



労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第95回

低金利の終わり



むとう やすあき
武藤 泰明

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の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

日銀は12月20日に、超低金利政策を少し修正することを発表した。ざっくり言うと、0・25%を上限としていた長期金利を0・5%にする。

これまで日銀は利上げに否定的だった。黒田総裁の記者会見要旨が翌21日の朝刊に載っていたのを見てみると、「景気にはマイナスにならない」「量的緩和の出口戦略ではない」「国債は買い続ける」という趣旨の発言がされていて、要は、政策は変えていないというスタンスだが、市場関係者にとってはもちろんサプライズである。

これに伴い、株価は大きく下げた。日経平均は16日が2万7527円、23日は2万6235円である。私にとって意外だったのは、先進国の長期金利が軒並み上昇(国債価格は下落)したことである。日本は超低金利政策を続けていた唯一の国だったのだが、それがどうやら終わる。このことが、世界的な金融

引き締めの子兆と考えられているらしい。そして各国の国債が売られた。持ち続けられ値下がりするばかりだからである。

昨年の12月号で、当局と市場関係者との「対話」について説明した。米国は量的緩和の出口戦略(いわゆるテーパリング。中央銀行が保有米国債を徐々に放出する)や利上げについて当局が説明し、市場は意見を言い、結果としてある程度の合意に基づいて未来が共有される。「織り込み済み」と表現されたりする。これに対して日本は対話のないサプライズである。論語の「由(よ)らしむべし、知らしむべからず」と言えばよいだろうか。政策を変えていないから対話の必要もないということなのだろう。でも、対話を回避するために、政策を変えていないことにしたという論理、というより理屈もあるように思う。

念のために、右の論語は「国のリーダーは、人民を従わせることができるが、なぜそうし

なければならぬかを知らせる、理解させるのは難しい」が本来の意味である。しかし、日本語に読み下された過程で「リーダーは人民を従わせよ。知らせたり理解させたりする必要はない」に変わってしまったらしい。都合よく曲解されているということだ。知らせておくよければ、対話は成り立たない。

利上げの目的は円安の是正

日銀が利上げに踏み切ったのは、日米の金利差が拡大したからである。金利差は円安をもたらす。円安はエネルギーをはじめとする輸入の増加に直結し、GDPを下押しする。念のために説明すると、輸入物価上昇がすべて末端価格に転嫁されるなら、物価上昇と同じだけ消費額も増えるので名目GDPにはほとんど影響がない。今の日本はこの価格転嫁

が進んでいないので、欧米と比べてインフレ率は低い。景気が落ち込むという構図になっている。

つまり、問題は金利ではなくて為替レートである。ここまで日銀(と政府)は分かっている範囲では2回、大規模な為替介入を行って

表 日銀のバランスシート

		H31年 3月末	R2年 3月末	R3年 3月末	R4年 3月末	R4年 9月末
資産	国債	469	485	532	526	545
	ETF	24	29	35	36	36
	貸出	47	54	125	151	80
	資産計	557	604	714	736	685
負債	発行銀行券	107	109	116	119	120
	預金	421	447	549	589	527
	政府預金	17	12	36	13	21

る。つまり、円を買い、ドルを売るのが、「ドルを売る」の多くは、米国債を売ることである。しかしそれによって米国の金利は上がる。一方で米国はそろそろ利上げを減速させようとしているので政策協調に反する。日本の外貨準備も無尽蔵ではない。つまり、為替介入が難しいので、金利による調整を選ばざるを得なくなった。

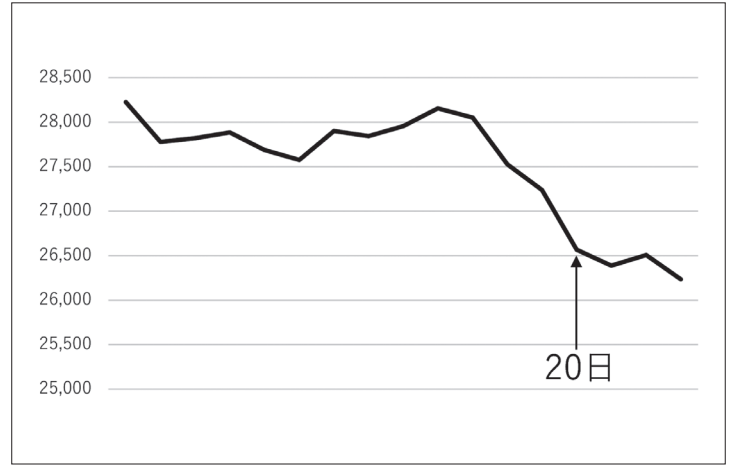
国債を買い続けるのはなぜか

気になるのは、前述の会見で、国債を買い続けることが明言されているという点である。目的は金利上昇を抑止することである。すでに発行済みの国債の2分の1を日銀が保有している。

でも、何度が指摘しているように、日銀が国債を買う時の原資は、民間銀行から日銀への預け金である。そしてこの預け金の原資の多くは銀行預金である。したがって、日銀への預け金が過大になると、銀行から企業への貸出資金が減少することになる。需給の原則に従えば、貸出金利は上がらざるを得ない。つまり、景気けん引のために低金利を実現しているにもかかわらず、貸出金利は上がる。政策は成功しないということである。

また、日銀が異次元緩和として国債を大量に買い始めた時は、目的は世の中にキャッシュを提供してインフレに誘導することだった。でも日銀の買い取り資金はすぐに底をついたので、銀行からの預け金で銀行が保有する国債を買う。銀行は受け取ったその代金を

図 12月1~23日の日経225推移



また日銀に預けるので、世の中のキャッシュは増えず、インフレにもならなかった。だから量的緩和の目標をインフレ誘導から低金利維持に変更したのである。低金利で景気を下支えするというのだ。

金利を下げて景気を刺激するというのは、一般的な方法である。しかし、金利をゼロにまで下げるとするのは、一般的ではなくて実験的である。低金利による景気刺激をこんなにも長く続けるというのも実験的である。量的緩和には、はじめのうちは米国というモデルがあったのだが、時とともに日本オリジナルの政策に変わっていったということだ。この実験は誰にも真似されない。孤高・異形の金融政策なのである。

さて、日銀への預け金で国債を買い取るという「ビジネスモデル」は、いずれ破綻することが分かっている。高齢化に伴い日本人の貯蓄が減少するからである。一方で、必ず拡大する社会保障関係費に加えて、防衛費も倍増である。つまり国債は増え続ける。これを少しでも食い止めるために、岸田首相は増税と言いだしたが自民党の国会議員は大臣を含め反対論者が多い。政府与党が増税に向けて一枚岩ではないので、野党や世論との間で対話が進まない。おそらく、対話にならないように気をつけて準備されているのだろう。対話がなければ未来は見えてこない。ゼロ金利の終わりは、終わりではない。みんな何かを始める、何かが始まるのではないということなのである。