

時論

マイナス金利の深掘は無用、不要

9月の金融政策決定会合において、市場に憶測と緊張を与え続けた日銀の「総括的な検証」が明らかになり、新たな政策の枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が打ち出された。国債購入は柔軟な運営を可能とする一方、長期金利の0%誘導を図り、物価目標の表現を「2%を超えるまで」と「オーバーシュートコミットメント」とする一などが柱であり、「金融政策の軸足を量から金利に移し、持久戦・長期戦の構えをとった」として、肯定的に評価する向きが多いようである。

表面上はその通りだが、私見では、基本的な政策思想を何ら変えることなく、中央銀行による価格操作という本来、やるべきではない手法を加え、異次元金融緩和策の正当化と延命を図ったもの一と解したい。すなわち、①国債大量購入は早晩、限界に達し、強制的にテーパリングが起る可能性が高まる中で、②それが、金融緩和の限界観測や長期金利上昇を招かないように、長期金利0%キャップという官製相場を作り出し、③0%前後まで長期金利が上昇しても、緩和スタンスの後退と受け止められないように「オーバーシュートコミットメント」を今から打ち出し、④長期金利上昇(=イールドカーブのステイプ化)を許容したのは金融仲介機能への配慮との理屈が付くようにする一というものであろう。

日銀が、今回の「検証」と政策見直しに追い込まれたのは、言うまでもなく、日銀のコミットメントにもかかわらず予想物価上昇率は高まらず、2%物価目標の達成の目途が立っていないためである。

私見では、この事象の本質はシンプルなものだと考える。すなわち、「潜在成長率も期待成長率も国際競争力も高まらない中では、金融緩和やコミットメントを強化しても、予想物価上昇率の引き上げは困難である」ということであり、同時に「金融緩和やコミットメントを強化するだけでは、潜在成長率・期待成長率・国際競争力を引き上げることはできない」ということであり、「自然利子率の低下に応じて名目金利を引き下げても、政策効果は極めて限られる」ということでもある。曲がりなりにもデフレから脱却できたのも、潜在成長率が高まらず、労働供給制約による賃金上昇に起因する部分が大きいと考えられる。

こうした見立ては、①日銀や政府の推計による日本の潜在成長率は依然として1%未満に止まっている、②内閣府によると、企業の期待成長率はほとんど高まっておらず、異次元金融緩和策実施後の実質成長率も年率+0.4%に止まっている、③異次元金融緩和策による為替円安の下でも、輸出数量はほとんど伸びていない、④超低水準の名目・実質金利の下でも、設備投資の増勢は極めて緩やかである、⑤有効求人倍率の水準から見て、賃金の増加は内需の好循環ばかりでなく、労働力需給の逼迫によってもたらされた面が強い一といったことから推論される。

潜在成長率も期待成長率も国際競争力も高まっていないということは、人口減少と高齢化の同時進行、新興国の台頭によるグローバル競争の激化一という潮流に対応した制度・慣行・法制・税制等の改革が遅れているということである。これに対応する政策割当は構造・規制・税財政改革や産業政策であり、政府側にある。金融政策は緩和環境を醸成し、諸改革を側面支援することしかできない。

異次元金融緩和策が成し遂げたのは、為替円安・株高を起点とし、企業収益が輸出企業を中心に回復し、構造問題が解決できない中であつても景気を好転させた一ということであり、これはこれで功があつたと言えるが、それ以上は望むべくもないものである。こうした意味において、異次元金融緩和策は「短

期決戦・景気対策」戦略であり、構造・規制・税財政改革といった「長期構造戦」は政府に任せ、その実行を強く求め、金融緩和への過度な依存・しわ寄せを回避すべきであった。

それにも関わらず、金融緩和は長期化・強化され、2%数値目標にこだわり続けて「長期構造戦」にも足を踏み入れ、量的緩和拡充に加えてマイナス金利策まで導入し、国債金利はマイナス領域に入った。

このことは、次のようなリスク・副作用・懸念を惹起し、膨らませることとなった。すなわち、①日銀の国債大量購入は、間もなく物理的限界を迎えるのではないかと、②利ザヤ縮小によって金融機関の収益が圧迫され、金融仲介機能が低下するのではないかと、③実質的な財政ファイナンスが進行しているのではないかと、日本国債の信用も失墜するのではないかと、④出口政策はどうするのか、日銀に代わる国債の買い手が不在となるのではないかと、⑤以上のことが市場で意識されると、国債金利は急騰するのではないかと、⑥それによって金融機関はもちろん日銀の財務も大きく傷み、財政事情も国債利払い費の急増により一段と悪化するのではないかとといった諸点である。今回の「検証」は、こうしたリスク・副作用・懸念に正面から向かい合い、答えるものとはなっていない。

筆者がとりわけ懸念しているのは(これも「検証」では触れられていないが)、金利体系全体に強い低下圧力がかかり続けた結果、今や大半の市場で適正金利発見機能が失われ、資金調達・運用者、市場関係者のクレジットリスク感覚がマヒし、投融資規律が弛緩しているのではないかと、ということである。

最も顕著に表れているのが政府部門であることは言うまでもない。消費税率引き上げを先送りしながら、足元の国債金利の超低水準を当然視し、来年度予算概算要求が100兆円を超えるといった事態には、懸念というより戦慄を覚える。このほか、リスクを反映しない極端に低い貸出・社債金利の常態化、一部の不動産市場におけるキャップレートの低下、企業買収案件における過大なのれん代、「政府の資金調達コストは低水準で安定的」として日本国債を「安定的」と判定する格付機関等々、事例には事欠かない。

こうしたクレジット規律の弛緩は、過大負債を抱えた債務者、過大なリスクをテイクした債権者、ファンダメンタルズからかけ離れた価格形成(バブル)を生み、これらはいずれは強い調整圧力を受け、大きな禍根を残す。こうした潜在的リスクが顕在化する蓋然性、顕在化した時のマグニチュードは、金融緩和が継続・強化される中で高まってきたことは間違いなく、このことは、金融緩和をさらに強化して得られるベネフィットと比較衡量する性質のものではなからう。

これまでの異次元金融緩和策を振り返ると、国債発行に歯止めがかからない中での大量国債購入、その規模拡大と買入れ平均残存年限の長期化、リスク・リターンバランスを失調せしめるマイナス金利など、「金融政策に限界はない」との思想の下、超えてはならない一線を超えることの連続だったのでないか。今回もまた、「長期金利水準をコントロールする」という一線を越えた策を加えるのであろうか。

現在並びに今後の金融政策に必要なことは、もはや金融緩和をさらに強化することではなく、政府に構造・規制・税財政改革の加速を強く迫ることであろう。そのことが、潜在成長率・期待成長率・国際競争力の向上につながり、予想物価上昇率を上向かせ、金融緩和の政策効果を強め、これまでの金融緩和によって膨らんだリスク・副作用を抑えることにもつながる。

マイナス金利深掘も、国債購入の拡大も、今や無用、不要であろう。

(フェロー役員 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。