

強力な金融緩和の効果は

川北英隆

京都大学大学院
経営管理研究部 教授

政

権が交代し、日銀に対する金融緩和と圧力が一気に高まった。これを受けて日銀は、二月三日の金融政策決定会合において「物価安定目標」と「期限を定めない資産買入れ方式」の導入を決定した。

この日銀の強力な金融緩和政策にはどの程度の効果があるのか。効果が発揮されるルートの基本は「期待」形成にある。とくに物価安定目標の導入は、二％という目標値の達成まで金融緩和が原則として続くとのシグナルであり、為替レートや株価に影響する。

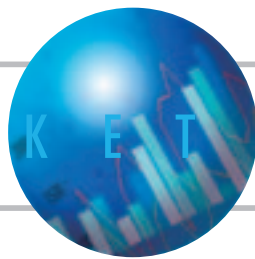
為替レートの変動は経済力や景気見通しの内外格差によって生じる。日銀が強力な金融緩和へと舵取りを迫られた事実は、日本経済の相対的な弱さの表明でもある。当然、円売り材料となる。

株価に対しては、「将来の利益を割り引いて企業価値を求める際の割引率が長期間、低位で推移する」との市場関係者の期待を強める。これが株式の買い材料となる。

これに対し、円安が企業業績にプラスに働き、株価を引き上げるとの評価もありえる。しかし、貿易収支の赤字が続いている現在、円安は必ずしも日本経済にとってプラスとは言えない。もともと現時点において、膨大な輸入額の電力会社が大幅な赤字に耐えながら経営している。これが他の上場企業の業績に対する防波堤となっているから、円安は株価にプラスである。

しかし、電力料金が上がれば、この防波堤の規模は縮小する。もう一つの期待は、企業行動に関するものである。日銀が潤沢な資金を長期間、きわめて低金利で流すわけだから、企業にとって投資行動を活発化させる余地が広がる。この結果、景気が拡大しうる。

ただし、これには条件がある。それは、企業側が十分な投資機会を有していることと、その投資機会を活かすための資金がこれまで不足していたとの条件である。潤沢な資金供給は資金不足を解消



マーケット・アイ

M A R K E T E Y E

し、投資機会を実現させる。では、この条件は整っているのか。

表は、企業の資金保有と調達の状況を示している。「現預金をはじめとする手元流動性の保有」「金融機関や社債などによる有利子負債残高」の二つについて、二〇〇七年九月末から二二年九月末までの五年間の増減倍率である。ここで二〇〇七年九月末とはサブプライムローン問題が表面化した直後であり、景気はピーク近辺にあった。

さて、表によれば、大企業、中堅企業は手元流動性を増やしつつ、有利子負債を減らしている。このことは、資金繰りの余裕と、有望な投資対象の欠如を示唆している。

一方、中小企業の資金繰りの余裕度はそれほどでもない。とはいえ「その他の有価証券」の保有が増加していることは、手元流動性の運用効率の向上を意図したものだと考えられる。つまり、資金繰りに切迫感はない。

以上から、金融緩和が企業行動を直接刺激するとは考え難い。企業行動が変化するとすれば、為替レートや株価の上昇を介してだろう。この意味で、強力な金融緩和が経済活動を活発化させたとしても、そのルートの健全度は高くない。

い。強力な金融緩和の導入に当たり、「金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し：問題が生じていないかどうかを確認していく」と、日銀が留保条件を付けたのには納得性がある。

●手元流動性と有利子負債の推移

(2007年9月末/2012年9月末、倍)

	手元流動性					有利子負債			
	合計	うち現金・預金	株式	公社債	その他の有価証券	合計	うち金融機関借入金(短期)	金融機関借入金(長期)	社債
大企業	1.31	1.29	1.04	1.48	1.90	1.16	1.12	1.20	1.08
中堅企業	1.11	1.21	0.55	0.89	1.14	0.86	0.91	0.95	0.69
中小企業	1.02	0.90	0.82	0.40	1.22	0.90	0.73	0.91	0.84

大企業：資本金10億円以上、中堅企業：資本金1億円～10億円未満、中小企業：資本金0.1億円～1億円未満
資料：法人企業統計