

## 時論

### マイナス金利の行方と待ち構えるリスク

マイナス金利が導入されてから1ヶ月強が経過した。この間、預金金利はゼロ近辺まで低下し、住宅ローン金利も引き下げられ、国債金利は長期ゾーンもマイナス領域に入り、一部の大企業では超低利の社債発行を検討し始めた。

しかし、企業部門では超低金利を好機と捉えた積極的な設備投資に動く気配は薄く、退職給付債務の増加(=企業収益の圧迫)が懸念されており、家計部門では「貯蓄から投資へ」ならぬ「貯蓄から現金へ」の志向が強まり、家庭用金庫の売れ行きが好調と聞く。金融機関はマイナス金利による減益圧力を緩和すべく、預貸両面における戦略見直しに着手するとともに、システム対応(応急措置としての手作業?)にも追われている。為替市場では円安方向への流れが強まるには至らず、株価の方向感もはっきりせず、MMFは運用停止に追い込まれた。

一般に、新たな政策の評価には年単位の時間を要するとは言え、現時点では日銀に想定や読みの甘さ、準備不足があったことは否めず、2%物価上昇に向けた道筋は依然として不透明であり、欧州の事例と比較しても日本のマイナス金利は成功裏にスタートしたとは言い難い。

今後のマイナス金利のシナリオ、並びにそのリスクや副作用をどう見ればよいのだろうか。

マイナス金利そのものは、少なくとも向こう2年間(黒田総裁の任期中)は継続し、その間マイナス幅も拡大し、打ち止め感はなかなか出てこない、という展開はかなりの確度で想定できる。それは、今後予想される内外環境は、海外にあっては「日本の金融緩和度合いの相対的低下」「有事の円買い」を想起させて円高要因が強まる可能性が高く、国内にあっては「為替円安→輸出企業を中心とした企業収益の増加→株価上昇→設備投資の持ち直し→求人増加・賃上げ→個人消費の回復・・・」といった内需の好循環が弱まり、インフレ期待も実際のインフレ率も高まらないためである。

米国経済の景気回復はしばらくは続くとは言え、利上げピッチは従前予想より緩慢なものとなり、時には景気回復の頓挫やFRBの利上げ打ち止め観測が台頭すると見られる。マイナス金利をいち早く導入したECBは、ドラギ総裁は更なるマイナス幅拡大に否定的見解を示したものの、資産買取の規模並びに対象の拡大など量的・質的緩和の強化に動くだろう。

中国経済は、過剰設備削減と国有企業改革の進捗ピッチに関らず、「景気減速・資本流出・人民元安圧力・外貨準備減少」の4点セットは、多少の振幅あっても不変であろう。このため新興国・資源国には景気下押し圧力がかかり続け、現在のブラジルのように双子の赤字、インフレ、構造改革の遅れなどの弱点を抱える国はより多くの困難に直面するだろう。「新興国成長神話」の復活は見込み難い。

かくして為替円高・景気後退・デフレを阻止すべく、マイナス金利は継続・強化され、金融機関は、クレジットリスク(信用力がやや低い分野への投融資等)、為替リスク(円投外債等)、デフレリスク(超長期債投資等)、流動性リスク(ファンド投資等)を、慎重に見極めつつも徐々に深くテイクしていくことを強いられるとともに、日米短期金利差に起因する外貨調達コストの上昇圧力も受け続けることになる。

一方、長期金利(10年国債利回り)の先行きは判然としない。

マイナス金利という金利政策、国債の大量買入れという量的緩和、適格担保の拡大・買入れ国債の残存期間長期化という質的緩和により、イールドカーブは一層フラット化し、長期金利は超低位もしくはマイナス領域で安定するという予定調和的な姿が、向こう2～3年のメインシナリオとして描き得る。

しかし、このメインシナリオは持続可能性という観点から見ると極めて心許ない。IMFや日本経済研究センターの推計によれば、日銀が新規発行額を大幅に上回る規模の長期国債を市場から買い続けることは、2017～2018年には限界を迎えると予測されている。

その頃には日銀の国債保有割合は現在の25%程度から格段に高まっているだろうが、長期金利は日銀による国債の高値(あるいは含み損覚悟の“腹切り”価格)買入れにより超低位～マイナス領域で安定推移しているのか。あるいは、市場流動性の低下により乱高下しているのか。それとも日銀の国債買入れ価格の切り上げにも限界観測が台頭し、民間投資家からは、国債は超低クーポンにして転売益も期待できない“ポンカス債”と見なされ、国債を購入・保有する動機が一気に失われ、長期金利は非連続的に急上昇(＝国債価格は急落)しているのか。

また、ひとたび急上昇した長期金利は、デュレーションを長期化させた日銀や民間金融機関の実態バランスシートの悪化、株価・不動産価格の下落等と相俟って、銀行危機・財政危機・急速な円安、ひいては経済危機というテールリスクシナリオを現実化させるのか。それとも大きく下落した国債価格に投資妙味を見出す投資家と日銀の買い支えにより、長期金利の急上昇は一時的なものに終わるのか。

どのシナリオを辿るのか、各シナリオの発生する蓋然性はどの程度なのか、現時点では予見し難い。

さらに、上記のいずれの展開においてもリスクファクターとなるのが日本国債の格下げであり、そのインパクトは従来の格下げ局面より大きなものとなる恐れがある。

日本のマイナス金利と(緩慢なものであっても)米国の利上げという組み合わせは、日米金利差の拡大を通じて日本の金融機関・企業の外貨調達コストを構造的に引き上げ、海外投融資の足かせとなるが、これに日本国債の格下げが加わると、コストと量の両面で困難の度合いが増し、日本経済のグローバル化対応という国策と逆行する動きとなる。また、格下げの時期が日銀の国債大量買入れの分岐点と見られる2017～2018年に重なると、上記のテールリスクシナリオ発生の蓋然性を高め、かつ早めるかもしれない。

このように考えると、来年4月の消費税率引き上げ見送りの声が出てきたことには危機感、違和感を禁じ得ない。

内外景気もたつく中での増税は景気の腰を折り、デフレに逆戻りするリスクがあるとの論はその通りだが、その影響は予見可能であり、対応なりマネージが可能なリスクであろう。しかし長期金利上昇は、その蓋然性も、その程度も期間も、それがもたらす影響と伝染も、上記のように予見困難であり、政策当局のコントローラビリティを超える恐れがある。

どちらのリスクを重く見るべきかは明らかであり、何よりも次世代(それもまだ生まれてもいない世代)にまでツケを回すのはもはや限界であろう。為政者たちの賢明な判断を待ちたい。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。