



「美人投票」に負けるな

ク ラウディングアウト」という耳慣れない言葉が建設産業界を駆けめぐったのは、昨春秋だった。安倍首相が議長を務める経済財政諮問会議で、政府支出拡大が民間需要を圧迫するクラウディングアウト懸念が民間議員から指摘された。民間議員の指摘は「公共投資の過度な拡大は」という前提付きで、公共投資の増加が民間建設投資を圧迫するといったものだった。

当然のことながら建設産業界は、民間建設投資の大半である建築と公共投資の中心である土木は、施工を担う供給網が違うことのほか、建築工事が進まない本質は「低価格」にあることを理由に反論。太田国土交通大臣も国会答弁でクラウディングアウト論を明確に否定した。そもそもクラウディングアウトとは、政府が国債の大量発行をすることで金利が上昇（国債価格は下落）することに連動して、企業が金融機関から借り入れるための市中金利が上昇する

ことで、企業の設備投資意欲を減退させる、いわば政府の意図と正反対のことが起きるという金融用語だ。

公共投資の抑制を誘導しようとして、クラウディングアウト論を持ち出すから分かりにくくなったのだが、クラウディングアウトの本質は実に興味深い。なぜなら、アベノミクスの一本目の矢である日銀の量的・質的金融緩和の出口、つまり消費者物価上昇率2%のインフレ目標が実現したあと、当時、指摘されたクラウディングアウトと指摘されたのとは異なり、いわば本物のクラウディングアウトの懸念があるからだ。日銀の量的・質的金融緩和の柱は、①長期国債などの金融資産の大量購入②マネタリーベース（銀行券＋日銀当座預金）を年間六〇〇〜七〇兆円のペースで増やすこと——によって、2%のインフレ目標を実現するというもの。昨年

企業行動、実物経済とマネー経済とのギャップによるところが大きい。当面は円安が現実であっても、企業は生産設備の投資後に円高になった場合のリスクを考慮するからだ。さらに、リーマンショック後の極端な資金調達難しさ、流動性危機の経験が恐怖として企業に残った。だから、ポナナスを増額しても、ベアには及び腰になるのだ。

こうした現状のなか、ささやかれ始めたのが金融緩和の終了後の影響だ。最も懸念されるのは、アベノミクス三本目の矢である成長力強化と財政健全化が進まないうちに、2%のインフレ目標だけが達成され、日銀の国債買い入れ終了となったときに予想される長期金利の上昇だ。

現在、日銀が保有する長期国債利回りは〇・五%。インフレ目標2%を達成して、長期金利が仮に二〜三%に上昇した場合、二八〇兆円に達しようとする長期国債に評価損が発生する。仮に評価損を計上せず、黒田日銀総裁が国会答弁で「付利引き上げは出口の一つの手段」と言及した出口戦略を日銀が選択しても、付利（日銀に強制的に預けなければならぬ預金準備金・率の超過分につく金利）を引き上げれば、国債利回り——当座預金金利の逆ざや分の赤字が発生する。

もう一つ想定されるのが、預金準備金・率自体の引き上げだが、いざれにしても、日銀が金

十月には、原油安に伴う物価上昇の遅れ懸念から追加緩和を実施した。これによって、毎月の長期国債購入額は七兆円から一〇兆円まで拡大。マネタリーベースの残高も三〇〇兆円を突破した。

この間の消費増税による影響と価格変動の大きいものを除いた消費者物価指数は、二年近くプラス圏で推移し、「物価の持続的な下落」という意味でのデフレからは脱却した。さらに大幅な円安と日銀の金融緩和によって、金融機関の融資余力が拡大するとともに、国内の設備投資も増加し、高成長に転換するはずだった。

金利上昇にどう耐えつづけるのか

デフレから脱却しても成長率は高まらない、円安でも輸出がほとんど伸びないというアベノミクスの大きな誤算は、株高に代表されるように、期待先行で反応する金融市場と、リーマンショックの苦い経験から期待だけで反応しない当性向を引き上げることが評価されるのを良しとするトレンドに乗ることが、企業判断として正しいかどうかだ。

金融市場には、経済学者ケインズの「美人投票」という言葉がある。投票者（投資家）は本当に美人（良い企業）だと自ら判断して投票するのではなく、一般的に美人であると選ばれそうな女性に投票するというのだ。このたとえ話は、企業は確固たる判断をするのではなく、横並びを意識しがちであるということを意味する。二つ目は、有効求人倍率が二〇年以上ぶりに一・一台まで上昇（五月は一・一九）、失業率も3%台前半まで低下、雇用環境が改善したことで、財政出動による景気刺激の意味と根拠を失いつつあることだ。

デフレから脱却、インフレ目標値を達成し、完全雇用に近いことで、景気を刺激し民需を喚起するため公共投資拡大を求めていくことは、今後難しい局面が出てくるかもしれない。だからこそ、公共投資のフロー効果だけでなく、ストック効果の側面から、その必要性を理解してもらうことが、これまでも増して重要になる。

いざれにしても、日銀の出口戦略、金融緩和の終わりは必ず到来する。そのとき起きる可能性があるリスクを建設産業界も極力回避するため、備えを怠ってはならない。

金融機関から資金を集めながら金利が上昇した国債を運用することによって、これまでの低利国債の損失を補う一方で、金融機関の融資余力は確実に減退する。インフレ抑止が出口戦略だからだ。

本物のクラウディングアウト

実は、企業にとって最大の関心事である調達金利の行方以上に、大きなリスクが日銀の出口戦略にある。国債残高が名目GDPに占める割合が二〇〇%を超える日本が、金利上昇に直面したら財政は耐えられるかという不安だ。

問題は、毎年一兆円ずつ増加を続ける社会保障費を捻出するための赤字国債発行である。赤字国債の六分の一程度の建設国債の比ではない。本来懸念されるのは、昨春秋の公共投資と民間建設投資の関係という矮小化したクラウディングアウトではない。出口戦略を一步間違えれば、大胆な金融緩和が、成長力が強化されなままに金融機関の財務体質を悪化させるだけでなく、企業の資金調達環境や財政そのものにも悪影響を与えるという本物のクラウディングアウトを招きかねないのだ。

こうした状況のなか、建設産業界も考えなければならぬことが二つある。

一つ目は、特に上場企業が投資家から問われる、利益を貯め込まず資本を効率的に活用し配