

経営者目線で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

米国FRB（連邦準備制度理事会。中央銀行である）が量的緩和の収束に向けて動き出した。欧州中央銀行も10月26日の理事会で2018年初からの量的緩和縮小開始を決めた。欧州中央銀行の決定内容を見ると、経済環境次第で緩和を続けることにしているが、デフレの懸念が解消し

連載
第33回

量的緩和収束の連鎖

つつあると考えられていることは確かであろう。

○米国では何が起きるか

量的緩和は2009年に米国が世界で初めて採用した、当時としては実験的な金融政策であった。その後日本やEUも実施しているのは周知の

とおりである。日米の量的緩和策の大きな違いは、とくに初期において、FRBが国債だけでなく住宅ローン債券も買い取っていたことである。米国の金融機関は住宅ローンを貸し付けると、債権を保有したままにせず、債券（つまり証券）として売り出し、資金を回収する。当時の米国の金

融危機は住宅のサブプライムローンに端を発するものだったので、中央銀行が住宅ローン債券を買い取るとは、住宅ローンに対する市場の不安を鎮静化する意味もあったといえるだろう。その意味では、米国の量的緩和は緊急避難的な性格を持っていたところが日本と大きく違う点である。もちろん、この債券をFRBが買うことによって

②米国の金利上昇
で、結果として起きるのは、まず、

③米国の株価下落

であろう。米国債の利率が上がれば、これに投資される資金が増える。そしてもちろん、投資資金は日本からもやってくる。何度か説明した「円キャリー」もあるだろう。日本円が米ドルに交換されるので、そこで起きるのは、

④ドル高円安

である。米国政府は先手を打って、「行き過ぎた操作的な円安」を監視すると表明している。操作的な円安とは、日銀の量的緩和策に他ならない。それでも円安が進行するなら、次に起きるのは、

⑤日米貿易摩擦

である。円安の監視表明は、貿易摩擦の前哨戦なのである。

さて、この貿易摩擦は、米国から日本への外交圧力をもたらす。日本は「操作的な円安」を解消せざるを得ない。つまり、求められているのは円安解消だが、その手段は、

⑥日本の量的緩和収束

⑦日本の長期金利上昇

である。具体的には、米国と同様に、国債の買い入れをやめて保有国債の減少を目指す。結果として長期金利が上昇するので、日米の金利差は縮小し、米国に向かう日本円が減少する。つまり、

⑧円高

である。これで貿易摩擦問題は沈静化する。ところで、日銀が量的緩和の収束にあたり、国債を買い入れるのをやめるのに加えて、ETF

（上場投資信託）の購入もやめると何が起きるか
といえは、

⑨日本株安

である。円高は外国人投資家の日本株売り誘うので、いわば二重に日本株は下げ要因を抱えることになる。

このような検討からわかるのは「米国が量的緩和の収束をはじめると、日本も追従せざるを得ない」という点である。そしてその直接的な影響は、金利上昇、円高、株安である。覚悟の必要な環境変化が起きることである。

○副作用は何か

直接的な影響だけでなく、副作用もありそうなので解説しておきたい。まず、「長期金利が上昇する」とは長期国債の価格が下がるということである。国債を大量に保有しているのは銀行である。日銀が国債を買い取った（400兆円である）ことによって、銀行が保有する国債は減少したのと思われるがそれでも多い。そして保有している国債の価格が下がると、銀行は国債の時価評価による損失を計上することになるだろう。自己資本比率も下がることになる。結果として地域金融機関の再編のテンポが上がる。

つぎに、金利上昇によって、企業の支払利息は増える。大企業であれば、前述した⑧の円高予想を背景として、外国で円建ての社債を低利で発行することもできるだろう。前回説明したとおり、為替レートの変動は債券金利の変動よりはるかに大きいので、今後円高になると投資家が考える

市中に現金が供給される点は、国債を買う場合と同じである。

量的緩和の収束はどのように進められようとしているのか。施策の第一は、国債の購入をやめることである。FRBが保有している国債は順次満期が来て償還される。つまり、国債を買ったお金が米国政府から戻ってくる。市中の現金が減るということである。逆に市中の国債は、FRBが買わなかった分だけ「だぶつく」ことになる。結果として国債の需給は緩和し、値段が下がる。つまり、長期金利が上がる。

第二の施策は、いわゆる「利上げ」、つまり、公定歩合を引き上げることである。この結果として、短期金利が上昇することが予想される。現在の世界全体の特徴は、低インフレと低金利である。これらの政策で、この特徴が変わるのかどうかは、やってみないとわからないのだが、少なくとも教科書的には、金利は上がる。米国は日本と違ってそこそこインフレなので、インフレ目標を必要としない。もしインフレが高進するようなら、利上げによってインフレの鎮静化がめざされることになる。つまり、いずれにせよ金利上昇である。ただし、利上げを必要とするようなインフレになるとは考えにくい。FRBは長期金利も短期についても、じつくりと上がっていくような施策をとることになるのだろう。

○日本は追従を求められる

さて、このように流れは、

①米国の量的緩和収束

なら、円建ての債券はたとえ金利がゼロでも買われることになる。とはいえ中堅以下の企業ではこのような方法を使えないので利払いが増える。収益は低下する。

第三に、前述⑨のように株価が下落基調になるとすると、上場会社は株価の維持上昇を目的として自社株買いをこれまで以上にすすめることになるだろう。この10年余り、企業の株式市場での資金調達率は、全体としてはマイナスになっている。つまり、株式市場は企業が資金を調達する場ではなく、「返す」場になっているということである。今後しばらく、この傾向がさらに進む。

成熟した大企業が自社株買いで資金を投資家に返し、新興企業が大量に資金調達するなら、それは現代的な意味では、株式市場の本来の姿だと言えるかもしれない。しかし残念ながら、日本は、資金調達する新興企業が少ない。結果として、株式市場はその本来的な役割を喪失しているのだ。

FRBのイエレン議長（日銀の総裁にあたる）は、量的緩和は「よい政策であった」と述べている。同感である。住宅ローン債券を買い取ることサブプライムローンに端を発する債券市場の不安を解消し、インフレ環境下で金利を下げた実質金利をゼロ近くまで下げて投資を促進し、株価は上昇した。日本であれば、金利が下がると定期預金にほとんど利子がかからないために高齢者がかわいそうだが、米国人は銀行預金よりむしろ株式を好むので、低金利・株高は個人にとってもメリットがあったといえるだろう。残るのは、日本の金融政策はこれよりよいのかという疑問である。