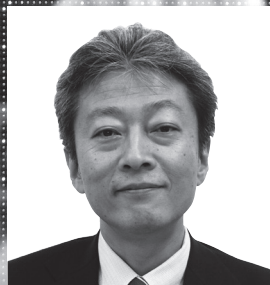


経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年 東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

日銀が2013年4月から始めた大規模な量的緩和によって、物価はみごとに上昇した。大成功である。その後、原油価格が大幅に下落したことで、物価上昇はやや足踏み状態だが、仕方ないといえは仕方ない。ともあれ少なくとも、何とかデフレからは脱却することができた模様である。

少ないと、物価が上がる。そうすると、企業は供給を増やすために投資する。設備や店舗を増やす。そのための資金需要が強まるので、銀行は貸出金利を上げることができる。

もし、企業の資金需要が強すぎる、つまり投資が多すぎると判断すると、日銀は民間銀行に對

連載 第3回

インフレでも金利が上がらない理由

ところで、経済学の教科書的なことを言うなら、物価が上がれば金利も上昇するはずである。しかし実際には、金利はむしろ下がっている。今回は、この違和感のある事実に着目してみたい。教科書的には、「物価上昇は、需要が強いことの結果である」という原理から出発することになる。財やサービスに対する需要があっても供給が

する貸出金利、つまり公定歩合を引き上げる。そうすると、銀行は企業への貸出金利を上げないと、もともとなくなる。この金利が上がると、投資のためにお金を借りようという企業が減少し、景気の過熱が回避される。そんな仕組みになっているはずなのだが、現在は、物価が上がっても金利が上がらない。

実際に日銀がどれくらい国債を買っているのかをみたものが表1である。2014年10月の計画では、同年末には長期国債200兆円程度を保有する見通しであったが、これは発行残高の4分

の1にのぼる。その後も発行残高の増加より速いペースで買われているはずである。だから金利は上がらない。

表1 日銀のバランスシート見通し (兆円)

	2013 年末実績	2014 年末見通し
長期国債	142	200
CP等	2.2	2.2
社債等	3.2	3.2
ETF	2.5	3.8
J-REIT	0.14	0.18
資産計	224	297

資料：日銀2014.10.31
注：資産計にはその他を含む

○低金利で誰がトクするのか

この低金利でトクするのは誰で困るのは誰か。一番困るのは年金生活者だろう。物価が上がるのに金融資産が増えないからだ。逆に、住宅ローン

を借りようという現役世代にはプラスになる。もつとトクをするのは国の財政である。低金利だと、国債の利払いが少なくて済む。

逆に公的年金は運用が難しくなる。日本の公的年金は年金積立金管理運用独立行政法人（略称GPIF）が運用しているが、GPIFは20

表2 GPIFのポートフォリオの変更(2014年10月)

運用資産	構成比の変更
国内債券	60%→35%
国内株	12%→25%
外国株	12%→25%
外国債券	11%→15%
オルタナティブ投資	→5%を上限

GPIFは世界最大の機関投資家で、運用資産は130兆円ある。したがって、国内債券の保有割合を60%から35%に引き下げること

は、差分の25%、つまり30兆円分の国債を市場に放出することを意味している。日銀は国債を買い、GPIFは売る。政府機関がそれぞれの論理で正反対の行動をとっているという点でもある。GPIFは国債を売って株を買う。国内株については16兆円程度の買い増しになる。東証1部

の株式時価総額は約550兆円なので、その3%弱を買うことになる。株価が支えられるということである。

もし長期金利が上がると、つまり発行される国債の利率が上がると、過去に発行された国債（既発債）を売ろうというとき、利率も上げざるを得なくなる。そうしないと、新規に発行される高利率の国債に負けてしまうからである。したがって、既発債の評価額が低下する。これで困るのは銀行など、大量に国債を保有している金融機関である。つまり、金利が上がると貸出金利を上げられるので銀行にはプラスになるように思えるのだが、実はそうでもないということである。

銀行以外の一般企業はどうかという点、低金利なら投資しやすいから一応プラスである。ただしこの低金利は円安とセットになっているので、外貨建ての海外投資にはむしろ逆風であろう。よいことばかりではない。

○金利は上がらない

さて、もし今後円安が修正されると、つまり円高になると株安である。この場合、機関投資家は株式投資を減らして国債を買おうとする。国債の需要が高まれば、金利は下がったままである。つまり、現在の日本はいずれにせよ低金利が続く。また円高で低金利なら海外投資のための資金調達は有利になる。しかしこの円高・低金利は株安とセットになっている。日本企業にとって事業投資しやすい環境というのは、なかなかやってこないということなのだろう。

○日銀が国債を買ったと金利が下がる

この理由は、日本の量的緩和が、日銀が国債を買い取ることによって行われているためであるとい