



最近の日本は「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」のどちらなのか

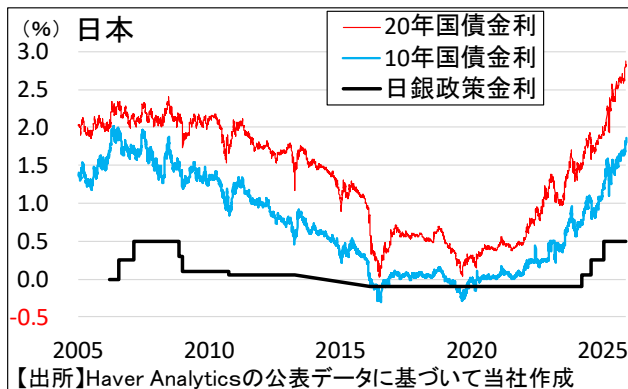
運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

日本の長期金利が上昇傾向にある。この金利上昇を巡り、「良い金利上昇」であり何ら問題はなく放置すれば良いという見方と、「悪い金利上昇」であり何らかの対応を実施すべきだという2つの見方が対立している。

「良い金利上昇」説の主な根拠は、景気の回復を背景としていること、実質金利が依然としてマイナスであること、財政状況の改善を意味するドーマー条件(名目 GDP 成長率>金利水準)を満たしていることなどである。この主張は、安倍第二次政権の時代にリフレ派だった人々、高市政権が新設した日本成長戦略会議のメンバー、株式市場関係者に多い。一方、「悪い金利上昇」説の根拠は、金利の上昇テンポが速すぎる、金利の上昇は円高要因にもかかわらず円安が進行していること、新興国の通貨危機のように円安が止まらなければ円安阻止のための利上げに追い込まれるリスクが高まることなどだ。この主張は、成長戦略に懐疑的な債券市場関係者や為替市場関係者に多い。株式市場関係者と債券・為替市場関係者で見方が対立することは決して珍しいことでない。むしろ良くあることだ。

筆者は、足元の金利の上昇は依然として良い金利の上昇にとどまっていると考え。しかし、この状態を放置すると悪い金利の上昇に転ずる可能性が高く、最近はそのリスクの逼迫感が増してきたとみる。以下がその根拠である。

第一に、ドーマー条件を日本が満たさなくなるリスクが見えてきた。下図の通り、足元の国内20年国債金利は約2.9%だ。一方、同10年国債金利は1.9%だ。金利裁定の原理から、10年後の10年国債金利は単純計算で3.9%になる($2.9 \times 20 = 1.9 \times 10 + 3.9 \times 10$)。これは潜在成長率を1.0%、インフレ率を2.5%と高めに設定してもドーマー条件を満たさない($3.9\% > 1.0 + 2.5 = 3.5$)。これは、日本の財政赤字が発散し財政破綻のリスクが高まることを意味する。さらに、日本の金融市場では、デフレに逆戻りするという適合的な期待が織り込まれており、金利は本来あるべき水準よりも低い可能性が高い。適合的な期待は合理的な期待とは対照的な概念と考えられている。日本の物価が上がらない原因を、過去の実体験を将来の延長とみなす人間の習性を説明するために日銀が使った概念だ。



第二に円安だ。当局が為替介入を行っても、円安が抑制されるかは微妙な情勢だ。神田前財務官の時代に実施された円買い介入でも、円安阻止の効果は長期的には持続しなかった。2022 年は9~10 月にかけて145~151 円の水準で約9兆円を投入し、2024 年は4~7 月にかけて157~161 円の水準で約15兆円を投じて介入した。それでも、国際的には非常識な対応とされる介入実施に向け、当局は時間をかけて周到な準備を行っていた。この舞台裏については、後に神田前財務官がメディアで明らかにしている。足元のドル円相場は155円前後で、既に為替介入以外の手段で円安を抑える必要性が高まっている可能性がある。その代表的な手法は利上げだ。通貨安を抑えるために利上げに追い込まれる状況は、新興国型の通貨危機に類似し、先進国ではほぼ前例がない。

第三に、民間経済部門の金利上昇への備えだ。金利の上昇は、債権者と債務者の間で所得の移転をもたらす。昨今の不動産価格の上昇で、年収の10倍を超えるような住宅ローンを組む事例が散見される。ゆっくりとしたペースの利上げなら債務者も準備ができるだろうが、そうでない場合への備えがある程度は必要だろう。

優れた集団的意思決定のためには多様性が重要であり、高市政権の経済政策に多大な影響を与える組織をリフレ派一辺倒で固めることには、リスクがあることを認識すべきだろう。(脱稿 12 月 4 日)。

以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認ください。