



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110回

マイナス金利解除の「静寂」



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。

3月19日の日銀の政策決定会合で、マイナス金利解除が決まった。

具体的には、日銀当座預金(預金者は主に銀行である)の金利を0・1%とする。あわせて、銀行間の無担保コールレート(貸し借りの短期金利)が0・0・1%になるようにする。前回の利上げは2007年だったので、17年ぶりである。これで日本も「金利のある世界」に戻ったということになる。

教科書的に言えば、利上げによって日米の金利差は縮小する。これは円高(円安の是正)要因になる。あわせて、利上げは国債などの債券の投資収益を大きくするので、株から債券へ資金がシフトする。株安である。加えて、この項でも何回か解説しているように、円高になれば日本株のドル建ての価値が上がる(たとえば15000円の株は1ドル150円なら10ドルだが1000円なら15ドルになる)ので、投資家は売る。つまり利上げと円高で

株が売られやすくなる。

○ドラマはなかった
だからマイナス金利解除によって、円安が円高に反転し、株価が下落するという「世紀のドラマ」が見られるのではないかと少し期待していたのだが、実際の為替と株価は意外な動きをした(図)。すなわち、予想とは逆に円安が進んだ。そして株価も上昇基調になったのである。ドラマがなかったのではなく、逆に動いた。なぜなのだろう。

理由について常識的なことから説明を始めるなら、日銀は3月19日の政策決定会合の結果がサプライズにならないように気をつけていたはずだ。混乱(ドラマ)を避けるためである。具体的には、この会合でマイナス金利が解除されるだろうという観測が市場で形成され、解除は19日以前にすでに「織り込み済み」になるよう誘導していたと考えられる。

%という低金利は、緩和そのものなのである。ゼロ金利解除が緩和解除になっていないということだ。

そして第二に、あいかわらず先が見えない。黒田前総裁の時代には、いわゆる「サプライズ」が多かったように思うのだが、植田総裁になってからは、予見可能性が高まっている。だから少し先が見えやすくなったのだろう。しかし、米国の中央銀行であるFRBのパウエル議長は、年内に3回の利下げを行う予定であることを昨年から表明している。これと比べると、日銀は未来をわかりやすく伝えることをしていないと感じられるのである。



図 ゼロ金利解除前後の為替と株価の動き

○中央銀行の「進化」

おそらくFRBは、方針を市場に前広に伝えるというスタイルに「進化」したのだろうと思う。そしてこの進化は、いうなれば中央銀行の「環境適応行動」である。企業が環境に適応していくのと同じように、中央銀行も適応する。そして金融政策そのもの(金利をどうするか、市場から債券や株式を買集めるか等)と、これに付随する活動(予め利下げシナリオを提示する等)は、新しい環境変化に応じて、新しい、つまりこれまでの中央銀行がやったことのないものへと変わっているのだ。

ニューヨーク発の世界恐慌が1929年である。つまり、まだ100年も経っていない。そして第二次世界大戦が1939年(日本は1941年)から。つまり、中央銀行が戦争のない「平時」に、教科書的な政策を実施していったことは、実はおそらくあまりないのだろう。

そして現実が動いていくのだから、教科書も書き換えられなければならない。直近でいえば、サブプライムローン破綻(いわゆるリーマンショックは2008年9月である)に象徴される混乱を收拾するために、FRBは量的緩和を始めた。これは定石ではなくて実験的な金融政策である。日本は、似たような政策を唱えて追隨している。つまり、まず進化したのは米国の中央銀行である。そしてこの政策が実験的なものであるとい

たしかに、図を見ると3月10日あたりから円高株安になっている。織り込まれたとみてもよいのだが、それだけでは、19日以降に円安株高が続いたのを説明することができない。

おそらく市場関係者は、二つのことを感じていたのではないかと思われる。第一は、ゼロ金利解除は歴史的なできごとなのだが、0・1%という金利水準が低すぎるという問題である。

インフレ(消費者物価)の誘導目標は2%(2013年の政府と日銀の共同声明による)で、今回のゼロ金利解除の前提も、インフレが続くことについて見通しを持てたことが理由の一つになっている。インフレの実態・見通しと0・1%を比べると、0・1はあまりにも低い。そして植田総裁が当日の記者会見でも説明しているように、緩和基調が維持される。金利はゼロではなくなったが、0・1

う認識を、FRBは市場関係者と共有した。これも新しい。「どうなるかわからないがやってみるのだ」という方針に、了解を取り付けたのである。2013年からの日本の金融政策を、たとえば「異次元緩和」と当時の日銀は呼んでいたのだが、突き放した言い方をするなら、実は何か新しいことを始めたわけではない。例によって米国の後を追った。加えて言えば、インフレターゲットも当時のFRB議長(中央銀行総裁に相当)のバーナンキ氏による。テーパリング(量的緩和の段階的縮小)もこの人である。

さて、現時点でのFRBの「進化のしるし」は、前述のとおり、段階的な利下げの表明である。では日銀はどうしたかというと、当面緩和を維持すると表明した。これ自体はメッセージとしてとても分かりやすいのだが、でもでは今後のシナリオがここから読めるかと言うとできない。例によって日本的な「知らしむべからず」が顔をのぞかせているように思えてならないのだが、おそらく実はそうではなくて、決めていないのではないかと思う。決めていないから知らせることができない。また困ったことに、日本では「決めること」と「実行すること」は、セットになっていない。前述のインフレ目標2%は、決めてから8年以上放置され、ウクライナへのロシアの侵攻を契機とするエネルギー価格上昇で「結果オーライ」で達成された。今はよい。でも今後を考えるなら、金融政策を進化させるという発想が必要なのではないか。