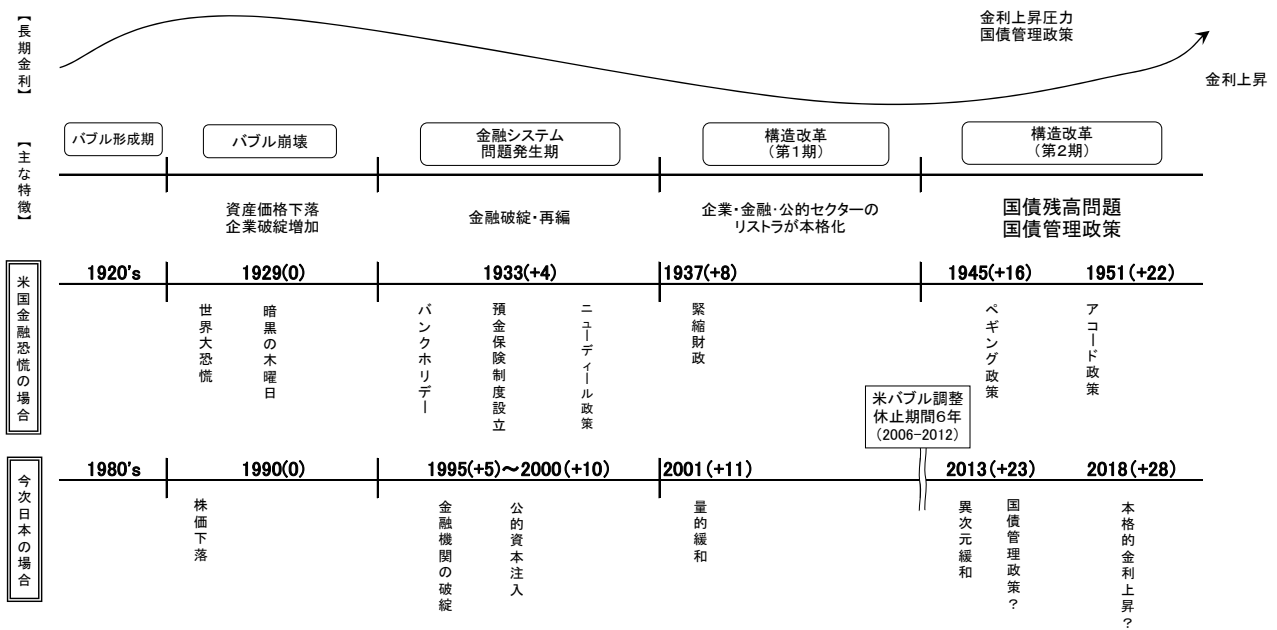


国債市場は麻酔状態かモルヒネか、その間に手術はできるか

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

下記の図表は今から12年前の拙著『国債暴落』¹⁾、および2013年の拙著『国債暴落－日本は生き残れるのか』²⁾において用いてきたストーリーラインを示す。米国の大恐慌後(1929年)の道筋と日本のバブル崩壊(1990年)の起点を合わせて時間軸を描いた概念図である。2013年4月の異次元の金融緩和を機に、日本は既に米国の大恐慌後の1940年代にあったような「ペギング(釘付け)」状態に入るとの問題意識を³⁾この2年余り抱いてきた。日本の債券市場は、中央銀行による「官制相場」で市場機能がまるで麻酔をかけられた状態のようにになっている。

■ 図表: アメリカの大恐慌と1990年以降の日本の調整の比較



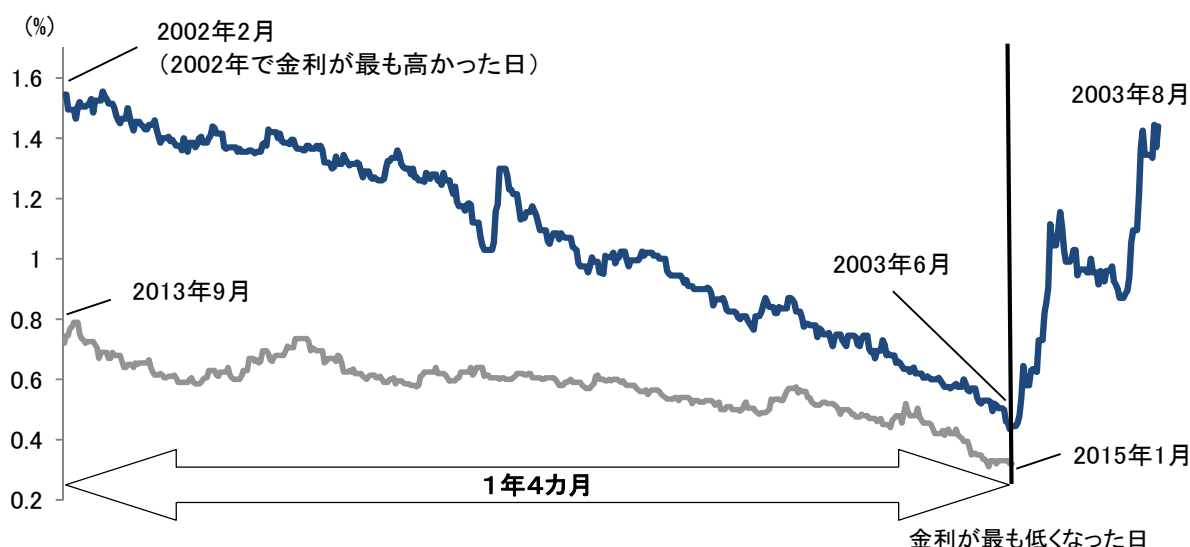
(資料) 『国債暴落－日本は生き残れるのか』

各国の深刻なバランスシート調整に伴う調整には長期を要する類似性がある。米国の調整は大恐慌発生から22年で完了したが、日本はまだ調整完了に至っていない。筆者の認識は、日本は6年の足踏みを経て米国の1945年「ペギング」の局面に到達し、2013年以降は、図表の「構造改革(第2期)」として国債管理政策が強化される管理相場の局面と位置付けられる。米国では1945年から10年国債金利を実質的に2%の水準で固定化する、「ペギング」状況が続いた。その背景には1945年当時の米国において国債保有主体が国内銀行を中心とした構造にあるなか、急速な金利上昇に伴う金融機関への悪影響を回避することが求めら

れたことがある。同時に、大量の国債残高が累積していたなか、財政の持続性への不安を低下させるべく、安定的な国債発行を実現させる必要があった。こうした環境は今日の日本とも共通する状況だ。

2014年末に日本の長期金利は再び史上最低金利の水準を更新し、さらに今週はその記録を更新し0.2%台にある。下記の図表は、異次元の金融緩和が生じる前の最低金利を記録した2003年と今回を比べたものである。2003年の金利低下は過大な期待(悲観)、市場機能が残るなか投機的な売買によって引き起こされた。その結果、金利低下スピードも速かった。一方で今回は市場機能が麻酔状態に陥ったなか、緩やかなペースでの金利低下である。今回は真綿で首が絞められるように過熱感も乏しいだけに、極端な水準までの金利低下が生じる可能性がある。それは、市場原理を超えた麻酔のかかった官制相場の世界だ。しかも、欧州ではドイツが史上最低金利の更新を続け、米国の金利も2%割れに低下している。

■ 図表：日本の10年国債金利、2003年と比べた推移



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

こうした「麻酔」状況はどうしたら正当化されるのか。医学では手術等の医学的治療を行うときに痛みを感じさせないために麻酔を用いる。その間、抜本的な体質改善に向けた手術を行うことが目的である。今回の状況に当てはめると、市場機能を麻痺させ長期金利の低下を促し、円安や株・不動産へのポートフォリオ・リバランス効果をもたらし、デフレマインドに陥った日本企業のスタンスを前向きに転換させることだ。一方、日本の財政では、低金利によって利払い負担を低下させた期間に財政再建を行うことだ。また、日本の金融機関にとっては日銀の大量国債購入で中央銀行に保有債券を肩代わりしてもらい、その間にポートフォリオのリバランスを行うことが必要である。すなわち、麻酔が効いている期間に、日本の産業・財政・金融機関の各セクターが一斉に手術をし、改革に目途を付けることが必要になる。

こうした麻酔、ペギングが解除されるときには、実体経済、財政、金融機関の体質改善が終わっている必要があり、しかもそれらが同時に満たされなくてははいけない。麻酔だけを打っても体質が変わらず、単に終末医療のためのモルヒネになることが最大のリスクシナリオだ。日銀の出口戦略の可否も、各セクターの手術が成功するかには依存する。

1 「国債暴落」(高田創・住友謙一 中央公論新社 2001年)
 2 「国債暴落」(高田創 中央公論新社 2013年)
 3 「国債市場変質、長期債管理相場の歴史的必然」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2013年4月25日)

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。