

# 国債金利はバブルか

川北英隆

京都大学大学院  
経営管理研究部 教授

八 月に入り、一〇年国債金利が  
一%を割った。二〇〇三年以来、

七年ぶりである。これと並行するように、円ドルレートが八四円台の高値に突っ込んだ。日本国債と円が同時に買われたのは偶然ではない。それだけに、将来の危うさが同居している。

国債が買われている背景は実質金利が高いことにある。下図には、国債金利から消費者物価指数の上昇率（前年同月比）を控除した「実質金利」が示されている。これによれば、一〇年国債金利が一%でも、実質金利は依然一%と、二〇〇〇年以降の上限近辺にある。消費者物価が低迷しているのは、そもそも国内需要が弱いからである。

一九九〇年代半ば以降、日本経済は海外需要頼みである。リーマンショックによって海外需要が急減した。その対応のため、企業が賃金などのコスト

のカットを一段と進め、国内消費が低迷してしまった。リーマンショックから二年が経過した現在も世界の需要が元に戻らないため、企業設備投資には本腰が入っていない。これを受け、国内の資金需要は低水準のままである。さらに、国内需要の低迷に円高が加わり、消費者物価はなかなか上昇に転じそうにない。

こう考えると、実質金利の観点から国債には買い余地が残されているようにみえる。

リーマンショック以降、円が買われているのは、消去法に基づく。ギリシャ危機に象徴されるように、ヨーロッパ経済はさえない。アメリカもまた、雇用と消費の回復が遅れている。リスク分散の観点から、円資産を買わざるをえないのである。このことも、国債金利の低下を促している。

視点を変えれば、今の円高は日本経済の実力を反映したのではない。円高が進めば、日本の製品競争力を弱めてしまう。企業とすれば、需要の弱い国内で生産を続ける意欲をもともと削がれていた。これに円高が加わったわけだから、国際的な競争力の維持を目



マーケット・アイ

## M A R K E T E Y E

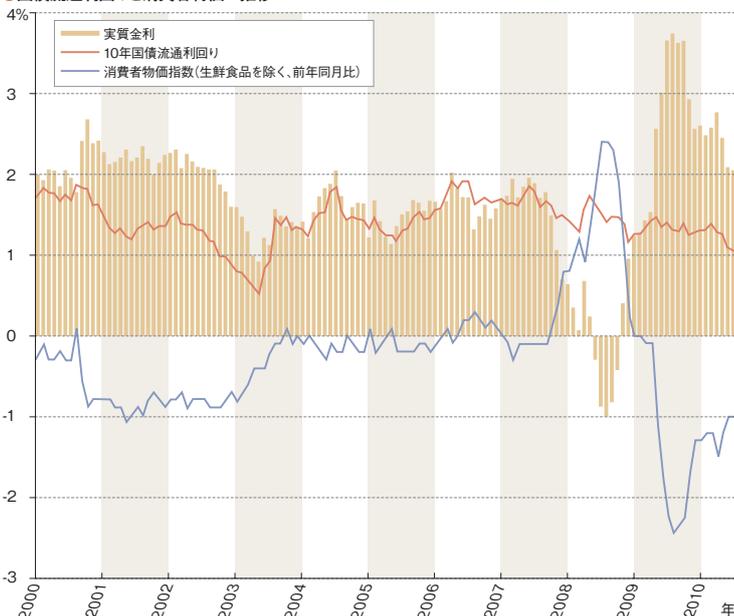
的に、生産拠点を海外に移す非常に大きな動機を企業は得てしまった。さらにいえば、今後の世界の需要は日本を除くアジアが牽引するわけだから、需要のある場所で生産することが効率的でもある。

生産拠点を海外に移すことで、日本企業の競争力が維持、強化されることは望ましい。しかし、日本の輸出にとっては大きなダメージである。長期的にみて、日本の貿易収支の黒字は縮小傾向にある。この縮小スピードが加

速し、貿易収支が赤字に転落するタイミングが早まることになるだろう。

ある意味で、日本の財政はギリシャ以上に悪化している。この日本の国債が暴落しないどころか、逆に買われているのは、そもそも貿易収支が黒字だからである。貿易によって日本経済全体が資金を稼いでおり、その稼いだ

●国債流通利回りと消費者物価の推移



資料:日本銀行、総務省の資料等に基づいて作成。

資金が国債の購入に充てられている。円高により企業がこぞって海外に脱出し、貿易収支が赤字になったときに、なおも政府財政に目立った改善がないのなら、その時点で誰が新規に発行される国債を買うのだろうか。借換債の発行に応じるのだろうか。

今回の国債金利の一%割れは、足元の経済情勢だけから考えると妥当であるが、もう少し先の経済を見通すと、パブル的であり、最後の人気相場のようである。