

## 低金利が反転する時 (資産デフレと低金利)

90年代も残すところ4ヶ月あまりとなった。未だ総括するのは早すぎるが、日本の90年代は株価や地価の暴落に象徴される大「資産デフレ」の時代だった。90年前後に高値で資産を買入れた法人・個人にとっては惨澹たる時代だった。それは人々の心を暗くしたが、この資産デフレの時代に価値が急激に上昇した資産があったことは案外云われていない。それは国債である。

ちなみに手元にあるデータから債券先物価格の推移を時系列で転記してみる。

時点	価格	上昇率
91年3月末	96円07銭	-
93年3月末	108円51銭	12.9%
95年3月末	114円56銭	19.2%
97年3月末	125円92銭	31.1%
99年3月末	132円50銭	37.9%

債券先物市場は「期間10年、金利6.0%」という仮想国債を将来の日付で取引する市場で、取引参加者が多く取引量も厚いことからその価格は指標性を持っている。上昇率は91年3月末時点を100として計算したもののだが、表の通り8年間で37%も上昇している。

国債を保有乃至購入した人は、金利(クーポン)収入の他に大きなキャピタルゲインを得られた訳であるが、ここで重要なのは、最も信用力の高い国債のパフォーマンスが他の資産に勝ったという事実である。一般にリスクを取らなければリターンはないと云われるが、90年代の日本で発生したことは正にその逆で、リスクを避けた(!?)投資家(日本国債は最も保有リスクの低い資産と云われ信用リスクは殆どゼロ)が最も高いリターンを得たのである。そして、これを可能にしたのは偏に金利低下という現実である。

95年9月、公定歩合を緊急措置として0.5%に引下げて来月で早4年になる。緊急措置が緊急でなくなって常態化し、更には今春短期金利を実質ゼロに誘導する「おまけ」もついた。長期金利も昨年秋には世界経済史上類例の無い水準(1%以下)まで下がり、その後やや上昇したものの、現在の水準(2%以下)も近代経済史上異例の低水準にある。

何故現代の日本にこのような低金利状況が発生したのか、この低金利が意味するものは何なの

か、そしてこの低金利が何を齎しているのか、等などはとても興味深いテーマである。

私如きには良く解らないが、少なくともこの長期超低金利は恐るべき将来を抱え込んだように思えてならない。低金利が齎した現実は見方によって色々あるが、一般に長期運用機関(年金や生保)に打撃を与えた、国民の得べき利子所得がどこかに移転した、国債を保有した機関がそれで巨額の利益を手にした、本来存続出来ない不効率な企業体が温存された、国や自治体が野放図に借金を膨張させた、等が指摘されている。あらゆる主体を資金の出し手・資金の借り手に分別すれば、低金利は資金の借り手に優位に働いたのは紛れも無い事実である。だが、それは期間限定の優位であって、その優位性は必ず崩壊すると云わなければならない。

何故このような低金利状況になったかは単純ではない。金融政策の当然の帰結であろうか?常識的に云えば、我が国に有利な投資機会がなく資金需要が極端に冷え込んだことが低金利の主たる要因であるが、金融機関を先頭に何処もかしこもリスク過敏症に陥ってしまったと云うのが大方の実感ではないだろうか。とは云え、この低金利が骨の髄まで染み込んだ現状は危険な状況とも云える。

90年代資産デフレの時代は、金利低下の時代でもあった。それは、リスクの低い資産が最もリターンが高いというある意味で異常な世界の中でリスク感覚が麻痺した時代でもあった。私達はこのままずっと低金利が続くのではないか、いや続くだろう、続く筈だ、と云うような感覚に支配され始めているが、そんな時こそ市場は行着く所まで行っていると考えた方が自然だ。

90年代の資産デフレはそれ以前の資産インフレの避けられない結果であった。山高ければ谷深しの言葉通りとなった。90年代の超低金利は次の時代の金利上昇の避けられない原因となるだろうか?

ここで結論を出すのは馬鹿げているが、少なくともマグマは溜まっている。低金利時代が長引けば長引くほどマグマは大きくなる。それは当然のものど覚悟しておく必要がある。とすれば、企業経営者は今何をしなければならないか?答えは限られている。良く考え、そして実行する時が来ているのではないだろうか。