

時論

バブル、インフレ、「日本病」への懸念とその対処

わが国の長期金利(10年国債利回り)は、ついに一時0.5%を下回る水準にまで低下した。一方、消費者物価上昇率は、生鮮食品や消費税率引き上げ分を除いたコア部分で見ると、為替円安の物価押し上げ効果の一巡もあって、プラス幅はやや縮小気味ではあるが、1%台前半を維持している。

今後についても、労働力や資材の需給逼迫とインフレ期待の高まりを映じて、「2年で2%」という日銀の物価上昇目標には届かなくとも、比較的底堅く推移すると見られる。かくして、景気や物価との関係を見て、長期金利の異常な低さは一層際立ってきており、その持続性への疑問が高まりつつある。

長期金利の上昇は不可避と見るのが自然であろうが、物価上昇が「2%ワンタッチ」ではなく「安定的な2%上昇」となるにはまだ時間を要する。当分の間は現在の異次元緩和策が維持され、市場もそれを織り込んでいるので、大幅なリバウンドは考えにくい。

「安定的な2%上昇」が視野に入ってきた場合には、市場の先走りによる長期金利の急上昇→利払い費急増による財政危機→日本国債の格下げ→保有国債の評価損発生による銀行の資産劣化→貸し渋りによる信用収縮→急速な景気悪化—といった「負の連鎖」は回避しなければならない。このため日銀は国債買いオペを続け、現在の「出口戦略を語るのは時期尚早」という“リアルタイムガイダンス”に代わり、金利に関するフォワードガイダンスを強化し、長期金利の急上昇を食い止めようとするだろう。

さらに、「安定的な2%上昇」が実現した場合でも、上記の「負の連鎖」への警戒は怠れないため、日銀の出口政策(超緩和→緩和→引き締めへの政策スタンスのシフト)は小出しかつ時間をかけて行われるだろう。と言うより、それしか選択肢はないだろう。長期国債の売却はもちろん、国債の買いオペ額を急速に減らすことは長期金利急騰を招きかねないため、慎重に行われるだろう。満期償還による自然減を待つとなると6~7年の期間は要する。

200兆円に迫るであろう超過準備の前では、政策金利の引き上げは簡単ではないだろう。超過準備付金利の引き上げや大量の手形売却オペに走ると、日銀には巨額の利払い費が発生して経常赤字に陥り、現在4000~5000億円の国庫納付金はゼロとなり、財政収入に穴をあける。財政ばかりか中央銀行まで赤字となった国を、市場はどう評価するかというリスクも付きまとう。

結果として、政策金利の引き上げを複数の手段で何とかなし遂げ、長期金利の上昇を許容するとしても、ごく小幅なものに止まるのではないか。

この間、長期金利急騰のリスクをミニマイズする必須要件たる財政再建は、消費税率引き上げや景気回復によって税収は増えるものの、道半ばに止まると見るのが現実的であろう。社会保障関連費削減の困難さに加えて、2020年度プライマリーバランス黒字化の前提である2%成長の実現が供給制約の表面化によって怪しくなっており、供給制約を突破するための成長戦略も、その実現性や効果発現に要する時間を勘案すると当てにできないためである。

以上のように考えると、向こう3~4年については、政策金利はゼロ水準から明らかに離れるほどには

ならず、長期金利は乱高下する局面を伴いつつ、さすがに水準を切り上げていくものの、景気・物価・財政の実態に見合わない低水準が長期間持続するという事態が想定される。

異次元緩和策の出口が見つけられない状況、国債買いオペの続行やフォワードガイダンス、口先介入等で長期金利上昇を抑えつける、あるいは市場をなだめ続ける「金融抑圧」的状況が現出するという点でもある。

むしろ、これは持続可能性があるものではない。持続しなくなる時(それは「負の連鎖」が始まる時でもある)は市場の期待が一気に「もはや持続しない」に変わる時であろう。それが何をきっかけに起こるのか現時点では見通し難いが、「負の連鎖」を引き起こさないためには、少なくとも日本経済は次のような懸念を乗り越える必要がある。

第一は、バブル懸念である。景気実態から離れた低い長期金利や金融緩和の長期化はバブル発生の定番である。バブルはいずれは崩壊し、その際には巨額の財政支出が求められるため、日本の財政ひいては日本国債に対する信認が一気に失墜する懸念がある。

第二は、インフレ懸念である。「物価上昇 2%」目標は来春までは無理としても、潜在成長率の低下によって需給ギャップがすでにゼロ近辺であることを考えると、2～3 年後にはクリアする可能性が高まってきた。その際、景気や物価に適切なブレーキがかけられないと、インフレ率が 2%を超えて加速し、長期金利の上昇圧力は急速に高まる恐れがある。

第三は、スタグフレーション的な「日本病」に陥る懸念である。潜在成長率が上向かず、供給制約に起因した緩やかながらも悪いインフレが常態化する一方、税・社会保障負担は増加し続け、国民の生活水準がジワジワ低下する状況である。今でもやや過大と思えるアベノミクス第三の矢、さらには日本経済そのものや財政の再建可能性に対する期待が剥落しかねない。

これらの懸念は懸念で終わらせなければならない。そのためには、政府には財政再建や成長戦略の着実な実行が求められるのはもちろん、金融機関には、①緩和的な金融環境の下でも、投融资行動において過度なリスクテイクに走らない、②グローバル戦略の推進、ニューフロンティアの開拓、事業再編や M&A、アライアンスの組成など、企業の様々な成長戦略の遂行を、リスクをシェアしつつ後押し、日本経済の潜在成長率底上げに資する—という攻守両面に渡る取り組みが必要であろう。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)