

# 薄れる「長期金利0%」の意義

伊藤元重 学習院大学国際社会科学部教授



トランプ次期米大統領の誕生は脱デフレをめざす日本にとって好機だ。財政拡張と金融引き締めはいずれも円安要因で、日本経済を刺激する。米金利上昇が続く中、長期金利を0%近辺に維持する日銀の政策が試される。理論上は極端な円安想定となるが、はたしてトランプ政権が許容するか。

米国のトランプ政権への移行で、日本にとって、マクロ経済政策の環境が大きく変化しつつある。まだ政権がスタートしていないので、今後の展開の予想は難しいものの、当面は長期金利高、円安、株高が進んでいくとみる人が多い。こうした背景にはトランプ政権下で財政拡張と金融引き締めが進むとの見方がある。財政政策については共和党がかねて主張する大幅な減税が予想されるし、歳出面でもトランプ氏はインフラ投資や防衛分野で歳出の大幅な拡大を示唆している。

政府がこうした積極的な財政支出を進めていけばインフレ抑制という意味でも、米連邦準備理事会(FRB)は金利引き上げを進めていかざるをえない。市場はそう予想して、米国の長期金利も上昇しているのだ。

デフレ脱却を目指す日本にとって、これは好機である。マンデル＝フレミング理論を持ち出すまでもないことだが、米国の財政刺激は円安要因、米国の金融引き締めも円安要因ということで、いずれも日本経済を刺激する要因として働くからだ。円高傾向と長期金利の低下の中でデフレ脱却に苦しんできた日本にとっては、大きな潮目の変化である。

だが、こうした環境の変化で、日本の金融政策は新たな課題に直面することにもなる。先日シンガポールで現地の金融関係者と雑談した時、次のような面白い質問が投げかけられた。「米国の長期金利が6%ぐらいになった時、日本の長期金利はどうなのだろうか」というものだ。6%というのは現状の金利水準を考えれば高すぎるが、問題を大胆に捉える意味ではよいかもしれない。常識的に考えれば米国の金利がこれほど高いとき、日本銀行が長期金利を0%近傍に維持するのは難しいように思える。日銀がイールドカーブ・コントロールを打ち出したとき、本当に長期金利を政策でコントロールできるのかという疑問を持った人は多かったが、米国の長期金利上昇

でその疑問が再度浮上している。

日米の長期金利がどの程度の乖離(かいり)幅を維持できるのかという点については、経済理論で明快な分析ができるわけではない。ただ、故ドーンブッシュ教授による為替レートのオーバーシュート理論が参考になる。例えば、日米の10年物の金利で2%の乖離があったとしてみよう。ドル建て債券と円建て債券の事後的な利回りが等しくなるためには金利差の2%を埋めるように、ドルが年率で2%ドル安に動いていけばよい。10年間2%の金利差が続くとすれば、10年間でドルは毎年2%ずつ下がり続けなくてはならない。それを実現するには足元でドルは20%ほど高くなる必要がある。

具体的な数値を用いて説明しよう。例えば長期的な均衡レートを100円とした時、足元で10年物金利に2%の乖離が生じれば円ドルレートはおおよそ120円あたりまでオーバーシュートで円安になり、そこから毎年2%ずつドル安が続き、10年後に100という均衡水準に届くという計算となる。

この理論のメッセージは、日米の金利差が大きいほど、そしてその乖離の期間が長く続くと予想されるほど、その金利差を維持するために、ドルは足元で大きく円安(ドル高)に動く必要があるということだ。2%、10年で約20%の円安といったが、6%で10年ということになると、60%以上という非現実的な円安ということになる。

単純な理論が複雑な現実をどこまで説明するか分からないが、この議論は重要なメッセージを投げかけている。米国の金利が高くなるほどゼロ金利を維持するためには、それに見合った大幅な円安を想定する必要があるということだ。低い長期金利と超円安はデフレ脱却にとっては好都合ではあるが、そうした超円安をトランプ政権が容認するかどうかは分からない。そうした動きが為替市場や金利への市場圧力となることもあるだろう。

日本にとっても、長期金利をゼロ近傍に維持することが必要というわけではない。インフレ率が上昇していくという予想が広がれば、長期金利が上昇していくのは自然な姿でもある。長期金利が上昇していくのは見方によっては、デフレからの脱却に成功しつつあるという市場の評価を映した面もあるのだ。そうは言っても、昨年9月に導入したイールドカーブのコントロールと長期金利の0%目標をすぐに撤回するというわけにもいかないだろう。米国の長期金利や為替レートの動きについても、今後のトランプ政権の動きいかんによっては、流れに変化が出ることもありうる。

いずれにしろ、今後の米国の長期金利と円レートの動きが、金融政策を考える上で重要なカギとなる。その流れによっては、日本の長期金利上昇を容認することになるだろう。

いとう・もとしげ 1974年(昭和49年)東大経卒。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター一大大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究科教授も兼務。同4月から学習院大国際社会科学部教授。2013年から経済財政諮問会議の民間議員も務める。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身、65歳。