

金融政策の転換 携らぐ低金利 企業・国民が持つべき意志

昨年末に日銀が公表した長期金利の実質利上げは、国内外に大きな波紋を呼んだ。今後起こりうる金利上昇のリスクとベネフィットを冷静に見極め、変化に適応することが重要だ。

現

在の日本銀行総裁は財務省出身の黒田東彦氏だが、その任期は2023年4月8日までだ。任期満了まで残りわずかとなり、内外のエコノミストや投資家を含め、「アベノミクス以降、現在まで継続してきた日本の大規模金融緩和がどこに向かうのか」に市場の関心が集まっている。この理由は3つある。

まず、第1の理由は「日本国内の物価上昇圧力の高まり」だ。コロナ禍後における世界経済の活動再開や、ロシアによるウクライナ侵攻で資源価格や小麦・大豆などの穀物価格が高騰し、昨年、米国や欧州連合（EU）を中心とした世界のインフレ抑制が大きな問題になっていた。米国ほどではないが、急激な円安や資源高の影響で日本もそれなりの

物価上昇になってきた。実際、今年1月に総務省が公表した消費者物価指数では、昨年12月の総合指数（CPI）は前年同月比4・0%の伸びとなり、生鮮食品を除く総合指数（コアCPI）も16カ月連続の上昇、前年同月比4・0%の高い伸びとなつた。このような高い伸びは、第二次石油危機の影響で高い伸びが継続していた1981年12月の4・0%増以来である。

「急激な円安にはブレーキがかかったので、もはや心配はない」という意見もあるが、先行きの為替水準の見通しは簡単ではない。確かに米国が利上げのスピードを落としたことで一時的に円高傾向が見られるが、円安の正体は米国と日本の金利差などにあるので、この差が埋まらない限り、長期的な円安トレンドは変わらないだろう。



総裁交代後の日銀は、わが国の金融政策を背負ってどこへ向かうのか



小黒一正
Kazumasa Oguro
法政大学経済学部 教授

1974年生まれ。専門は公共経済学。京都大学理学部卒業、一橋大学大学院経済学研究科博士課程修了（経済学博士）。財務省財務総合政策研究所主任研究官、一橋大学経済研究所准教授などを経て、2015年4月より現職。著書に『日本経済の再構築』（日本経済新聞出版社）など。



貿易収支の赤字も継続しており、何らかのショックで市場の期待が変化すれば、円安が加速する可能性もある。

その一例は、米国の景気動向だ。そもそも、米国の景気循環における後退期間の調整スピードは極めて短い。全米経済研究所（NBER）のデータによると、戦後の拡張期間の平均は約64カ月だが、後退期間の平均は約10カ月しかない。今後、米国のインフレ問題が鎮静化し、雇用面の調整もおおむね終了したタイミングが要注意だ。過去の平均的な姿では、早ければ調整が10カ月程度で終了する可能性があり、景気動向が本格的に上向き始めた場合、今年の後半中にも再度円安傾向に転じるシナリオもあるのではないか。

過度な金利抑制が招く 負のメカニズムとは

次に、第2の理由「イールドカーブ・コントロールの継び」である。2016年9月、日銀は長短金利の操作を行なう「イールドカーブ・コントロール」

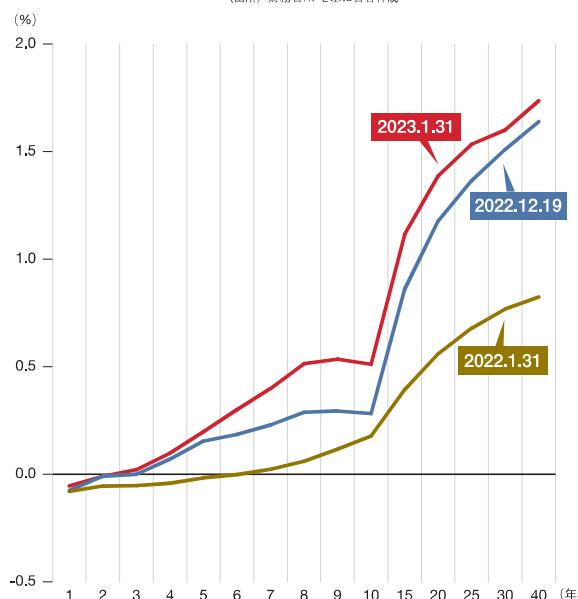
を導入した。いわゆる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の始まりだが、アベノミクスの目標の一つであるデフレ脱却を実現するため、インフレ率が安定的に2%を超えるまで拡張的な金融政策を継続する姿勢を崩していなかつた。

しかしながら、既にインフレ率は2%を超え、急激な円安や国内物価の上昇圧力が増す中、イールドカーブの歪みが顕著になってきた。イールドカーブとは「利回り曲線」とも呼ばれ、国債利回りと償還期間との関係を示すものをいう。通常のイールドカーブは右肩上がりの曲線となるが、物価上昇で金利上昇の圧力が増す中、市場メカニズムに逆らい、日銀が10年物の国債を大量に買い取り、長期金利を上限の0.

25%以下に留めようとしたため、利回り曲線が歪み、残存8~9年の国債利率回りが10年債を上回る状況となっていた（下図参照）。この歪みが継続すれば、いずれ市場機能が壊れ、適正な金利水準がさらに分からなくなる。

イールドカーブ（利回り曲線）の歪みが続ければ、市場機能による適正金利水準を見失う

（出所）財務省HPを基に著者作成



日銀の保有国債額が引き続き増加しているが、それは金融緩和の継続シグナルとしていることだ。

残念だが、「魔法の杖」は存在せず、决策は一つしかない。それは、金利水準の決定を徐々に市場メカニズムに委ねていくことだ。基本的には誰が日銀総裁になつても、金融政策の転換は少しずつの軌道修正しかできない。これは、いわゆる「金利の正常化」を徐々に時間をかけて行うこと

を意味するが、日米間の金利差拡大で円安の圧力が止まらず、CPIがデフレ脱却の数値目標である2%を超えた今、金融

このような状況の中、昨年末の金融政策決定会合で突如、日銀は金融政策の微修正を行い、従来は0・25%程度に誘導してきた長期金利の変動許容幅を0・5%に拡大する方針を示した。

日銀の国債保有額は一層増加する。この負のメカニズムを遮断するためには別の方策が必要であり、「さらなる金融政策転換の予兆」を感じさせる状況になつている。これが第3の理由だ。

では、何かよい解決策はあるのか。

残念だが、「魔法の杖」は存在せず、决策は一つしかない。それは、金利水準の決定を徐々に市場メカニズムに委ねていくことだ。基本的には誰が日銀総裁になつても、金融政策の転換は少しずつの軌道修正しかできない。これは、いわゆる「金利の正常化」を徐々に時間をかけて行うこと

緩和政策の転換が図られるのは自然な流れともいえる。

一方で、政策転換による国民生活への影響について住宅ローン利上げなどの負の側面がメディアで度々報道されるが、そのベネフィットについてはあまり語られない。例えば、当然ながら、家計部門全体でみればローンなどの負債よりも現預金などの資産の方が圧倒的に多い。日銀の「資金循環統計」(22年12月19日公表)によると、22年9月末での家計部門のローンなどの負債総額は375兆円だが、現預金や保有株式などの資産総額は2005兆円もある。このうち、現預金の総額は1100兆円にのぼるため、マクロ的に見れば金利が上がれば家計の金利収入は増えることになる。ローンとの差額で評価しても、金利1%の上昇で預金の利息収入はネットで年間6兆円以上も増える計算になる。金利抑制の継続は、このような収入の放棄を意味する。

反対に、国債発行に依存する日本財政にとって金利上昇は痛みを伴うが、長期的にみれば財政規律を高める動機付けにもなるだろう。さらに、景気動向に応じた金利の正常化は、適正な市場機能を取り戻し、企業の成長を促す

効果も期待できる。低金利時代は一見すると企業に恩恵があるようと思えるが、収益性の低い企業であっても経営が持続できることを意味する。

そもそも企業も産業も成熟化に伴い、収益率は低下するのが一般的だ。

収益率が低下して儲からなくなつた企業は、市場メカニズムの下で自然に退出する。これは産業も同様で、この新陳代謝の機能によって、資本や労働といった経済的な資源がより収益率の高い新たな企業や産業に移動する。

現在の日本が低成長に陥っているのは、この市場メカニズムが十分に機能していないからとしか思えない。では、市場メカニズムの根幹は何か。それは、市場がもたらす「規律」だろう。すな

わち、より少ないコストで質が高い財・サービスを供給する企業を競争で選別する一方、非効率な経営を行なう企業を淘汰する機能だ。このうち、最も強い規律を促すのは、株主や銀行などが資本の借り手である企業に要求する資本のリターンや金利である。

変化を嫌えば機を逸する ――日本経済に活力を取り戻せ――

一方、現在のようなゼロ金利の状況では、①よりも②のプロジェクトを実行する方が、経営者はリスクを取らず、より安全に収益を得ることができ、市場メカニズムで淘汰されるべき産業の新陳代謝も進まないことになる。今後の賃上げを後押しする日本企業の成長リスクと、それに見合ったリターンがあつてこそ得られる果実なのである。

一方で、現在の日本が低成長に陥っているのは、この市場メカニズムが十分に機能していないからとしか思えない。では、市場メカニズムの根幹は何か。それは、市場がもたらす「規律」だろう。すなわち、より少ないコストで質が高い財・サービスを供給する企業を競争で選別する一方、非効率な経営を行なう企業を淘汰する機能だ。このうち、最も強い規律を促すのは、株主や銀行などが資本の借り手である企業に要求する資本のリターンや金利である。

一般的に「リスクと期待リターン」は比例関係にあるから、高いリターンが見込めるのはリスクが高いプロジェクト(①)であり、低いリターンしか見込めないのはリスクが低いプロジェクト(②)である。バブル崩壊前のように一定の金利が存在する状況では、短金利操作付き量的・質的金融緩和により、日銀が長期金利を低位に誘導するしかない。

一方、現在の日本が低成長に陥っているのは、この市場メカニズムが十分に機能していないからとしか思えない。では、市場メカニズムの根幹は何か。それは、市場がもたらす「規律」だろう。すなわち、より少ないコストで質が高い財・サービスを供給する企業を競争で選別する一方、非効率な経営を行なう企業を淘汰する機能だ。このうち、最も強い規律を促すのは、株主や銀行などが資本の借り手である企業に要求する資本のリターンや金利である。

一般的に「リスクと期待リターン」は比例関係にあるから、高いリターンが見込めるのはリスクが高いプロジェクト(①)であり、低いリターンしか見込めないのはリスクが低いプロジェクト(②)である。バブル崩壊前のように一定の金利が存在する状況では、短金利操作付き量的・質的金融緩和により、日銀が長期金利を低位に誘導するしかない。