

今月の金融マーケット

長期金利上昇が企業マインドに与える影響

経済調査部 熊野 英生



日米長期金利の上昇

6月に入って一気に長期金利上昇が進んだ。その一因としては、米国連邦準備理事会（FRB）の利上げ観測を背景に、米国長期金利が上昇したことが挙げられる。日本の長期金利であっても、外国人投資家が米国国債の値下がり連動して日本国債を売り、それに国内投資家が反応する動きが広がったために、日米長期金利があたかも連動しているように動いたと考えられる。当面、日本の長期金利も、米国金利に引きずられて上昇しやすい状況となるだろう。

しかし、日本の長期金利が米国金利に連動するとは言っても、米国長期金利の上昇幅がそっくりそのまま日本の金利上昇につながる訳ではない。過去を振り返ると、1999年の景気拡大局面では米国の長期金利上昇に対して、日本の長期金利は一旦上昇する反応をみせたが、数ヶ月すると安定基調に復した。当時は、日銀のゼロ金利政策が銀行の債券購入を促していたり、信用収縮が拡大していたという日本固有の事情が長期金利を抑制していたという背景があったと考えられる。今回も、日銀が量的緩和を継続する意思を少なくとも2004年度内は変化させないので、金利低下のリバランス作用が働き続けると予想している。

企業マインドへ与える効果

このように、今回の長期金利の上昇幅は限定的だと予想されるが、その影響については過小評価すべきではないと考える。なぜならば、今回の長期金利上昇は、企業に将来的な金利上昇リスクを意識させるのに十分だからだ。

これまでの企業行動は、好調な収益を背景に、キャッシュフローを拡大させ、その資金の大半を債務返済に向ける流れが続いてきた。最近の銀行貸出統計をつぶさにみると、ここにきて債務返済の圧力を弱めて、資金を設備投資に向けようという兆しが表れているのだが、今回の金利上昇で再び債務返済を加速させる方向に戻ってしまう可能性は十分にある。90年代後半以降の企業財務は、債務を抱えている状況が企業行動を過度に束縛する特徴があった。社内に有望な投資案件があっても、債務の規律がその実現を抑制させる現象である。折角その呪縛が薄らいでいるのに、企業が「今後金利が上がるかもしれない」というリスクを意識しはじめると、再びそのトラウマが甦る可能性がある。これでは、せっかく芽吹いた信用拡張の動きを潰すことにもなりかねない。企業が金利上昇リスクを再認識すれば、その悪影響は、今後の設備投資動向に出てくるだろう。

日本経済は長期金利上昇をこなせるか

一旦長期金利が上昇すると、その影響に実体経済が耐えられるかどうかを試される。おそらく、長期金利上昇が起こると、事前に描かれてきた期待成長率は、織り込みきれていなかった金利上昇の作用を加味して低下するだろう。長期金利の水準が日本経済の実力に見合うかどうかで趨勢的な期待成長率は変化するのである。そう考えると、一旦上昇した長期金利は、実体経済との整合性を見定めて安定的に推移すると考えるのが妥当ではないか。

くまの ひでお（首席エコノミスト）