

金利が上げに転じる時 (金融緩和の帰り道)

ゼロ金利政策が導入されて何年になるだろうか。大分前のことなのでもうすっかり忘れてしまったが、私達の体の隅々までゼロ金利がすっかり染みついてしまっている。

日銀当座預金に金融機関が超過預金を置くようになってどの位経つだろうか。最初は5兆円程度だったが今では30兆を超えるお金が日銀当座に積上げられ、金融市場ではお金がジャブジャブに溢れかえっている。

バブル崩壊後の経済的困難を脱するために、日銀がかつて類例のない金融緩和策を採ったのは仕方ないことであった。金融恐慌一步前まで状況が悪化した時期もあったのだから、金利を下げるだけでなく量的緩和も極限まで進めたのは理解できる政策だった。

問題は、行く道があれば必ず帰り道もあるということだ。それは金融緩和策とは反対の「金利を戻す道」「量を減らす道」である。

昨年来、既に各種商品指数の上昇率は激しいものがある。それを受け、企業間取引価格も上昇傾向が鮮明となっている。未だ消費価格に転嫁しておらず末端ではデフレ状態にあるが、今や景気回復は雇用や設備投資の増加へと広がりを見せている。とすれば、政府日銀も内部では超金融緩和策の出口を模索し始めているものと見て間違いない。勿論、ソフトランディングを目論んでいるはずだが、経済は生き物でコントロール不能な側面を有している。帰り道は必ずかなりの痛みが伴うものとなる。「その時何が起こるか」私なりに考えてみたい。

先ず、日銀当座に積上げた30兆円を減らすために日銀は、市中からそれだけのお金を吸収することになる。吸収するには、日銀が保有している資産(国債等)を同額売却しなければならない。多分、国債を売ることになるが、その時短期金利と長期金利が跳ね上がる。これは仕方ない。もちろん、その前にゼロ金利解除を行って金利上昇の環境整備をしておくと思うが、問題はどこまでの上昇を許容するかである。

時間をかけて、徐々に金利を上げて行くのが理想だが、多分短期金利2%位迄は考えておいた方がいい。その時、市中にばらまかれていた現金紙幣も銀行を通じて日銀に舞い戻る。解りにくいかもしれないが、この時も日銀は更に資産(国債)を売却しなければならない。それが長期金利の上昇に拍車をかける。

長期金利は現在1.5%程度だが、多分4%程度までは許容範囲と考えているだろう。それ以上の上昇は必死で止めると思うが、長期金利4%は10年前までは日本でも当り前の水準であり、今でも世界を見渡せば4%以上の長期金利の国は珍しくない。つまりは普通の水準に戻すのだ。ところが、これが痛みを伴う。

一般に、長期金利が上昇すると長期で資金を運用する生保や年金は運用利回りが上昇するので喜ぶが、既に保有している債券の暴落が金融機関を苦しめる。期間10年の国債は1%の金利上昇で約10%値下がりする。日本全体で考えれば、4%迄の金利上昇で失われる債券価値は数十兆単位に達するだろう。しかし、これは一時的な損失でキャッシュ流失を伴うものではない。金利上昇や景気回復の恩恵で得られる毎年の利益拡大により吸収することになるが、金利上昇過程である程度の波乱は予想しておかなければならない。

公的部門も発行する国債・地方債の金利負担が大幅に増大する。税収増に期待するだけではならず、消費税を中心として増税路線が敷かれるだろう。公的部門は最後のリストラに突入する。

一方、家計は金融資産超過だから金利上昇は全体としてプラスに働く。しかし、金利変動型住宅ローン等を借りている個人は返済額急増でダメージを受けることになる。

さて、肝心の中小企業はどのような影響を受けるだろうか。当然ながら、過剰債務を解消できないでいる中小企業にとって金利上昇は厳しいものとなる。債務圧縮が急務だ。しかし、景気回復下の金利上昇は全体として需要増加・収益好転に結びつくのでプラスに働くだらう。ただ、スタグフレーションという言葉があるように不況下の金利上昇も起こりうる。願わくば、そのような「悪い金利上昇」が起こらず、「良い金利上昇」となって欲しいものだ。