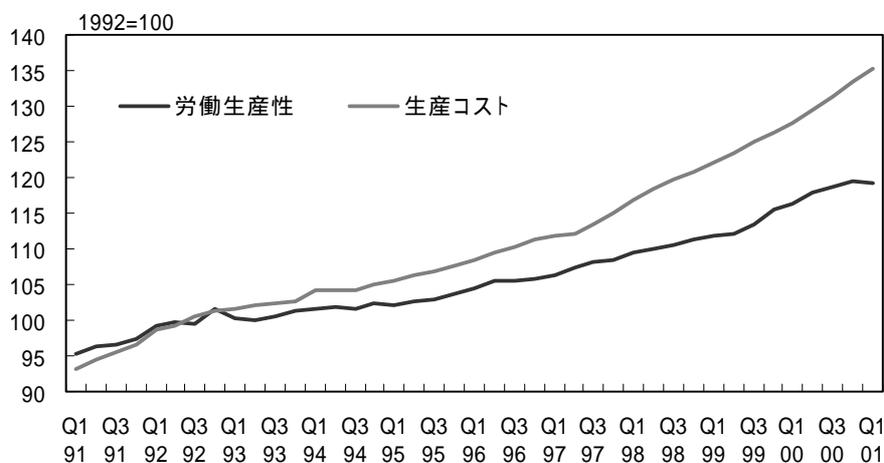
図表 9 9 民間設備投資対 GDP 比と実質経済成長率の推移



資料：米国商務省統計

なお、生産調整が進む中で労働生産性上昇率にも頭打ち傾向が明確に出始めている。ニューエコノミー化の輝かしい成果として、グリーンSPAN FRB議長も誇る米国経済のこのところの生産性パフォーマンスだが、BISが指摘する「生産性上昇を過信した需要創造」にブレーキが踏まれることで、当の生産性上昇率そのものが抑え込まれる状況となっている。一方で労働需給は超逼迫状態が続いて来たから、賃金上昇率はなお高率である。その結果、当然ながら米国企業の生産コストは上昇ペースが加速している。価格転嫁が難しい競争環境の中で、企業の収益マージンにさらに縮減圧力がかかることは避けられない。

図表 1 0 0 米国企業の労働生産性と賃金コスト



資料：米国商務省統計

(3) 政策と不動産価格が下支え要因の家計部門

調整一色となった企業部門に対して、一方の家計部門を巡る環境はなお微妙な状況にある。バランス・シート調整が不可避であることは間違いないのだが、その顕在化を抑え込むいくつかの要因が働いているとみられる。それらを大別すれば以下の3点である。

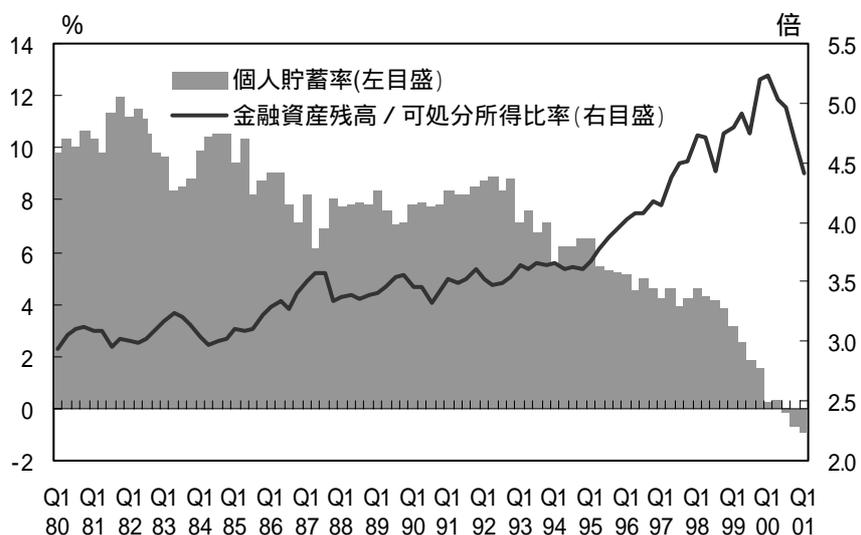
政策要因（FRBの金融積極緩和スタンス、減税期待）

不動産市況の堅調さ（株価低落の一方で住宅価格はなお上昇傾向維持）

雇用リストラの波及がなお本格化していない

しかしながら、その一方で貯蓄ポジションの立てなおしを要する状況は明らかになりつつある。それを示す指標の一つが家計の金融資産残高と貯蓄率の関係である。金融資産残高の対可処分所得比が大きく上昇したことを背景に、米国家計は貯蓄率がマイナス圏内に入ることをいとわない消費行動を続けて来た。だが、頼みの金融資産残高もここに来て伸びが頭打ちとなり、対可処分所得比は下落に転じた。こうなれば、資産インフレ進行前のレベルまで貯蓄率を立て直す調整行動が顕在化する可能性がある。

図表101 米国の個人貯蓄率と金融資産残高の対可処分所得比



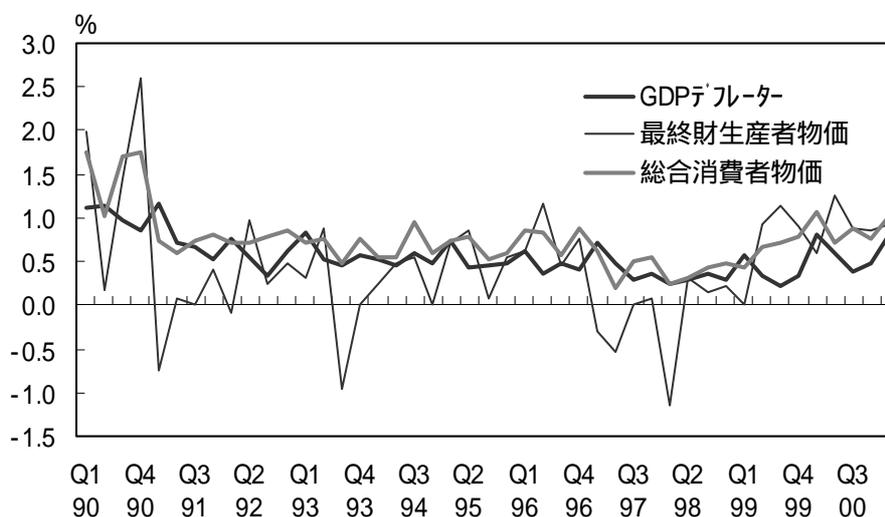
資料：米国商務省統計、連邦準備理事会

(4) 物価を巡るコスト・プッシュとディマンド・デフレ

物価を巡る情勢については、GDPデフレーターや消費者物価などの物価指標でみる限り、むしろ下落傾向をもみせており、インフレ再燃が差し迫った課題になったといえる状況ではない。だが、一方で賃金コストの上押し圧力には依然として根強いものがある。その効果を相殺する役割を果たしてきた生産性上昇率にもブレーキがかかり始めているのが実態である。

すなわち、企業に対して強いコスト・プッシュ圧力が働く一方、需要増に歯止めがかかり、しかも引き続くドル高傾向の下で競争要因も物価抑制力として働く関係になっているとみられる。コスト・プッシュ要因とディマンド・デフレ要因とがせめぎあう中で、企業収益が調節弁として犠牲となる格好である。供給側と需要側の環境ミスマッチが、企業部門にしわ寄せをかける形でさしあたりの物価安定をもたらしているとみられる。このミスマッチがインフレ顕在化の形で解消されるか、雇用調整本格化によって解消されるか。いずれのコースを辿るかで今後の景況も左右される面が大いにあるが、前者の展開となる場合には、金融政策対応が極めて難しくなる。

図表102 各種物価指標の推移（前期比変化率）



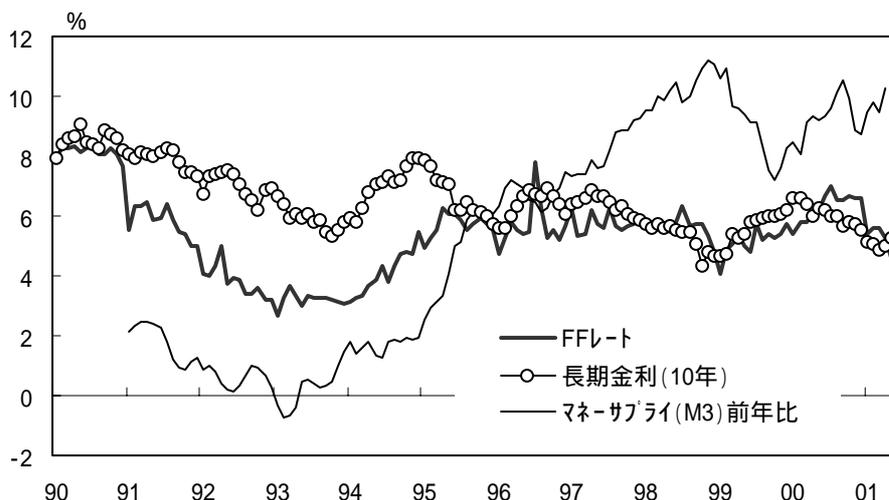
資料：米国商務省、米国労働省統計

(5) 金融政策は景気下支えへ邁進

年初来8回の利下げで、FRB はもっぱら景気てこ入れに全力を傾けてきた。企業部門の調整によるハードランディング入りを、消費景気を下支えることで何とか回避するというのが基本的な戦略となっている模様である。

積極的な資金供給スタンスによって短期金利を抑え込んで来た構図は明らかであるものの、その一方で長期金利には上押し圧力がかかる傾向がみえている。さきのBIS報告が、この点についても言及していることは既述の通りである。当面のハードランディング回避を目指すFRBだが、この方針をいつまで効果的に続けられるかが今後の注目点である。

図表103 長短金利とマネーサプライの推移



資料：米国連邦準備理事会、Bloomberg

(6) ブッシュ政権の減税プラン

2001年6月7日にブッシュ政権の減税プランが大統領署名を経て発効した。減税規模は10年間で総額1.35兆ドルである。その柱となるのが所得減税であり、最高税率を現行39.6%から2006年に35%に引き下げる。最低税率は現行15%を10%まで引き下げる。初年となる2001年内の減税額は合計550億ドルで、還付金額は単身者一人当たり最高300ドル、夫婦一世帯当たり同600億ドル、シングル・ペアレント世帯当たり同500ドルとなる。

浮揚効果に期待がかかる大型減税で、2001年末から2002年初に向けて効果が現れることになると思われるが、上記のような家計のバランス・シート状況の中で、貯蓄の立て直しに充当される分を考慮すれば、実質的な消費刺激効果には限界があるとみる向きもある。

- 2 . 米国中期見通し：各シナリオにおける主なポイント

米国経済のパスを想定した場合、概ね以下の通りV字型、U字型、L字型の3パターンが考えられる。今次見通しでは、L字型回復シナリオを前提とした。

(1) V字型回復シナリオ：

減税効果が2001年末から2002年にかけてフルに発現。
 現在の調整は在庫調整のみに留まり、2002年には回復。
 原則としてニューエコノミー経済の成長が続き、生産性上昇が続く。
 IT投資（コンピュータ投資）が高まるものの、低価格化は続くためインフレ率は低め。
 失業率は2000年水準の4.0%を2005年でも達成。
 潜在成長力は4%強程度。

(2) U字型回復シナリオ：

減税の効果は比較的限定的。
 現在の調整は向こう2年弱続くが、その間で調整終了。
 調整後は引き続きIT投資を中心に設備投資が比較的高めに推移。
 失業率は2005年で4.6%と1990年代後半の水準を維持。
 潜在成長力は4%弱程度。

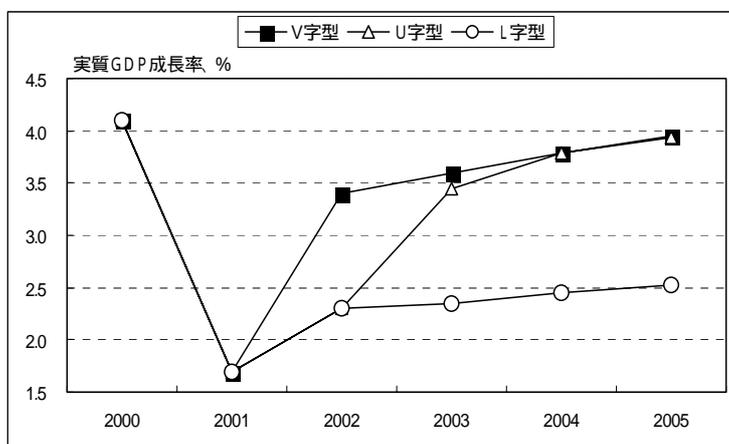
(3) L字型回復シナリオ：

減税の効果は比較的限定的。
 今後アメリカ版失われた10年が始まり、設備投資は4%台の低め推移。
 失業率は1994年水準の6.0%台へと再び上昇。
 マクロ需給が弱いため、物価はデフレ的傾向が比較的強まる。
 潜在成長力は3%弱程度。

図表104 米国経済の見通し

実質GDP 単位：%

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	05/00
V字型	4.1	1.7	3.4	3.6	3.8	4	3.3
U字型	4.1	1.7	2.3	3.5	3.8	3.9	3
L字型	4.1	1.7	2.3	2.4	2.5	2.5	2.3



◆ V字型回復シナリオ

実質GDP

単位:1996年連鎖価格10億ドル

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)	6,707.9	7,543.8	9,224.0	10,845.3	2.4	4.1	3.3
個人消費支出	4,474.5	5,075.6	6,257.8	7,289.8	2.6	4.3	3.1
民間住宅投資	253.5	291.7	371.4	449.7	2.8	4.9	3.9
民間設備投資	641.7	817.5	1,350.7	2,040.4	5.0	10.6	8.6
政府消費支出・総投資	1,387.3	1,406.4	1,562.4	1,725.1	0.3	2.1	2.0
民間在庫品増加	16.5	30.4	50.6	94.1	13.0	10.7	13.2
財貨・サービスの輸出	575.7	808.2	1,133.2	1,365.5	7.0	7.0	3.8
財貨・サービスの輸入	632.2	886.6	1,532.3	2,119.2	7.0	11.6	6.7

物価

単位:デフレター・1996暦年=100、生産者価格指数・1982暦年=100

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)デフレター	86.5	98.1	107.0	118.5	2.5	1.8	2.1
個人消費支出デフレター	85.6	97.9	107.5	120.6	2.7	1.9	2.3
民間住宅投資デフレター	85.5	97.9	114.5	134.5	2.7	3.2	3.3
民間設備投資デフレター	98.2	100.9	95.7	92.7	0.5	-1.1	-0.6
政府消費支出・総投資デフレター	85.2	97.6	111.4	126.4	2.8	2.7	2.5
財貨・サービスの輸出デフレター	96.8	101.3	97.3	94.1	0.9	-0.8	-0.7
財貨・サービスの輸入デフレター	99.4	101.8	95.7	94.4	0.5	-1.2	-0.3
生産者価格指数:最終製品	119.2	127.9	138.0	145.0	1.4	1.5	1.0

名目GDP

単位:10億ドル

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)	5,803.2	7,400.5	9,872.9	12,851.2	5.0	5.9	5.4
個人消費支出	3,831.5	4,969.0	6,728.4	8,793.7	5.3	6.2	5.5
民間住宅投資	216.8	285.6	425.1	604.6	5.7	8.3	7.3
民間設備投資	630.3	825.1	1,293.1	1,891.2	5.5	9.4	7.9
政府消費支出・総投資	1,181.4	1,372.0	1,741.0	2,180.0	3.0	4.9	4.6
民間在庫品増加	14.5	33.0	49.4	97.2	17.9	8.4	14.5
財貨・サービスの輸出	557.2	818.6	1,102.9	1,284.8	8.0	6.1	3.1
財貨・サービスの輸入	628.6	902.8	1,466.9	2,000.4	7.5	10.2	6.4

雇用

単位:%

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
失業率(非軍人)	5.6	5.6	4.0	4.0	***	***	***

金融

単位:%

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
フェデラル・ファンド・レート	8.1	5.8	4.5	5.0	***	***	***
財務省証券10年	8.6	6.6	5.7	6.0	***	***	***

海外

単位:100万ドル

	1990	1995	2000	2005	1995	2000	2005
経常収支	-78,965	-109,898	-444,667	-753,423	***	***	***

鉱工業

単位:1992暦年=100

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
IIP	98.9	114.3	147.0	183.2	2.9	5.2	4.5

U字型回復シナリオ

実質GDP

単位:1996年連鎖価格10億ドル

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)	6,707.9	7,543.8	9,224.0	10,709.0	2.4	4.1	3.0
個人消費支出	4,474.5	5,075.6	6,257.8	7,289.8	2.6	4.3	3.1
民間住宅投資	253.5	291.7	371.4	441.1	2.8	4.9	3.5
民間設備投資	641.7	817.5	1,350.7	1,833.3	5.0	10.6	6.3
政府消費支出・総投資	1,387.3	1,406.4	1,562.4	1,725.1	0.3	2.1	2.0
民間在庫品増加	16.5	30.4	50.6	91.6	13.0	10.7	12.6
財貨・サービスの輸出	575.7	808.2	1,133.2	1,378.7	7.0	7.0	4.0
財貨・サービスの輸入	632.2	886.6	1,532.3	2,050.6	7.0	11.6	6.0

物価

単位:デフレター・1996暦年=100、生産者価格指数・1982暦年=100

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)デフレター	86.5	98.1	107.0	114.8	2.5	1.8	1.4
個人消費支出デフレター	85.6	97.9	107.5	118.9	2.7	1.9	2.0
民間住宅投資デフレター	85.5	97.9	114.5	127.8	2.7	3.2	2.2
民間設備投資デフレター	98.2	100.9	95.7	88.7	0.5	-1.1	-1.5
政府消費支出・総投資デフレター	85.2	97.6	111.4	118.1	2.8	2.7	1.2
財貨・サービスの輸出デフレター	96.8	101.3	97.3	90.9	0.9	-0.8	-1.3
財貨・サービスの輸入デフレター	99.4	101.8	95.7	94.8	0.5	-1.2	-0.2
生産者価格指数:最終製品	119.2	127.9	138.0	143.6	1.4	1.5	0.8

名目GDP

単位:10億ドル

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)	5,803.2	7,400.5	9,872.9	12,294.6	5.0	5.9	4.5
個人消費支出	3,831.5	4,969.0	6,728.4	8,669.4	5.3	6.2	5.2
民間住宅投資	216.8	285.6	425.1	563.5	5.7	8.3	5.8
民間設備投資	630.3	825.1	1,293.1	1,626.9	5.5	9.4	4.7
政府消費支出・総投資	1,181.4	1,372.0	1,741.0	2,038.0	3.0	4.9	3.2
民間在庫品増加	14.5	33.0	49.4	87.4	17.9	8.4	12.1
財貨・サービスの輸出	557.2	818.6	1,102.9	1,253.9	8.0	6.1	2.6
財貨・サービスの輸入	628.6	902.8	1,466.9	1,944.6	7.5	10.2	5.8

雇用

単位:%

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
失業率(非軍人)	5.6	5.6	4.0	4.6	***	***	***

金融

単位:%

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
フェデラル・ファンド・レート	8.1	5.8	4.5	4.5	***	***	***
財務省証券10年	8.6	6.6	5.7	5.6	***	***	***

海外

単位:100万ドル

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
経常収支	-78,965	-109,898	-444,667	-672,493	***	***	***

鉱工業

単位:1992暦年=100

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
IIP	98.9	114.3	147.0	172.6	2.9	5.2	3.3

L字型回復シナリオ

実質GDP

単位:1996年連鎖価格10億ドル

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)	6,707.9	7,543.8	9,224.0	10,316.1	2.4	4.1	2.3
個人消費支出	4,474.5	5,075.6	6,257.8	7,080.1	2.6	4.3	2.5
民間住宅投資	253.5	291.7	371.4	380.8	2.8	4.9	0.5
民間設備投資	641.7	817.5	1,350.7	1,675.2	5.0	10.6	4.4
政府消費支出・総投資	1,387.3	1,406.4	1,562.4	1,725.1	0.3	2.1	2.0
民間在庫品増加	16.5	30.4	50.6	78.9	13.0	10.7	9.3
財貨・サービスの輸出	575.7	808.2	1,133.2	1,378.7	7.0	7.0	4.0
財貨・サービスの輸入	632.2	886.6	1,532.3	2,002.7	7.0	11.6	5.5

物価

単位:デフレータ・1996暦年=100、生産者価格指数・1982暦年=100

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)デフレータ	86.5	98.1	107.0	113.9	2.5	1.8	1.3
個人消費支出デフレータ	85.6	97.9	107.5	117.9	2.7	1.9	1.9
民間住宅投資デフレータ	85.5	97.9	114.5	125.1	2.7	3.2	1.8
民間設備投資デフレータ	98.2	100.9	95.7	87.8	0.5	-1.1	-1.7
政府消費支出・総投資デフレータ	85.2	97.6	111.4	119.3	2.8	2.7	1.4
財貨・サービスの輸出デフレータ	96.8	101.3	97.3	90.5	0.9	-0.8	-1.4
財貨・サービスの輸入デフレータ	99.4	101.8	95.7	95.7	0.5	-1.2	0.0
生産者価格指数:最終製品	119.2	127.9	138.0	142.9	1.4	1.5	0.7

名目GDP

単位:10億ドル

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
国内総生産(GDP)	5,803.2	7,400.5	9,872.9	11,751.9	5.0	5.9	3.5
個人消費支出	3,831.5	4,969.0	6,728.4	8,344.8	5.3	6.2	4.4
民間住宅投資	216.8	285.6	425.1	476.3	5.7	8.3	2.3
民間設備投資	630.3	825.1	1,293.1	1,470.2	5.5	9.4	2.6
政府消費支出・総投資	1,181.4	1,372.0	1,741.0	2,057.8	3.0	4.9	3.4
民間在庫品増加	14.5	33.0	49.4	72.2	17.9	8.4	7.9
財貨・サービスの輸出	557.2	818.6	1,102.9	1,247.8	8.0	6.1	2.5
財貨・サービスの輸入	628.6	902.8	1,466.9	1,917.2	7.5	10.2	5.5

雇用

単位:%

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
失業率(非軍人)	5.6	5.6	4.0	6.0	***	***	***

金融

単位:%

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
フェデラル・ファンド・レート	8.1	5.8	4.5	4.0	***	***	***
財務省証券10年	8.6	6.6	5.7	5.1	***	***	***

海外

単位:100万ドル

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
経常収支	-78,965	-109,898	-444,667	-629,021	***	***	***

鉱工業

単位:1992暦年=100

	1990	1995	2000	2005	1995/1990	2000/1995	2005/2000
IIP	98.9	114.3	147.0	164.0	2.9	5.2	2.2

・金利・為替動向の検討

1．長期金利動向の検討

(1) 財政政策と長期金利

ケインジアン考え方

財政支出拡大と金利の関係に対するケインジアン考え方は、IS-LM分析でその本質をとらえることができる。IS-LM分析では、金利は特に短期金利と長期金利あるいは名目金利と実質金利を分けてはいないが、暗黙のうちに実質の長期金利を想定している場合が多いように見受けられる。よく知られるように、ケインジアン考え方では、財政政策が発動されるとIS曲線が上方(右方)へシフトし、金利に対しては押し上げ圧力がかかることになる。このため民間の設備投資が縮小するものの(クラウディング・アウト効果)、最終的な均衡点での国民所得は上昇する。

マネタリスト考え方

ケインジアンに対してマネタリストは貨幣数量説に立ち、通貨需要は利子率に対して非弾力的であるとみている。貨幣数量説では、通貨需要はもっぱら名目国民所得に依存し、かつ両者の間には安定的関係を想定している。従って財政支出が拡大すると、金利だけが上昇し国民所得は不変となる。

国債管理政策

制度的な要因として重要であるのが「国債管理政策」である。これには様々な定義があり得るが、OECD資本市場委員会は以下の目標を達成しようとするための各種施策を「国債管理政策」と定義している。

- 国債の種類が多様化
- 発行時期・方式の効果的選定
- 有効な流通市場の育成
- 財政負担の軽減
- 満期構成の最適化
- 関連する経済政策との協調

これらは全て長期金利との関わりを直接的に持っている。

特にこの中で近年のわが国の状況と関連が深いのはである。わが国の国債発行残高の累増に伴い、期間構造の多様化がはかられてきており、今後の動向が注目される。

(2) 金融政策と長期金利

ケインジアン考え方

金融政策による長期金利への影響を、財政政策同様に IS - LM 分析の枠組みで考えると、金融を緩和する（マネーサプライを増加させる）と LM 曲線が右方にシフトし、金利は低下、所得は増加、という結果となる。また、IS - LM 分析では「流動性のわな」の議論が特に金利との関わりが強い。流動性のわなとは、貨幣需要が金利に対してきわめて弾力的な状況を指す。この場合、LM 曲線は水平となり、マネーサプライを増やして LM 曲線が右にシフトしても、利子率の水準に影響を及ぼすことができず、また所得も変化しない。

マネタリストの考え方

マネタリストは、マネーサプライの増加によって、一時的に金利は低下するが、長期的には上昇すると主張する。この間のメカニズムは以下の通りであるが、期待の果たす役割が大きい。

マネーサプライの伸び率を従来水準より引き上げたとすると、市場の期待インフレ率が変化しない短期においては名目金利は下がり始める。期待インフレ率が変化しない限り、名目金利の変化は実質金利の変化を意味するため、実質金利の低下が投資需要を刺激し、これによる所得増加が貨幣需要を創出し、名目金利は上昇し始める。この頃になると、マネーサプライ増加に伴いインフレ率も上昇し始めており、市場の期待インフレ率も上昇しつつあると考えられる。このため、実質金利の上昇テンポは名目金利ほどではなく、経済全体の超過需要状態がしばらく続くが、やがて実質金利も「投資 = 貯蓄」を達成するような、元の均衡水準に収束していく。もっとも、この時点では期待インフレ率は以前より上昇しているため、名目金利も上昇した水準に収まることになる。

こうした考え方の下、マネタリストたちは、マネーサプライ増加によって金利の低下を図っても、市場の期待インフレ率の変化を媒介として、結果的には金利は上昇することになる、と主張した。また、マネタリズムをさらに推し進めたルーカスなどによる合理的期待形成学派の場合、人々が先行きを合理的に予想することから、金融政策を緩和する時点で金利は上昇してしまうと主張する。

国債市場と金融政策

制度的には、金融政策には様々な手段がありうる。最も代表的な中央銀行の政策手段の一つに、市場オペレーションがあり、特に長期国債を対象としたオペレーションとしては、レポ・オペ（国債借入れオペ）や国債買い切りオペがある。長期国債買い切りオペは、国債市場の需給に直接働きかけることから、長期金利の水準に及ぼす影響が大きい。これは一応は市場を通すことから国債引受とは異なるものの、事実上近いものであるといえる。通常、長期国債買い切りオペは政府による貨幣増刷を意味することとなり、インフレ期待

を醸成し金利には押し上げ圧力がかかると考えられる。しかし、現在のわが国では、日本銀行が買い切りオペをより長期のものへ拡大させることによって、国債の価格下支え効果が期待されることで、むしろ金利には押し下げ圧力が働いている状況にある。

(3) 長期金利の予測

1) 長期金利の説明要因とその代理変数

長期金利は各理論・仮説が想定する説明要因でいくらかずつ説明され得るとすると、長期金利の予測に必要となってくるのは、各説明要因の将来の値である。これは客観的なデータとして存在するものではないが、何らかの形でそれを表現する変数を設定する必要がある。以下には、その前段階として、各説明変数の代理変数や説明変数と考えられるものを、実際の予測に用いることを念頭に置きつつ整理している。

図表105 長期金利の説明要因の代理変数や説明変数の候補

長期金利の説明要因	(説明の仕方)	数値化イメージ	予測を念頭に置いて操作しやすさを考慮した説明変数、代理変数の例
将来の短期金利の予想値	・ 将来の短期金利の予想値(の平均値)と現在の長期金利の間に裁定関係が働く	・ 短期金利の予想値	・ 景気指標(GDP等) ・ 公定歩合
(広義の)流動性プレミアム	・ 運用期間が長くなるとそれに伴ってプレミアムが必要になる ・ 売買高、発行高が多くなると、流動性が高まりプレミアムが低下する(かつての指標銘柄のイメージ)	・ 運用期間 ・ 売買高、発行高 市中消化額等	・ 運用期間 ・ 売買高、発行高、市中消化額等
期間プレミアム	・ 特定の償還満期の需給バランスが他の満期の銘柄と異なることによりプレミアムが発生する	・ 対象とする償還満期における需給バランス	・ 売買高、発行高、市中消化額 ・ 他の金融資産取引の活況を表す指標(各市場間の資金シフトを代理):日経平均、全国銀行貸出残高等
期待インフレ率	・ 先行きのインフレ期待が現在の名目金利に織り込まれる	・ 期待インフレ率	・ 物価 ・ 景気 ・ 需給ギャップ
信用リスク	・ デフォールトリスクが高い発行体にはその分のプレミアムが要求される	・ デフォールトリスク	・ 格付け ・ 当該債券発行主体の債券発行高
主要海外長期金利	・ 米国等の主要先進国と自国の長期金利が為替を媒介としつつ、裁定関係を形成する	・ 主要国の長期金利	・ 主要国の長期金利

注：流動性プレミアムに(広義の)と加えている意味は、通常の「運用期間が長期化するに伴う金利変動リスクに伴うプレミアム」だけでなく、売買高の多寡による換金しやすさの違いによるプレミアム(信用リスクの一種)も含めたということ。

2) 予測手法

以上の理論・手法の整理を踏まえ、実際にわが国の長期金利の予測を行うことを考える。様々な要因を考慮すればするほど、説明変数の数を増やすことになるが、過去の変動要因の説明ではなく、予測を行う際には必ずしも得策であるとは言えない。というのも、相互に連関性の高い説明変数を将来にわたって整合的な形で予測することは説明変数の数が増えるほど、困難の度合いを高めるからである。ここでは、従って、出来るだけ整合的な形で認知できる範囲の説明変数にとどめた推計を考えていく。具体的には以下のような推計方法が考えられる。

短～中期予測（1～2年程度）

向こう1～2年程度の長期金利を、四半期データをもとに予測する場合は多変量時系列モデルの一種である VAR モデルがある程度の有効性を有するとみられる。VAR モデルではいくつかの代表的なマクロ変数および長期金利自身を説明変数として、これらと整合的な将来の長期金利を予測できる。

ここでは、実質 GDP、GDP デフレーター（或いは消費者物価指数）、マネーサプライを説明変数として用いてみる。

変数の詳細を掲げると以下の通りである。

- ・実質 GDP (RGDP)

内閣府「国民所得統計」(93SNA・1995 暦年価格基準)における実質国内総支出(原系列)の前年同期比。

- ・GDP デフレーター (P)

実質 GDP と同一の資料による GDP デフレーター(原系列)の前年同期比。

- ・マネーサプライ (M2CD)

日本銀行「金融経済統計月報」における M2 + CD (原系列)の前年同期比。

- ・10年国債利回り(実質)(RR)

10年国債利回りから GDP デフレータの前年同期比を差し引いた値。

以下に示す VAR モデルのラグは AIC 基準により選択し、2 四半期としている。推計結果は以下の通りとなっている。

図表 1 0 6 4 変数 VAR(2)モデル

RGDP(-1)	RGDP(-2)	P(-1)	P(-2)	M2CD(-1)	M2CD(-2)	RR(-1)	RR(-2)
-0.0241 (-0.2868)	-0.1462 (-1.6913)	0.1440 (0.5602)	-0.0224 (-0.0920)	0.1897 (1.7934)	-0.1141 (-1.0000)	0.9146 (4.8578)	0.0655 (0.3682)

注：() 内は t 値。

$\bar{R}^2=0.6183$ 、 F 値=1.5891

中～長期予測（2～5年程度）

の VAR モデルは経済をブラックボックスとして扱う時系列モデルであり、ある意味短期的な水準を足許の情報をできるだけ反映させて「当てに行く」モデルであるとみなすことができ、説明変数の符号条件なども考慮する必要は原則としてあまりない。しかし長期予測では様々なレベルでの環境変化が起こりうることを考慮する必要がある。従って、ここでは先に示した表にあげた説明変数群を考慮しつつ、一つの推計方法を示す。

具体的には、以下の通りである。被説明変数は GDP デフレーター（前年比）で実質化した 10 年国債利回りの 3 四半期後方移動平均を用い、説明変数としては以下の 3 つの 3 四半期後方移動平均を用いた。

- ・ 資産収益率（実質ベース）

財務省「法人企業統計季報」から、全産業の有形固定資産（「土地」＋「建設仮勘定」＋「その他有形固定資産」）と棚卸資産（在庫）のそれぞれの期末値を足し合わせたものを分母、当該四半期まで 4 四半期分を合計したの営業利益を分子とした値を資産収益率とした。そして、さらにこれを GDP デフレーター（前年比）で実質化した。これは実物資産の収益率を表す指標であり、資産として代替性を有する国債とは長期的な裁定関係にあると考えられる（新古典派的な考えに近い）。

- ・ 国債残高

日本銀行「金融経済統計月報」の公社債発行・償還および現存額欄における、普通国債の現存額の前年比。長期的には、信用リスクの高まり（金利に対しては押し上げ要因）よりも流動性の高まり（金利に対しては押し下げ要因）を表す。

- ・ 米国 10 年国債利回り（実質）

米国 10 年国債利回りを米国の GDP デフレーター（前年比）で実質化。

- ・ 金融システム不安ダミー

1997 年末から 1998 年末にかけて、山一証券、長銀などの破綻が相次ぎ、金融システム破綻への不安が拡大し、日本の長期金利（10 年国債利回り）は急低下した。現在では、金融庁などいわゆるセーフティネットが整備されたことを踏まえ、これをダミー変数として取り扱うこととし、1997 年第 4 四半期から 1998 年第 4 四半期までを 1、それ以外の期間は 0 としている。

推計の結果は以下の通りである。

図表107 中～長期予測用推計式

定数項	全産業 資産収益率	国債残高	米国10年国債 利回り	金融システム 不安ダミー
0.0016 (0.1697)	0.1975 (2.0174)	-0.0523 (-2.1524)	0.5429 (2.9227)	-0.0195 (-7.2950)

注:()内はt値。

$$\bar{R}^2=0.6991$$

$$D.W.=0.7423$$

長期予測ではそもそも長期金利はIS-LMモデルのフレームを適用するなどして、内生化するべきであるとも考えられるが、(対外公表を行う場合の)予測数値としての長期金利としては、外生としておいてしまうことも一つのオプションとしてはありえる。というのも、為替と金利は経済の中で最も内生的な変数であり、かつ短期的なボラティリティも高いが故に、たとえばIS-LMモデルのフレームを利用した同時方程式体系によるマクロ経済モデルを用いる場合などについて、推計値と描くシナリオとの乖離が頻繁に起こるからである。議論すべき問題の多い点であるといえる。

基本的に、上記の式からも明らかな通り、長期金利の動向を推計式に基づいて中期的に判断することは難しい。特に国債残高要因に関しては、一定の水準内であれば流動性が高まることから金利押し下げ要因となるものの、ある水準を越えた段階における金利上昇効果は測定できない。その水準は不明なものの、日本の場合は既に近い位置まで到達しているとも見ることが出来る。ここで、各要因について標準ケースを考えてみると、将来の短期金利に関しては、当面はゼロ金利の持続が続き、その後徐々に上昇していく。流動性に関しては、売買高、発行高が増加し流動性が高まることによりプレミアムは低下する。インフレ期待に関しては、需給ギャップは当面は弱いものの、中期予測後半に向けて徐々に上昇することが考えられる。問題となるのは信用リスクであり、国債発行残高の動向によりプレミアムが要求される。上記を勘案すると、中期予測の前半においては現状程度の低金利が持続するものの、後半において徐々に上昇していくのが基本的な流れと見なすことができる。悲観ケースとしては、信用リスクが大幅に増加することに伴う、長期金利の急騰である。楽観ケースとしては、財政赤字の削減等も進捗し、長期金利が低位安定で推移することが想定できる。

2. 為替動向の検討

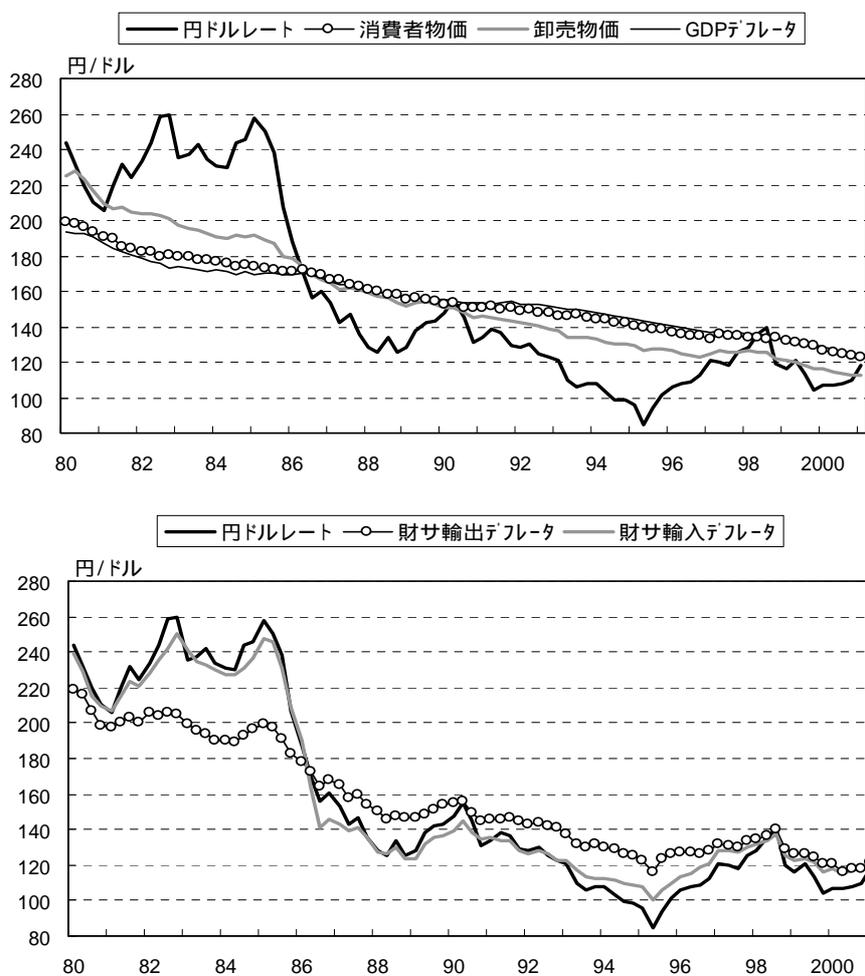
(1) 為替レート決定理論に基づく実証

1) 購買力平価説

物価指数の選択

以下の図表は、主要な物価指数を用いて作成した相対的 PPP レートの推移を示したものである。用いる物価指数によって PPP の水準は大きく異なっている。PPP が内外財市場の裁定を通じて収斂することから、貿易財価格を反映する物価指数が用いられるべきという考えがある。この立場からは、貿易財のみを対象とする輸出入物価指数が適当な指数となる。下図によれば、輸出入物価 PPP レートは円ドル名目レートに則しているようにみえる。

図表 108 円ドル名目レートと各種物価指標を用いた PPP レートの推移



注：各 PPP レートの水準は、表示期間中の名目為替レートの平均値が同期間中の各 PPP レートの平均値と等しくなるように調整されている。

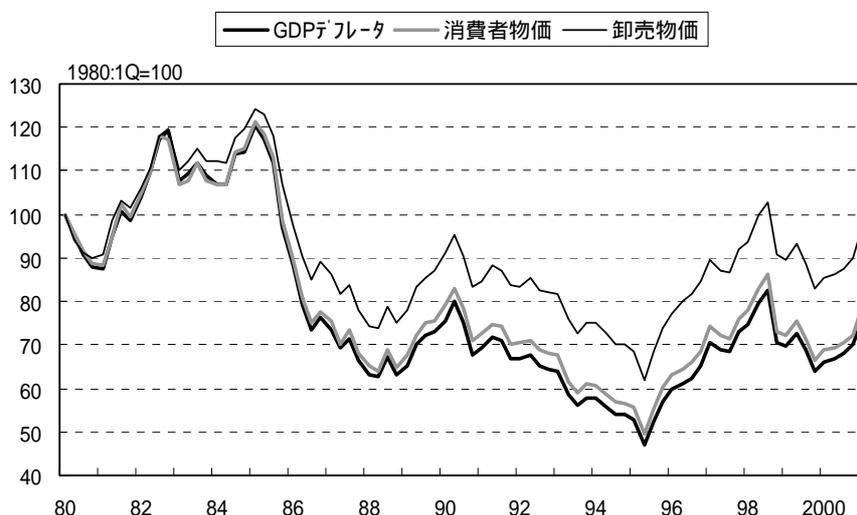
資料：日米 SNA 統計、物価統計等より作成。

しかし、輸出入物価は為替レートの変動から直接に影響を受けることに留意する必要がある。例えば、急激な円高傾向にある場合、日本の輸出業者は円建て輸出価格を引き下げることによって、外国市場での競争力を維持しようとする。この場合、輸出物価 PPP〔日本の輸出物価指数 / 米国の輸出物価指数〕の水準は、円ドル名目為替レートの動きに吸い寄せられるように切り上がる。つまり、PPP が名目為替レートに収斂することとなって因果関係が逆転してしまう。

以上の経験的事実だけでなく、各国が貿易に際してはある特定の品目に特化するという事実をも踏まえると、輸出入物価指数を長期均衡レートとしての PPP レートの算出に用いることは必ずしも適当でないといえる。

他方、貿易財と非貿易財の相対価格が変化する場合、非貿易財を含む物価指数で測った実質為替レート³⁵の水準が上下してしまう(厳密に相対的 PPP が成立していれば実質為替レート水準は一定である)。この考え方から、貿易財・非貿易財をくまなくカバーする消費者物価や GDP デフレーターよりも、相対的に貿易財を多く含む卸売物価(生産者物価)が PPP レートの算出に適していると考えられる。下図によると、CPI 及び GDP デフレーターによる実質為替レートは、WPI(PPI)のそれに比べて基準時点の 100 からの離れ方が大きくなっている。以上から、為替レートの適正水準を測るツールとして PPP レートを算出する際には貿易財のウェイトの高い WPI(PPI)を用いることが適当と思われる³⁶。

図表 109 CPI、GDP デフレーター、PPI を用いた実質円ドルレートの推移



注：1980年第1四半期=100。値の上昇=実質為替レートで円安、と定義。

資料：日米 SNA 統計、日米物価統計より作成。

³⁵ (実質為替レート)=(名目為替レート)×(2国間物価の相対価格)で定義される。

³⁶ もっとも、高度成長期を経て経済構造が安定している日米間の為替レートを分析する場合、これら3つの価格指数の適性に大きな差異はない。事実、為替レートの実証分析には、しばしば GDP デフレーターが用いられている。

基準点の選択

PPPによる為替レートの長期均衡水準を求める際のもう一つの問題は、内外物価の変化率の差である相対的 PPP から均衡レートを算出する際に、基準点の特定を行う必要があることである。相対的 PPP の基準点の選択とは、すなわち絶対的 PPP が成立している時点の特定を意味する。基準点として適当な時点では、内外経済が加熱もせず景気後退期でもなく、また国際収支不均衡が小さいことが必要とされる（深尾（1990））。

推計の実際

(i) 蓑谷(1997)

蓑谷(1997)では、絶対的 PPP に基づいた円ドルレート関数の推計が行われている。具体的には以下の式に基づいている。

$$\log(S_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(P_t / P_t^*)$$

ここで、S：(名目)円ドルレート(¥/\$)、P：日本の卸売物価指数(1985=100)、P*：米国の生産者物価指数(1985=100)、であり、それぞれ IMF の International Financial Statistics (IFS)を出所としている。推計期間の起点は 1973 年であるが、これは変動相場制移行時点である。

なお、推計式において、もし PPP が成立していれば α_0 は 0、 α_1 は 1 となるはずである。推計結果は以下の通りである。

図表 1 1 0 蓑谷(1997)による円ドルレート関数の推計

推計期間	α_0	α_1	R^2
73:2Q ~ 94:4Q	-1.8956 (-6.971)	1.5504 (26.315)	0.891

注：括弧内は t 値

推計結果にはダービン = ワトソン比が示されていないものの、決定係数や回帰係数の t 値をみる限りにおいて比較的フィットの良い推計と判断される。この結果を受けて蓑谷は、「(推計期間を通じた)円高の傾向をほぼ購買力平価(による理論値)は追っているが、1981年から 1985 年の 80 年代前半の為替レートは購買力平価からの理論値よりもかなり大幅な円安である。」と結論付けている。

(ii) 秋山(1997)

秋山(1997)では、やはり円ドル為替レート関数を絶対的 PPP に基づいて推計している。ここでは通常の最小二乗法による推計と、最尤法を適用することで自己相関の除去を行った推計の二つが行われている。推計式の定式化は蓑谷同様であるが、物価指数としては日米の GDP デフレーターを用いており、更に推計期間も円ドルレートに大幅な水準修正の発生したプラザ合意直前を起点としている。

推計結果は以下の通りである。

図表 1 1 1 秋山(1997)による円ドルレート関数の推計 (PPP)

推計方法	推計期間	α_0	α_1	R^2	D.W.
最小二乗法	85:1Q ~ 94:4Q	-7.6920 (-5.3419)	2.4919 (8.7737)	0.6608	0.1984
最尤法 (Grid Search)	85:1Q ~ 94:4Q	-0.9982 (-0.2342)	1.1897 (1.4178)	0.9355	1.3307

注：括弧内は t 値

この推計結果をみると、最小二乗法では回帰係数の t 値は有意であるものの、決定係数はあまり高くなく、更にダービン = ワトソン比は低く明らかに自己相関の存在を示している。最尤法推計では回帰係数の有意性は低まっているものの、決定係数とダービン = ワトソン比は改善を示している。なお、秋山は、PPP が成立しているかどうかを、帰無仮説を $\alpha_0 = 0, \alpha_1 = 1$ とすることで F 検定を行っているが、このとき F 値は 0.0360 となり帰無仮説は棄却されないとしている。つまり、購買力平価説の成立を支持している。

2) マネタリー・アプローチ

(i) 秋山(1997)

秋山では以下の式を用いてマネタリー・アプローチによる円ドル為替レート推計を行っている。

$$\log(1/S_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(M_t/M_t^*) + \alpha_2 \log(Y_t/Y_t^*) + \alpha_3(i_t - i_t^*)$$

ここで、S：円ドル為替レート(¥/\$)、M、M*：それぞれ日本と米国のマネーサプライ、Y、Y*：それぞれ日本の実質 GNP、米国の実質 GDP (基準年 1990 年)、i、i*：日本と米国の政府長期債券利回り (%) であり、いずれも IMF の IFS が出所となっている。

この定式化では日米の実質所得のパラメータと利子率のパラメータが同一と仮定されており、すなわち両国の持つ経済構造が比較的似ていることを前提としている。また先の PPP に基づく推計同様に、最小二乗法と最尤法の二つの推計方法が示されている。

図表 1 1 2 秋山(1997)による円ドルレート関数の推計 (マネタリー・アプローチ)

推計方法	推計期間	α_0	α_1	α_2	α_3	R^2	D.W.
最小二乗法	85:1Q ~ 94:4Q	5.6098 (1.3903)	2.0892 (6.4861)	-1.4282 (-1.7725)	-0.0387 (-1.5807)	0.6760	0.2256
最尤法 (Grid Search)	85:1Q ~ 94:4Q	-1.6670 (-0.4534)	1.3779 (2.9091)	-0.0961 (-0.1233)	-0.0149 (-0.8276)	0.9378	1.2063

注：括弧内は t 値

推計結果ではマネーサプライに係る回帰係数は有意、かつ決定係数は比較的高いものの、実質所得・金利に係る回帰係数の有意性は高くない。秋山（1997）はこの原因をマネーサプライと金利、実質所得の間に高い（同時）相関性があることによるとしている。事実、マネーサプライと金利との間には通常極めて高い相関がみられることを鑑みると、マネタリー・アプローチに基づいた四半期データによる推計には困難が存在しよう。

なお、PPPに基づく推計同様に、最小二乗法による推計ではダービン＝ワトソン比の値が低く自己相関の存在が示唆されている。これを除去できる最尤法による推計ではダービン＝ワトソン比の値は改善しており、かつマネーサプライに係る回帰係数の有意性が保たれている。

(ii)郵政研究所(2000)

郵政研究所(2000)ではマネタリー・アプローチによる円ドルレートの推計が複数行われているがその中で4つを示す。

$$\log(S_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(M_t) + \alpha_2 \log(M_t^*) + \alpha_3 \log(Y_t) + \alpha_4 \log(Y_t^*) + \alpha_5 i_t + \alpha_6 i_t^* \quad (\text{推計式})$$

$$\log(S_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(M_t/M_t^*) + \alpha_2 \log(Y_t/Y_t^*) + \alpha_3 (i_t - i_t^*) \quad (\text{推計式}; 73:1Q \sim 99:2Q)$$

$$\log(S_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(M_t/M_t^*) + \alpha_2 \log(Y_t/Y_t^*) + \alpha_3 (i_t - i_t^*) \quad (\text{推計式}; 73:1Q \sim 85:3Q)$$

$$\log(S_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(M_t/M_t^*) + \alpha_2 \log(Y_t/Y_t^*) + \alpha_3 (i_t - i_t^*) \quad (\text{推計式}; 85:3Q \sim 99:2Q)$$

データは、M、M*：日米 M1（季節調整済）、Y、Y*：日米実質 GDP（季調済）、i：日本3ヶ月物預金金利、i*：米国ユーロダラー3ヶ月物金利を用いている。

推計式 ①では、日米のマネーサプライの所得と金利弾性値は異なると仮定されており、②～④では同じ値と仮定されている。②～④はいずれも同じ式であるが、②では変動相場制移行後全期間を対象としており、③と④では推計期間をプラザ合意前後で分けている。

図表 1 1 3 郵政研究所(2000)による円ドルレート関数の推計（マネタリー・アプローチ）

推計方法	推計期間	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	R^2	D.W.
推計式	73:1Q ~ 99:2Q	20.41 (4.53)	0.48 (2.64)	-0.38 (-1.76)	-1.37 (-2.88)	0.24 (0.44)	0.03 (2.32)	0.02 (2.65)	0.904	0.22
推計式	73:1Q ~ 99:2Q	20.33 (35.95)	0.59 (4.51)	-0.65 (-21.75)	0.003 (0.85)	-	-	-	0.886	0.19
推計式	73:1Q ~ 85:3Q	8.44 (6.77)	-0.30 (-2.03)	-0.16 (-2.70)	0.18 (4.74)	-	-	-	0.623	0.63
推計式	85:3Q ~ 99:2Q	28.76 (18.61)	1.62 (10.31)	-0.94 (-15.32)	0.03 (5.02)	-	-	-	0.821	0.85

注：括弧内は t 値

この結果によると、推計式 ①では決定係数は高いものの、米国金利に係る回帰係数の符

号条件が満たされておらず、米国のマネーサプライ、実質所得に係る回帰係数の有意性も低い結果となっている。日米でマネーサプライの実質所得・金利に対する弾性値が同じであると仮定した推計式ではダービン＝ワトソン比は依然低いものの、回帰係数の符号条件はすべて満たされており、フィットも良い。推計式をプラザ合意前と後に分けた推計式とでは、まずではマネーサプライに係る回帰係数の符号条件が満たされておらず、決定係数も低い。一方ででは符号条件がすべて満たされ、ダービン＝ワトソン比もやや改善し、かつフィットも悪くない。ただし、いずれも最小二乗法を用いた推計であることから、もし秋山（1997）のように最尤法を用いた場合に回帰係数の有意性が見出されなくなることもあり得る。

3) アセット・アプローチ

・郵政研究所(2000)

内外金融資産について不完全代替性を仮定するポートフォリオ・バランス・アプローチに比べると、完全代替性を前提としたアセット・アプローチによる実証例は少ない。これは実際には完全代替性が（少なくとも過去において）成立しておらず、実際にはフィットがあまり良くないため敢えて示されることも少ないことが原因と考えられる。

次に掲げるのは、郵政研究所(2000)に示された推計である。

推計式は以下の通りである。

$$\log(RE_t) = \alpha_0 + \alpha_1(r_t - r_t^*)$$

ここでRE：実質為替指数（名目円ドルレートを生産者物価（卸売物価）で実質化し、73年第1四半期が1となるように指数化、指数の上昇は円安を示す）、 r_t 、 r_t^* ：それぞれ日本と米国の実質金利（政府10年債利回りを消費者物価上昇率で実質化）である。推計結果は以下の通りである。

図表114 郵政研究所(2000)による円ドルレート関数の推計（アセット・アプローチ）

推計期間	α_0	α_1	R^2	D.W.
73:1Q ~ 99:2Q	-0.41 (-16.20)	-1.70 (-1.96)	0.03	0.07

注：括弧内はt値

この推計結果にみる通り、アセット・アプローチによる推計は決定係数とダービン＝ワトソン比の値が極めて低く、フィットが極めて悪いものとなっている。

4) ポートフォリオ・バランス・アプローチ

(i)秋山(1997)

秋山(1997)によるポートフォリオ・バランス・アプローチに基づく推計では以下の推計式を用いている。

$$\log(1/S_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \log(M_t/M_t^*) + \alpha_2 \log(Y_t/Y_t^*) + \alpha_3 \log(D_t/D_t^*)$$

この定式化で実質金利が明示的に示されていないのは、ポートフォリオ・バランス・アプローチでは資産の項目（債券発行残高）とマネーサプライが所与である上で金利が決まるという前提に基づいている。右辺第3項まではマネタリー・アプローチにおける推計式と同様のデータを用いており、D、D*：日本と米国の各国通貨建ての政府債券発行残高（出所はIMFのIFS）である。

図表115 秋山(1997)による円ドルレート関数の推計
(ポートフォリオ・バランス・アプローチ)

推計方法	推計期間	α_0	α_1	α_2	α_3	R^2	D.W.
最小二乗法	85:1Q ~ 94:3Q	22.5433 (4.6126)	-0.5065 (-0.7805)	-1.3357 (-2.0825)	-0.4012 (-3.4723)	0.7887	0.5777
最尤法 (Grid Search)	85:1Q ~ 94:3Q	4.6601 (0.7908)	1.1218 (2.2117)	-0.3583 (-0.4435)	-0.1030 (-0.6086)	0.9334	1.4226

注：括弧内はt値

ダービン＝ワトソン比の値が低い最小二乗法では、実質所得と資産（政府債券発行残高）に係る回帰係数の有意性が高いがマネーサプライに係る回帰係数の符号条件が満たされていない。自己相関を除去した最尤法による推計では、逆にマネーサプライに係る回帰係数のみが有意となっており、決定係数・ダービン＝ワトソン比ともに値が改善している。ここでは資産の項が有意でないが、マネタリー・アプローチにおいて名目金利差が有意でなかったことと考え合わせると、日米の間では計測期間中投資家の資産選択が為替レートに影響を有意に与えていたとは考えられないことを示していよう。

(ii)郵政研究所(2000)

郵政研究所(2000)では、ポートフォリオ・バランス・アプローチによる3種類の推計が行われている。ここでは実質金利を明示化している。

$$\log RE_t = \alpha_0 + \alpha_1 (r_t - r_t^*) + \alpha_2 (M_{11}^u B_t^j + M_{12}^u B_t^g + M_{13}^u B_t^e + M_{14}^u B_t^c) \quad (\text{推計式})$$

$$\log RE_t = \alpha_0 + \alpha_1 \left[-\frac{1}{\lambda_2} (r_t - r_t^*) \right] + \alpha_2 \left[-\frac{s^2}{c\lambda_2} (M_{11}^u B_t^j + M_{12}^u B_t^g + M_{13}^u B_t^e + M_{14}^u B_t^c) \right] \quad (\text{推計式})$$

$$\log RE = \alpha_0 + \alpha_1 \left[-\frac{1}{\lambda_2} (r - r^*) \right] + \alpha_2 \left[-\frac{s^2}{c\lambda_2} (M_{11}^u B^j + M_{12}^u B^g + M_{13}^u B^e + M_{14}^u B^c) \right] + \alpha_3 (debt^j / nY^j) \quad (\text{推計式})$$

まず推計式 における資産選択に関わるリスク・プレミアムを示す項において、 M_{ij}^u :

円、マルク、英ポンド、加ドルの対米ドルレートの分散・共分散行列、 B^j, B^g, B^e, B^c : 日本、EMU、英国、カナダの累積経常・直接投資収支を先進7カ国の名目GDPを合計し指数化した値で割った係数、である。これは円ドル為替レートが、単に日本の対外資産残高(累積経常収支)だけでなく、他国の対外資産残高からも影響するという前提に基づいた定式化である。

一方、推計式 でもリスク・プレミアムを示す項の作り方は基本的に同じ考えに基づいているが、若干の説明変数の作り方において若干の修正を行っている。まず、 a, b : 日米財市場のI-S均衡条件の傾きを示す正の定数($a+b=0.1$ を仮定)、 φ : 経常・直接投資収支の実質為替レートに対する感応度を表す正の定数(世界貿易高の推移にて代替)、 s^2 : 円ドル実質為替レートの予想分散(73年第1四半期~99年第2四半期の円ドル実質レートの分散にて近似)、 c : 国際金融市場のリスク許容度(外国為替取引の過去の伸び率の平均値

で増加させたパラメータにて近似)とした上で、 $\lambda_2 = \frac{(a+b) - \sqrt{(a+b)^2 - 4\varphi s^2 / c}}{2} (< 0)$ と

いう変数を定義している。これを実質金利差とリスク・プレミアムの項にウェイト付けしている(為替レートのボラティリティが国際的金融取引の拡大によって低まっていること、同時に実質金利差が為替レートに与える影響が高まることに基づいている)。

推計式 では更に日本固有のリスク・プレミアム項を国債発行残高の国債発行残高対GDP比によって代表させている($debt^j$: 日本の累積国債発行残高、 nY^j : 日本の名目GDP)。

推計結果は以下の通りである。

図表 1 1 6 郵政研究所(2000)による円ドルレート関数の推計 (ポートフォリオ・バランス・アプローチ)

推計方法	推計期間	α_0	α_1	α_2	α_3	R^2	D.W.
推計式	73:1Q ~ 99:2Q	-0.26 (-15.26)	-1.59 (-4.63)	-1.59 (-15.57)	-	0.707	0.25
推計式	73:1Q ~ 99:2Q	-0.25 (-19.00)	-0.03 (-7.95)	-2.40 (-20.65)	-	0.806	0.45
推計式	73:1Q ~ 99:2Q	-0.54 (-7.38)	-0.22 (-5.73)	-1.91 (-11.31)	0.12 (9.04)	0.848	0.55

注：括弧内は t 値

いずれも本質的には同じ定式化であることから、符号、有意性ともに比較的近い数値が示されている。ダービン＝ワトソン比はいずれもあまり高くはないが、もっともフィットが良い推計は推計式 であり、各回帰係数の有意性も保持されている。

以下には、85 年第 3 四半期～86 年第 3 四半期までプラザ合意ダミー（1、それ以外の期間は 0）を入れて推計した結果を示した。

図表 1 1 7 郵政研究所(2000)による円ドルレート関数の推計 (ポートフォリオ・バランス・アプローチ)

推計方法	推計期間	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	R^2	D.W.
推計式	73:1Q ~ 99:2Q	-0.68 (-10.69)	-0.0045 (-2.16)	-0.22 (-2.87)	0.19 (8.19)	-0.046 (-0.83)	0.586	0.18
推計式	73:1Q ~ 99:2Q	-0.25 (-19.00)	-0.03 (-7.95)	-2.40 (-20.65)	-		0.806	0.45

注：括弧内は t 値

(2) 今後の為替動向

中期的に日本経済に内在する各種リスク要因を勘案すると、様々なリスク要因を考慮することができ、日本固有のリスク・プレミアム項である国債発行残高対 GDP 比等を導入できるポートフォリオ・バランス・アプローチで考えていくのが基本であろう。日本の国債累積残高が GDP 比で見ても一層増大し、リスクが高まる悲観ケースにおいては、貨幣に対する信認が低下し大幅な円安が進展する。それに対して、国債残高が漸減し、為替を取り巻く環境ならびに景況が好転する楽観ケースにおいては、円高推移が予測される。標準的なケースとしては、中期予測前半期までは、財政や不良債権問題等のリスク要因から緩やかな円安が続くものの、それ以降はリスク要因の希薄化とともに、徐々に円高に向かうと見ることが可能であろう。

XI. 日本経済中期見通しのシナリオ・予測テーブル（2001～2005年度）

以上考察してきた各セクターの現状分析、将来展望をもとに以下の3つのシナリオに分けてマクロ経済変数を予測した（なお、予測は日本経済中期マクロモデルをベースとして段階的接近法にて行っている）。

（1）メインシナリオ - 標準ケース

メインシナリオにおける主な前提条件は以下の通りである。

- * 政策金利である無担保コール翌日物金利は、2003年以降0.25ずつ引き上げることを想定した。すなわち消費者物価指数（生鮮食品除く総合・全国）の前年比がプラス成長に転じるのは2003年度と想定している。
- * 円ドルレートは2003年までは緩やかな円安、2004年以降は円高を想定した。ただし変動レンジは比較的大きくなく、予測期間を通じて120～130円のボックス圏内での推移にとどまると想定している。
- * 米国の実質GDP成長率については、2000年度まで続いてきた3～4%の高成長パスへの回帰は予測期間中ないものと想定している。すなわち、2001～2002年度は1%台の低成長に留まった後、2003年度以降徐々に2%台半ばまで成長率が高まっていくという「L字型回復パターン」を想定した。

図表118 メインシナリオ - 標準ケースにおける主な外生値

	単位	2001	2002	2003	2004	2005
無担保コール翌日物金利	%	0.001	0.001	0.375	0.625	1.000
円ドルレート	円/ドル	115-130	120-135	120-135	115-130	110-125
原油価格	ドル/バレル	27.0	25.0	25.0	25.0	25.0
米国実質GDP	%	1.7	1.5	2.0	2.3	2.5

日本経済の今後の成長パスについては多様なものがありうるが、メインシナリオにおいては、現小泉内閣の構造改革進展を前提としている。従って、改革スタート時点にあたる2001年度、2002年度については低成長となるが、2003年度以降改革効果が次第に顕在化し、景気循環面からも回復軌道に乗るものと予測する。

財政政策については、補正予算の編成等足許の政策動向は未だ不透明であるものの、いわゆる「国債発行30兆円枠」を2005年度まで維持していくものと想定しており、後述するように、公的需要の寄与度も低いものに留まるとみられる。

金融政策については、既に無担保コール翌日物金利の項で述べたように 2003 年度に消費者物価がひとまず増加基調に転じることを受けて、2003 年度以降 0.25 ずつ引き上げられていくことを想定している。また、スタート時点である 2001 年度、2002 年度については、消費者物価指数（生鮮食品除く総合・全国）が増加に転じるとみられないことからゼロ金利解除はないものと想定している。この間財政政策は緊縮型で推移することから、長期国債買い切りオペの増額等一段の量的緩和が実施される可能性も高いものとみられるが、本メインシナリオにおいては、現状（2001 年 9 月初時点）と同じ政策が続くものと想定した。

以上の前提に基づく予測結果は以下の通りである。

実質 GDP / 名目 GDP

実質 GDP の 5 年間年平均成長率は 1.2% と予測される。2001 ~ 2002 年度は不良債権処理等の調整期間と位置付けられ、消費や設備投資などの主な需要が弱含みで推移するとみられることからゼロ%台の低成長が続く（2001 年度 0.3%、2002 年度 0.5%）と予測する。2003 年度以降は、民需だけでなく外需も海外経済の回復等から徐々に回復していくことで 2005 年度にはほぼ潜在成長率と同じ 2.0% の成長を達成するものと予測する。なお、民需・公需別にみると、民需成長率は 5 年間年平均で 1.5%、公需成長率は -0.1% と予測する。小泉型構造改革の進展から、90 年代を通じて比較的高めで推移してきた公需の落ち込みが比較的大きい姿となる。

一方、名目 GDP の 5 年間年平均成長率は 1.0% と予測される。いわゆる名実逆転現象の解消は 2004 年度以降となり、2005 年度の成長率は 2.5% と予想される。

物価

国内卸売物価指数の 5 年間年平均騰落率は -0.2% と予測される。2003 年までは円安と想定していることから輸入物価は緩やかな上昇基調を辿るものの、国内需給の緩さが勝ることから国内卸売物価が前年比プラスに転じるのは 2004 年度以降と予測する。一方、消費者物価指数（生鮮食品除く総合・全国）の 5 年間年平均騰落率は 0.0% と予測する。消費者物価についても民間消費が比較的安定的なプラス成長となる 2003 年度後半以降から、ようやくプラスに転じるとみられる。

失業率

完全失業率は不良債権処理に伴う人員整理等の影響から 2002 年度までは上昇

を続け 5.5%となるが、2003 年度以降は緩やかながらも徐々に低下に転じるとみられる。ただし、本予測の最終年度である 2005 年度においても 4.8%と予測され、依然 90 年代半ば頃までの水準に比べ高い水準に留まろう。

国際収支

経常収支の 5 年間年平均成長率は-6.3%であり、2005 年度の対名目 GDP 比は 1.6%と予測される。足許の経常収支については、2001 年度は米国経済の景気鈍化を主因として輸出が急減していることから、対名目 GDP 比は 1.2%まで落ち込むことが予測される。その後は、米国経済の緩やかな回復が見込まれること等から 2002 年度以降は対名目 GDP 比で 1.5%前後の水準が続くとみられる。

IS バランス

家計部門（対家計民間非営利団体を含む）の IS バランスについては、2000 年度の対名目 GDP 比は 7.1%と推計されるが、2005 年度には同 2.7%まで下落すると予測される。これは、人口高齢化が徐々に進むことで家計部門の貯蓄率が低下することが主な要因である。法人部門（金融機関を含む）の IS バランスについては、2000 年度の対名目 GDP 比は 1.1%と推計されるが、2005 年度は 2.6%と予測される。従来法人部門は長らく投資超過で推移してきたが、2005 年度までは民間設備投資が緩やかに伸びていくことを主因に、貯蓄超過部門として機能することが見込まれる。一般政府部門については、2000 年度の対名目 GDP 比は-5.9%と推計されるが、2005 年度には-3.8%まで投資超過幅が縮小することが予測される。公需は実質ベースでは一貫してウェイトを低めていくものの、名目 GDP 成長率も低水準で推移していくことから投資超過幅の大幅な縮小は見込み難い。

財政収支

国の歳入における公債金収入（建設国債 + 特例国債）によって定義される財政赤字は 2001 年度補正後ベースで対名目 GDP 比-5.9%と見込まれるが、2005 年度には-5.9%と、ほぼ横這いで推移すると予測される。国債に係わる歳出入を除いたプライマリーバランスについては、2001 年度補正後ベースで対名目 GDP 比-2.8%と見込まれ、2005 年度には-2.2%まで縮小すると見込まれる。今後 5 年間で地方交付税交付をカットするといった歳出構造の変化がない限り、名目 GDP 低成長の下、財政面での黒字転換が難しい状況が続くと見込まれる。

(2) サブシナリオ1 - 楽観的ケース

サブシナリオ1における主な前提条件は以下の通りである。

- * 無担保コール翌日物金利は、2002年度以降0.5ずつ引き上げを想定した。すなわち消費者物価指数（生鮮食品除く総合・全国）の前年比がプラス成長に転じるのは2002年度頃と想定。
- * 円ドルレートは2002年までは緩やかな円安、2003年以降は円高を想定。
- * メインシナリオ同様、米国の実質GDP成長率は「L字型回復パターン」を想定し、2005年度までは2%台の緩やかな成長に留まると想定。

図表119 サブシナリオ1 - 楽観的ケースにおける主な外生値

	単位	2001	2002	2003	2004	2005
無担保コール翌日物金利	%	0.001	0.375	0.750	1.250	1.750
円ドルレート	円/ドル	115-130	120-135	115-130	100-115	100-115
原油価格	ドル/バレル	27.0	25.0	25.0	25.0	25.0
米国実質GDP	%	1.7	1.5	2.0	2.3	2.5

主な予測結果は以下の通りである。

実質GDP / 名目GDP

実質GDPの5年間年平均成長率は1.7%と予測される。2001年度のみ不良債権処理等の調整期間と位置付けられ、0.3%と低成長が見込まれるが、2002年度以降は1%以上の成長率を達成し、2005年度には潜在成長率以上の3.0%の成長を達成すると予測される。一方、名目GDPの5年間年平均成長率は1.8%と予測され、2005年度の成長率は4.0%と予測される。

物価

国内卸売物価指数の5年間年平均騰落率は0.0%と予測される。国内需給については、メインシナリオ程緩くはないものの、2003年以降は円高と想定していることから上昇率はゼロ%台に留まる。一方、消費者物価指数（生鮮食品除く総合・全国）の5年間年平均騰落率は0.2%と予測される。消費者物価については消費が回復に転じる2002年度以降から上昇基調に転じるとみられるものの、その上昇圧力自体は2005年度までは低く留まるとみられる。

失業率

完全失業率は不良債権処理等の影響から2002年度までは若干上昇し5.1%となるが、2003年度以降は再び4%台へと減少し、2005年度には4.0%と予測

される。

国際収支

経常収支の5年間年平均成長率は-4.3%であり、2005年度の対名目GDP比は1.7%と予測される。輸出入数量は2003年度以降共に増加基調に転じることが見込まれるものの、円高で推移すると見込まれることからその経常収支への影響は中立的に留まる。なお、円高の輸出数量へ与える影響はマイナスの伸びとなる2001年度からの反動ということもあり、軽微であると見込まれる。

ISバランス

家計部門（対家計民間非営利団体を含む）のISバランスについては、2005年度対名目GDP比4.0%まで下落すると予測される。家計部門の貯蓄率は低下傾向にあるものの、デフレータ面からの押し上げ効果があることからメインシナリオほどの下落となっていない。法人部門（金融機関を含む）のISバランスについては、2005年度は0.0%と予測される。民間設備投資が特に2003年度以降強含み推移に転じると見込まれることから、同年度以降は再び投資超過気味で推移するとみられる。一般政府部門については、2005年度には-2.5%まで投資超過幅が縮小するとみられるものの、貯蓄超過転換までには至らないとみられる。

財政収支

財政赤字は2005年度には-5.7%と、僅かながら縮小すると予測される。プライマリーバランスについては、2005年度には-2.0%まで縮小すると見込まれるが、メインシナリオ同様歳出入の構造変化がない限り黒字化は難しいとみられる。

(3) サブシナリオ2 - 悲観的ケース

サブシナリオ2における主な前提条件は以下の通りである。

- * 無担保コール翌日物金利は、2003年度までゼロ金利が続くと想定し、2005年度末においても0.50%と想定した。消費者物価指数（生鮮食品除く総合・全国）の前年比がプラス成長に転じるのは2004年度頃と想定。
- * 円ドルレートは2004年度までは円安が続き、2005年度にかけて若干円高と想定。
- * メインシナリオ同様、米国の実質GDP成長率は「L字型回復パターン」を想定。

図表120 サブシナリオ2 - 悲観的ケースにおける主な外生値

	単位	2001	2002	2003	2004	2005
無担保コール翌日物金利	%	0.001	0.001	0.001	0.125	0.375
円ドルレート	円/ドル	115-130	120-135	125-140	125-140	120-135
原油価格	ドル/バレル	27.0	25.0	25.0	25.0	25.0
米国実質GDP	%	1.7	1.5	2.0	2.3	2.5

主な予測結果は以下の通りである。

実質GDP / 名目GDP

実質GDPの5年間年平均成長率は0.5%と予測される。2001～2003年度にかけて、ゼロ%台の低成長となり、2005年度に至っても潜在成長率を下回る1.0%の成長に留まると予測される。一方、名目GDPの5年間年平均成長率は0.0%と予測され、2005年度の成長率は0.9%と依然名実逆転が続く姿が予測される。

物価

国内卸売物価指数の5年間年平均騰落率は-0.8%と予測される。国内需給が予測期間中常に緩く推移することから、国内卸売物価は前年比プラスに転じず、マイナス幅の縮小に留まる。一方、消費者物価指数（生鮮食品除く総合・全国）の5年間年平均騰落率は0.0%と予測され、横這い推移に留まる。

失業率

完全失業率は不良債権処理が長引くことなどから2002年度以降は5.5%を超える高水準で推移することが見込まれる。ピークは2002年度の5.8%であるが、その後も低下幅は小幅に留まり2005年度においても5.5%と予測される。

国際収支

経常収支の5年間年平均成長率は-3.3%であり、2005年度の対名目GDP比は2.0%と予測される。2004年度までは外需が弱いこと等から対名目GDP比で1%台が続くとみられるが、2005年度は円高から数量にあまり影響しない中で価格が低下することから貿易収支の黒字幅が若干拡大する。

IS バランス

家計部門(対家計民間非営利団体を含む)のISバランスについては、2005年度対名目GDP比4.7%まで下落すると予測される。これは名目消費が低レベルで推移することもあり、ISバランスの上では悪化がある程度抑えられるからである。法人部門(金融機関を含む)のISバランスについては、2005年度は1.8%と予測される。民間設備投資は一貫して推移することから現在の貯蓄超過状態が続くとみられる。一般政府部門については、2005年度には-4.8%と足許に比べて殆どISバランスの改善はみられないと予測される。

財政収支

財政赤字は2005年度には-6.5%と、引き続き高水準の赤字が続く。プライマリーバランスについても、2005年度には-2.6%とほぼ足許と同程度の水準に留まることが予測される。