



武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第120回

金利の「縛れ」と「壊れ」



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。

労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

日銀は本(2025)年1月24日の金融政策決定会合で、短期金利(無担保コール翌日物レート)を翌週明けの27日から0・5%に引き上げることを決めた。引き上げは昨年7月末(0・25%程度)以来で、17年ぶりの「高い」水準になった。もちろん、日本にとっては高い金利とはいえ、国際的には異様なほど低い。つまり、黒田総裁時代と変わらな。さらに言えば、実質金利という概念があって、「金利―インフレ率」で表される。たとえば現在の金利が0・5%でインフレ率が3%だとすると、実質金利はマイナス2・5%になる。これに対して、日本では長らく金利もインフレ率もゼロだったとすると、実質金利はゼロからゼロを引いてゼロである。つまり、ゼロ金利時代より今のほうが実質金利は低い。ということは、金融緩和がおわって「金利のある世界」になったわけではなく、政策はこれまで以上に緩和の方向へ進んでい

るということになる。植田総裁も緩和を続けるのだと言っている。辻褄はちゃんと合っているということだ。私たちは金利がプラスだったり、物価上昇が続く時代を忘れていて、今の現実を直感的に把握することが難しくなっているのだと思う。気になるのは、昨年ゼロ金利をやめたときも、あるいは今回17年ぶりの金利水準にする決まっても、何も起きないところである。ひよっとすると今の日銀は金利政策の立案と運用がとも上手で、影響が多方面に及ばないような最適解を選んでいるのかもしれない。しれない、というより、恐らくそうしようとしているのだと思う。でも、以前指摘したように、関係者が理解しやすくて、当局と対話しやすい政策が必要である。それに、日銀がみごとに将来を予見して政策を決めているかという点でもない。1月29日に、2014年7月から12月までの政

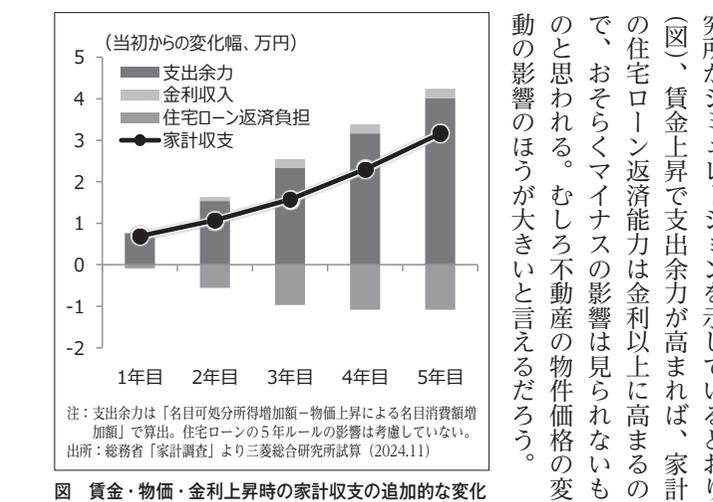
策決定会合の議事録が公開された。それによると、金融緩和がデフレ脱却につながらないので、同年10月の会合で追加緩和を決めている。現在の私たちは、そんなことをしてもインフレにはならないということその理由を知っている。日銀が思っているような未来にはならなかった。そしておそらく状況は現在も同じで、日銀の政策委員という「プロ中のプロ」が集まっても読み誤ることもある。念のために言えば、右の追加緩和は5対4で決定されている。意見は多様だったということだ。

つたのはそれではなくて、たとえばもつれた糸のどこかを引っ張ると、それにつれて意外なところが動き出すというところなのだと思う。つまり、ひとつの行為(政策)が、どこにどんな影響を与えるのか、よくわからない。また「こわれ」というものもある。電子などの量子は熱などの影響を受けやすく、量子もつれ(因果関係)が簡単に壊れてしまうことを指す。こんなことを意識しながら、現在の日本で、金利をめぐって起きている不思議な現象、あるいはこれまでの常識が通用しなくなっているところをいくつか示してみたい。

列挙するなら、需要超過(これが古典的なインフレ要因の一つである)、原価上昇(コストプッシュ型インフレ)、産業間の成長力格差、輸出、輸入、為替レートなどさまざまな要因があり、これらに対して利上げが万能薬のように機能することはない。たとえば現下の欧州と日本が直面しているのはコストプッシュインフレ、具体的にはエネルギー価格の上昇によるインフレなので、利上げによる対処は逆効果、すなわち経済は停滞して物価は高いままになることが懸念される。

⑤金利が上がれば円高になる？
現在の円安は、日米の金利差によるところが大きいというのが一般的な認識である。すなわち、米国の金利が高いので資金が米国(主に米国債)に向かう。私もそうだと思っているのだが、一方で、日本がゼロ金利・マイナス金利をやめて、次第に金利を上げ、一方で米国はこの一年余り利下げのタイミングを図っていることが間違いないにもかかわらず、円ドルレートは円安に向いたままである。この理由は明確で、日米の金利差が大きい限り、日本の金利が多少上がっても、資金は米国に向かい続ける。

①金利が上がれば株価が下がる？
金利が上がると、つまり預金金利が上がると、国債の利回りも上昇すると、預金や国債はリスクがないので、資金が株から預金や国債にシフトするというのが常識である。でも実際には、米国の株価は高金利のもとで上昇しているし、日本の株価も金利上昇を受けて下がったかというところになっていない。
②金利が上がれば投資が抑制される？
冒頭に述べたような実質金利がマイナスの状況では、多少利上げしても投資は抑制されない。
③金利が上がればインフレが抑止される？
現在でも、金利を上げればインフレを抑えられると考えられている。日銀のような中央銀行の本来の使命はインフレの抑止であり、その第一の手段は金利である。しかし、グローバル化が進んだ経済の下では、インフレ要因は多様である。教科書的に



○「常識の通用しない金利」から「常識の通用しない経済」へ
このように、金利をめぐる情勢は「もつれ」ている。すなわち、こんがらがった糸の一端を引っ張ると、どこが動くのか、予想がつきにくい。そしておそらく困ったことに、この「もつれ」は壊れやすくて、金利と何かの因果関係を見つけ出すことができて、その関係が続くという保証がない。黒田総裁時代の日銀は「異次元緩和」の語が示しているとおり、金融政策が常識的でなかった。これに対して私たちが現在直面しているのは、金利を操作しても、実体経済が常識(予見)どおりに動かないという現実である。だから日銀は「もつれ」の一端を少し引っ張っては様子を見ている。そんなことが、しばらく続くはずである。