

## アベノミクスと中小企業金融 —代替効果と補完効果—

洞 口 治 夫  
(法 政 大 学)  
(経 営 学 部 教 授)



代替財と補完財は、経済学の入門編で学ぶ概念である。コーヒーと紅茶は代替財の例であり、コーヒーを飲みながら紅茶を飲む人は少ない。コーヒーとミルクは補完財の例であり、カフェオレやカプチーノがその代表格である。とはいえ、代替財と補完財には微妙な関係がある。コーヒーにミルクを入れて飲む人が多いから補完財だと言われればその通りだと思うのだが、ミルクを飲むだけでコーヒーは飲まない乳幼児もいれば、「コーヒーはブラックに限る」、という大人もいる。補完関係にあると思えることが、実は代替関係にあったとすれば、そのときには奇妙な現象が生まれる。その奇妙さは、推理小説の犯人が双子であった、といった類のトリックにも似ている。低金利と投資との関係は、その「奇妙な関係」に該当する。

入門的な経済学では金利と投資との関係を以下のように説明する。つまり、中央銀行の政策金利に誘導されて市中銀行の預金金利が下がると、民間企業は余剰資金を銀行に預けて利子を稼ぐのではなく、投資に振り向けるはずである。例えば、預金金利がゼロ・パーセントであるとすれば、仮に投資プロジェクトのリターンが数パーセントであったとしても、預金金利よりは高いリターンとなる。したがって、金利が下がると企業による投資が活発化し、それが雇用を生み出し、失業率を下げ、賃金を上げ、求人を増やすはずである。以上の仮説的なストーリーは、低金利と投資とが、いわば補完関係にあることを前提としている。金利が下がるほど民間投資が増えると想定しているのだから、ミルクの値段が下がるとカプチーノやカフェオレを飲む人が増える、と想定しているのと同じ理屈である。

実は、低金利と投資の間には、上記のような補完関係だけではなく代替関係が存在する。私たちが「アベノミクス」という経済政策から学んだレッスンには、その側面がある。つまり、政府・日銀の政策によって市中銀行の金利がゼロ・パーセント近くまで下げられると、副次的効果が生まれる。その典型はローンの借り換えである。

住宅市場を例にとろう。例えば、3.5パーセントの金利で1千万円を住宅ローンとして借り、10年間毎月均等返済するとすれば、元本に加えて186万円ほどの金利を返済する必要がある。それを金利0.8パーセントの低金利ローンに借り換えたとすれば、返済するべき利子は40万円ほどに抑えられる。つまり140万円以上「得になる」といえる。もちろん、住宅ローンの借り換えを勧める銀行は手数料収入を手に入れるが、住宅ローンの借り手にとっては、その手数料

の支払いを含めても「得になる」。

住宅市場の例にとどまらず、民間企業も設備投資のために資金調達したローンの借り換えを行う。つまり、アベノミクス以前の金利で借入れを行って、土地、建物、工場、機械設備などへ投資してきた企業は、アベノミクス以降の低金利ローンに借り換えを行うことが可能となり、また、合理的な行動となる。

ローンの借り換えという合理的な行動は、市場全体としては、ローンの借り手が銀行に返済する利子総額の減少という結果をもたらすことになる。ローンの借り換えでは、それ以前の銀行貸し出しよりも低い利率が適用されるのであるから、一国の金融市場全体で集計したローンの返済総額は減少する。ローンの借り換えは、政策的に金利が引き下げられ続けるという期待が成立する間は、合理的な行動として選択され続けることになる。つまり、さらなる低金利となったときに、過去に行われた投資のためにファイナンスした資金の借り換えが行われて、未来への投資は生まれなくなる。潤沢になった資金によって過去の借入れを「繰り上げ返済」したとすれば、個人や企業の手元に資金は残らずに、将来の返済予定金額を早めに返済することになる。上記いずれの場合にも、長期でみた投資返済金額を少なくすることになる。

ローンの借り換えによって返済圧力のなくなった資金の一部は、株式投資に向かう。ようやく「金利が下がると投資が増える」という入門編経済学の出番であるかにみえる。しかし、武田薬品工業株のような海外M&Aの大型案件の場合、投資は海外に向かう。国内雇用は増えない。国内のM&Aであっても、その本質は、既存企業の買収・合併という形での株式投資である。被買収企業には、すでに従業員がおり、雇用を増やすとは限らない。むしろ、過去の経営責任を問われて経営者が更迭されたり、終身雇用型賃金に守られた中高年層のリストラが行われる場合すらある。ゼロ・パーセント金利で投資が増えたことにはなるが、個人の株式投資も、企業のM&Aも、雇用を増やす要因とはならない。すでに存在する株式の市場取引価格と所有権が変更になっただけのことである。

ローンの借り換え市場の動向に敏感になった借り手は、貸し手を選別するようになる。借り手の学習効果である。信用金庫で住宅ローンの借り換えを行えば1.0～1.5パーセントの利子を返済せねばならないときに、「大手メガバンクで借り換えを行えば0.6～0.8パーセントの利子である」と言われれば、誰もが後者の住宅ローンを選択する。地元の信用金庫で何年か前に設備投資のために3.5パーセントの金利で借入れをした中小企業も、地銀の提供する2.0パーセントのローンに借り換えを行えば、返済金額を減らすことができる。ローン借り換えの選択肢という意味で選別された金融機関は低利融資を行うのであるから、正常債権かどうか見極めることが難しい融資先にも融資を行うことになる。

政府が政策的に金利をゼロ・パーセント近傍まで下げるとすれば、企業も、個人も、いままで借りてきたローンを借り換えるという行動を選び、そのことによって将来におけるローン返済金額を、現在という時点での計算上、減らすことになる。低金利と投資とは補完関係にはなく、むしろ代替関係にあることになる。それは雇用を創出する投資行動につながるとは限らない。言わば、ミルクを飲み過ぎてコーヒーを飲む気になれない状態が生まれるのである。