

# SMC金融・経済マーケットレポート

Reporter Your Financial Brain SMC 豊島 健治

## 「良い金利上昇、悪い金利上昇」

(わずかな金利上昇をめぐる)

金利上昇をめぐる議論が活発だ。前月中旬のゼロ金利解除を機に長期金利も上昇に転じたことが議論のもとになっているが、ゼロ金利解除後の長期金利の動きを表にすると下表の通りである。

	10年 新発国債	スワップ10年物
8月10日	1.73%	2.02%
8月21日	1.79%	2.08%
8月31日	1.95%	2.18%
9月6日	1.99%	2.27%

(8月10日はゼロ金利解除前)

「何だ。たった0.2%上がっただけじゃないか」という声が聞こえてきそうだが、未だ1カ月も経たない間の上昇であり、今後の長期金利の動向には十分注意を払う必要がある。特に「悪い金利上昇」に警戒が必要だ。

7、8年前のことになるか、野村総研のリチャード・クー氏が「良い円高、悪い円高」という本を書いてかなり売れた。彼の切れ味鋭い論理展開には私も一時魅せられて本を読んだり講演を聞きにいったものだが、それに倣って云えば金利上昇にも「良い金利上昇、悪い金利上昇」がある。これから続くであろう長期金利の上昇は良性のものであろうか、それとも悪性のものであろうか、それが今の議論の根底にある。

一般的に云えば、良性の金利上昇は景気回復に伴う金利上昇である。景気回復によって民間の資金需要が活発化する。資金需要が活発化すれば資金がタイトになる。タイトになれば需給関係で金利が上昇する。もちろん過熱すれば上昇に弾みがつくが、中央銀行が政策的に金利引上げを行ったりして過熱感を冷やしたりして調整する。だが一般的に緩やかな金利上昇が続く。企業の業績も好転しているから金利負担の増加はそれほど気にならない。良性の金利上昇はこうした構図を思い浮かべさせるが、要はかつての好景気時のイメージである。

これに対して悪性の金利上昇は、景気が一向に回復しない中での金利上昇である。もっと云えば、金利負担能力が回復しないまま金利上昇を迎えることである。

現在起こり始めたと見られる金利上昇は、果たしてどちらの金利上昇であろうか。これについて議論が分かれる所だが、今の段階ではどちらとも云えない状況のように見える。

最近「国債ナイフ・エッジ論」という短文を読んだ。日本が今、両側が絶壁の痩せた尾根(ナイフ・エッジ)を歩いているという説である。膨大に膨れ上がった政府債務(国の借金である国債)がたどる道の両側は崖であり、ナイフ・エッジとなっている。今迄バランス良くナイフ・エッジ上を歩いてきたが、景気が回復するにせよ停滞するにせよ、今後もバランスよく歩いて行ける保証は何処にもないという説である。「成る程そうかもしれない」と思って記憶に留めていた。

最悪のシナリオは、「景気停滞 税収不足 財政赤字拡大 政府債務膨張 国債格下げ 債券市場急落 長期金利急騰 利払い負担増加 更なる国債増発 一段の格下げ 国債暴落金利暴騰」というシナリオであるが、問題はそれが全く根拠のない空想ではないということである。止めど無く膨張する国債を誰が買うのか。貴方が私か、それとも外人か。確かにここ数年、国内の超過貯蓄が政府部門の赤字を補い金利上昇を抑えてきた。しかし、それがいつまでも続く保証は何処にもないと思わなければならない。

市場とは恐ろしい所である。昨日まで紳士然と鷹揚に振る舞ってきた投資家も、国債が信用出来ないと思うや真っ先に売りに出る。そこに愛国心や公共心などを期待するのは無理というものだ。

現在の長期金利上昇は、テクニカル的要因が大きいと見ている。既に兆円に近い債券含み損が生じている銀行が、損失の拡大を恐れて債券先物やオプションを使ってヘッジ売りを積重ねている。そのヘッジ行為が更に売り物と呼んで長期金利を上を持ち上げている。政府部門を除けば資金需要も弱いし、金融は緩和状態で資金は余っている。言わば弱気心理が金利を上げているのだ。

また今のところ、「悪い金利上昇」も想像段階で現実に見えるものではない。このまま景気の持続的拡大によって、ゆっくりとした「良い金利上昇」となることを期待したい。しかし「最善を望ながらも最悪を覚悟する」ことも必要だ。歴史を振り返って見れば、いつの時代も善意の人が馬鹿を見るのだから。