

**テーマ：金融政策と長期金利の中期見通し** 発表日：2014年11月27日(木)

～リスクプレミアムを外生化したフィッシャー方程式による長期金利とマクロ変数予測～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

エコノミスト 星野 卓也 (03-5221-4547)

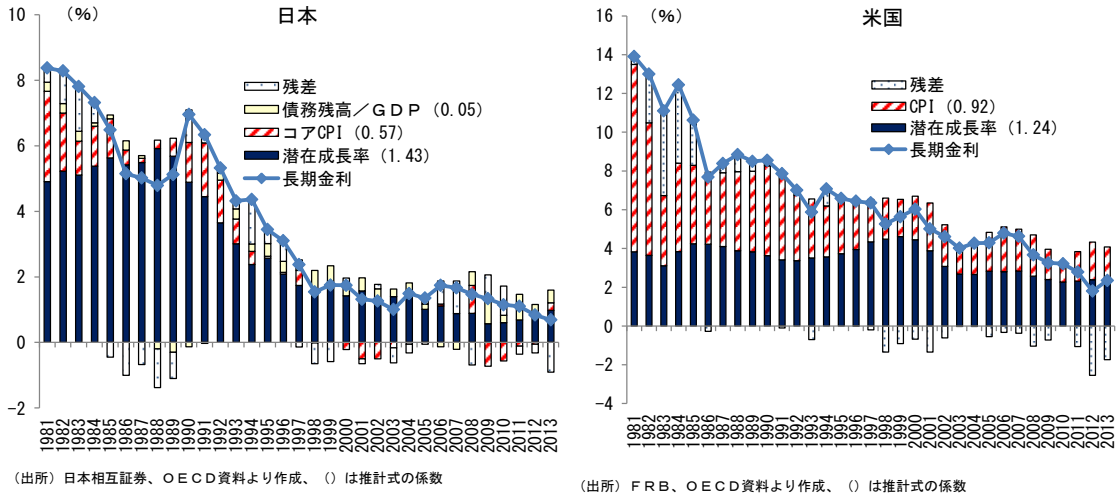
## (要旨)

- 第二次安倍内閣で掲げられた一連の経済政策いわゆる「アベノミクス」以降、日本経済は多岐にわたる変化を経験している。そうした変化のうち金利決定に関わるものとして、①金融政策の変更、②実質金利の代理変数となる潜在成長率、の二点が注目される。本稿は、これら二点を踏まえた上で、長期金利と主要マクロ変数の中期的な推移を予測することを目的とする。
- 一点目の「金融政策の変更」は、長期金利の決定メカニズムの関係の変化を意味する。ポイントは二つある。第一のポイントは金融政策のターゲットの変更、第二のポイントは日本銀行が目標とする物価上昇率の明示である。これら二つのポイントによって、リスクプレミアムすなわちフィッシャー方程式（＝実質金利＋期待インフレ率）以外で決まる部分を外生変数として扱う必要がある。本予測の特徴は、このようにリスクプレミアムを外生化したことにある。
- 二点目の「潜在成長率」は、文字通り長期金利の決定要因となる実質金利の代理変数を意味する。長期金利は期待インフレ率と潜在成長率とリスクプレミアムを反映して決まる。そして、潜在成長率は、資本・労働の投入量と全要素生産性を反映して決まるとされている。そこで、本稿では、全要素生産性の伸びや潜在労働力率など潜在成長率の変動要因に着目する。その上で、シナリオ別の全要素生産性や労働力率が潜在成長率に対して異なる影響を及ぼすことを明示的にシナリオに組み込む。
- リスクプレミアムを外生化したフィッシャー方程式を用いて、長期金利および主要マクロ変数（名目GDP、実質GDP、消費者物価、完全失業率）を予測した。その際、日本経済が直面する状況を踏まえて、「メインシナリオ」、「楽観シナリオ」、「悲観シナリオ」の3ケースを想定した。
- 最も可能性の高い姿を描く「メインシナリオ」では、日本経済はデフレを回避しながら、安定した成長経路を辿ると予測される。こうした中、量的・質的金融緩和の出口は緩やかなものとなる。量的・質的金融緩和は2017年中にも終了すると思われるが、その後はマネタリーベースを維持し、通常年20兆円程度の国債を購入する輪番オペに戻るのは2019年以降となる見込みだ。長期金利はテーパリングが始まる2016年度に1%、2020年度に2%を超え、その後は平均2%台前半で推移する。

## <長期金利の要因分解>

- ・長期金利をフィッシャー方程式の構成要素（潜在成長率、物価上昇率）と債務残高（GDP 比）の前年差（リスクプレミアム）で分解すると、高い相関で説明することが可能。
- ・足もとでは、実績値と推計値に乖離が生じている。日本銀行の量的・質的緩和による国債の大量買入れが債券需給を逼迫させ、13年度の長期金利を▲1.4%pt押し下げる要因となっていることを示唆する。

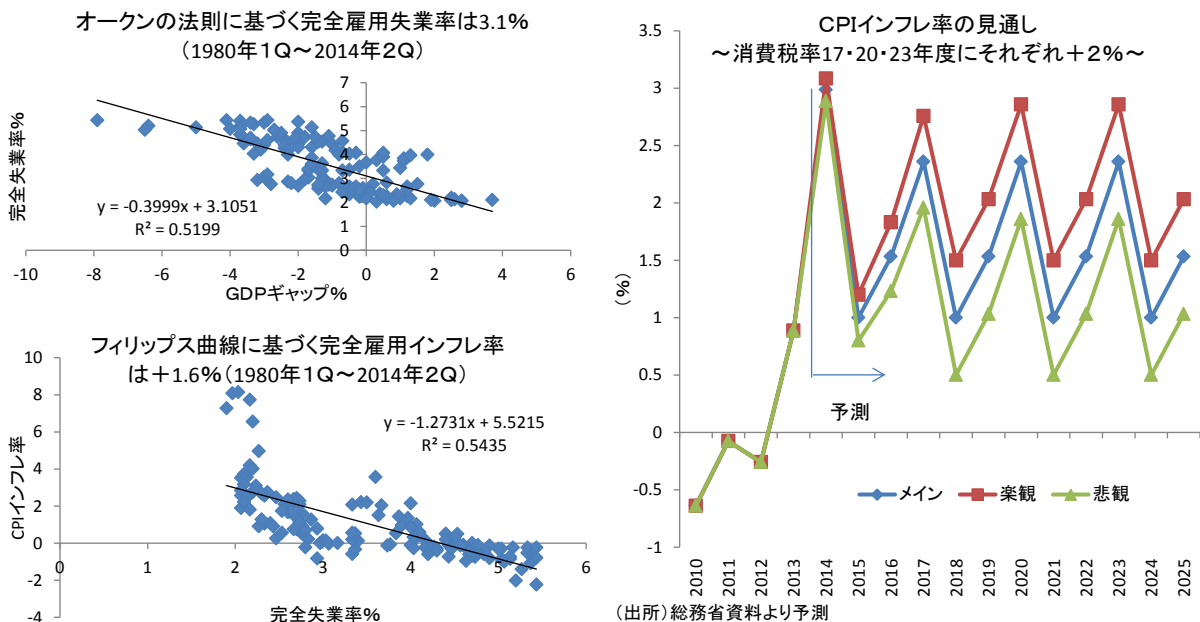
資料1. 長期金利の要因分解



## <インフレ目標2%は達成困難>

- ・完全雇用がマクロ経済の長期均衡状態とされており、非自発的失業者が存在しない失業率の水準で実現するインフレ率が適正インフレ率とされる。そこで、総務省「労働力調査」を用いて非自発的失業が存在しない場合の失業率を求めると、3.1%程度となる。
- ・マクロ経済学においてインフレ率と失業率の関係を示した理論「フィリップス曲線」の関係から完全雇用状態の失業率が実現した場合のインフレ率を計測すると+1.6%となり、これが現在の経済構造を前提とした理論的な適正インフレ率ということになる。メインシナリオの下、インフレ率はこの程度の伸び率で推移する。

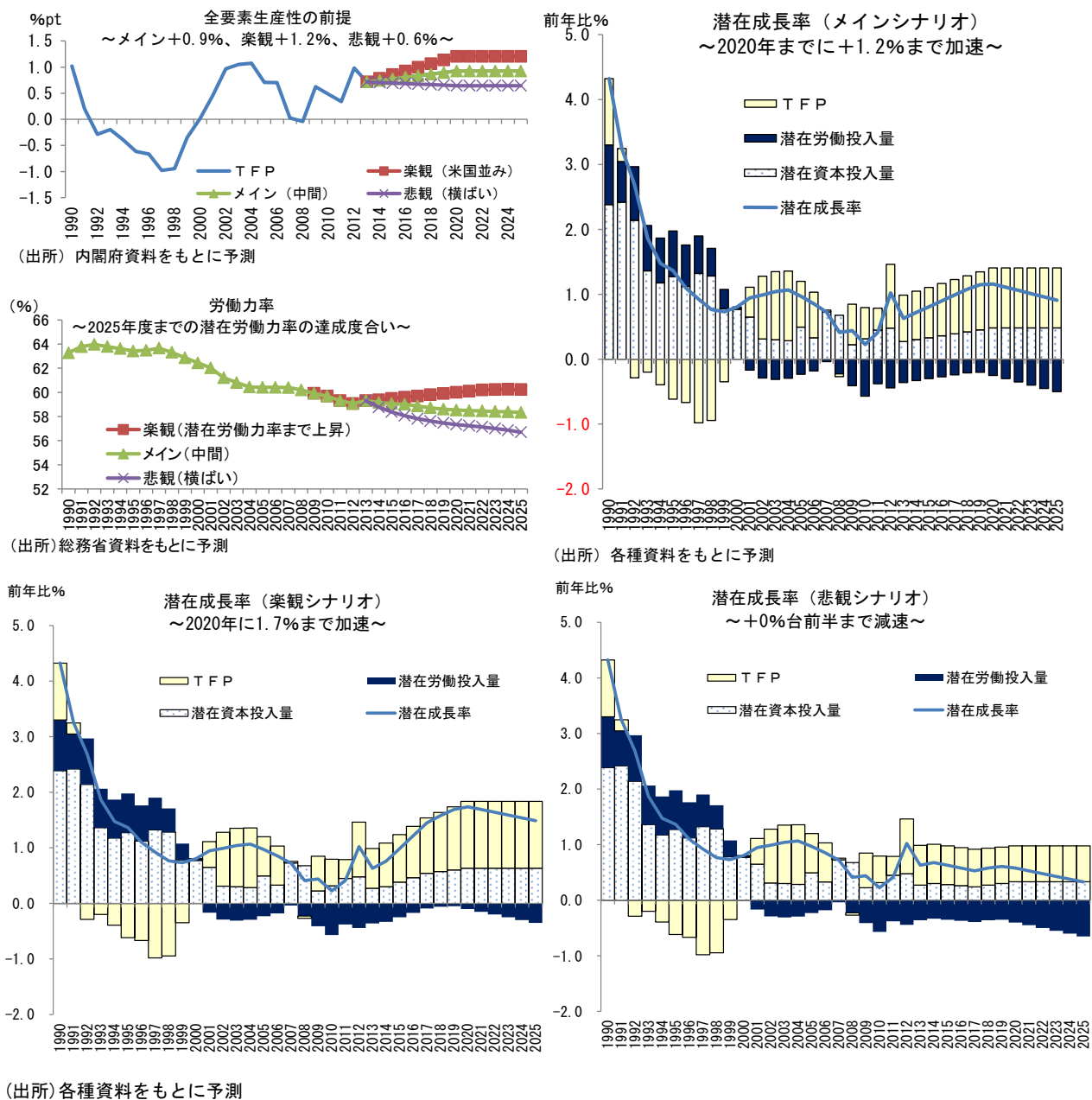
資料2. 均衡インフレ率・失業率（左図）とインフレ率の見通し（右図）



## <潜在成長率の見通し>

- ・今回用いた生産関数は、シナリオ別の全要素生産性（TFP）が長期金利に異なる影響を持つことを明示的に組み込んだ。実際に用いた前提条件は資料3の通り。また、同資料には性別年代別の労働力率が今後10年間で現時点での潜在労働力率に到達するケース（楽観シナリオ）、同横ばいのケース（悲観シナリオ）、その中間のケース（メインシナリオ）を併せて示した。
- ・TFPの寄与度としては、悲観シナリオでは足元で横ばい、楽観シナリオでは米国並みに上昇、メインシナリオではその中間とした。これはシナリオ毎のTFPがそれぞれ悲観で+0.6%、楽観で+1.2%、メインで+0.9%程度押し上げることを意味する。なお、資本投入量については資本ストック型設備投資関数に基づき予測している。これらの前提のもと、メインシナリオでは2020年度に向けて潜在成長率が+1.2%程度まで上昇することになる。一方、楽観シナリオでは、TFPと労働力率が潜在水準に到達する分、+1.7%程度まで上昇する。この点を踏まえても、政府の経済再生ケースにおける潜在成長率（+2.5%）は高すぎると判断できる。

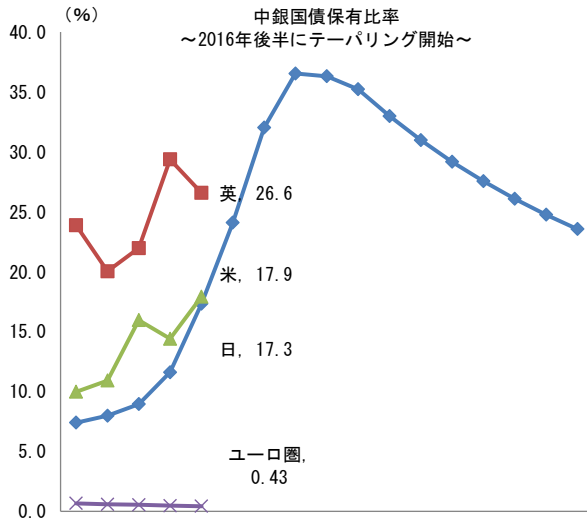
資料3. 各シナリオにおける TFP・労働力率の前提（左上図）と潜在成長率の予測



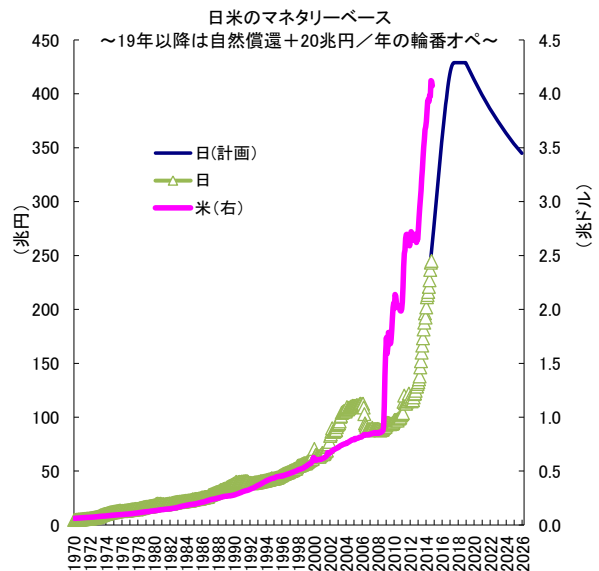
## <メインシナリオ下の量的・質的金融緩和の見通し>

- ・ 現在の「量的・質的金融緩和」は、16年後半出口、17年中終了、19年～正常化。2020年度の失業率は3%程度と、年度以来の低水準に達する中、金融政策は徐々に緩和色を薄める。
- ・ 但し、インフレ率が2%弱と、日銀が考える物価目標の範囲内にあるため、マネタリーベースの縮小速度自体は緩やかなものとなろう。マネタリーベースは2016年まで今のペースで拡大を続けるが、その後は拡大ペースを弱め、量的緩和が終了するのは2017年になる。

資料4. 中銀国債保有比率（左図）、マネタリーベース（右図）



(出所) 各国中銀



(出所) BOJ, FRB

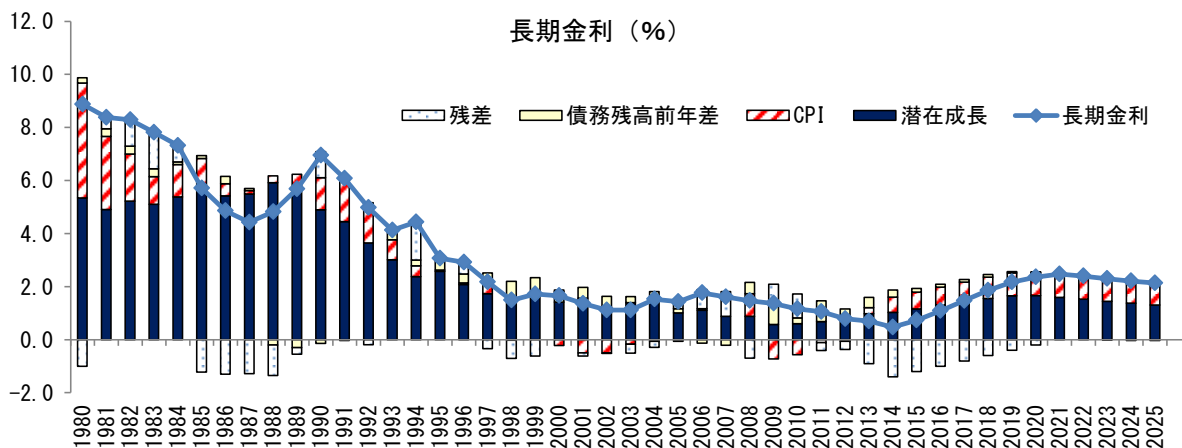
## <メインシナリオ>

- ・ メインシナリオ下では、実質GDP成長率は2025年に向けて平均1%前後で推移する。モデル上、潜在成長率も1%前後となるため、中期的にGDPギャップは若干プラスで推移する。
- ・ 「量的・質的金融緩和」が終了後は、マネタリーベースの緩やかな縮小と物価の安定した上昇を受けて、長期金利も漸次、水準を切り上げる。長期金利は2017年度に1%、2020年度に2%を超え、2025年度には2%台前半となる公算が大きい。

資料5. 2015～2025年度の長期金利と主要マクロ変数予測（メインシナリオ）

年度	政策金利	長期金利	名目GDP		実質GDP		消費者物価		完全失業率
	%	%	兆円	%	兆円	%	2010年 = 100	%	%
2015～2020	0.19	1.79	528.9	2.3	549.9	1.0	109.0	1.8	3.2
2020～2025	0.25	2.30	581.3	1.7	570.7	0.7	118.4	1.6	3.1
2015	0.10	0.73	498.5	1.5	534.6	1.0	104.4	1.0	3.5
2020	0.25	2.36	558.5	2.0	561.8	0.0	113.9	2.4	3.1
2025	0.25	2.13	607.5	2.5	581.6	1.5	123.2	1.5	3.0

(出所) 第一生命経済研究所



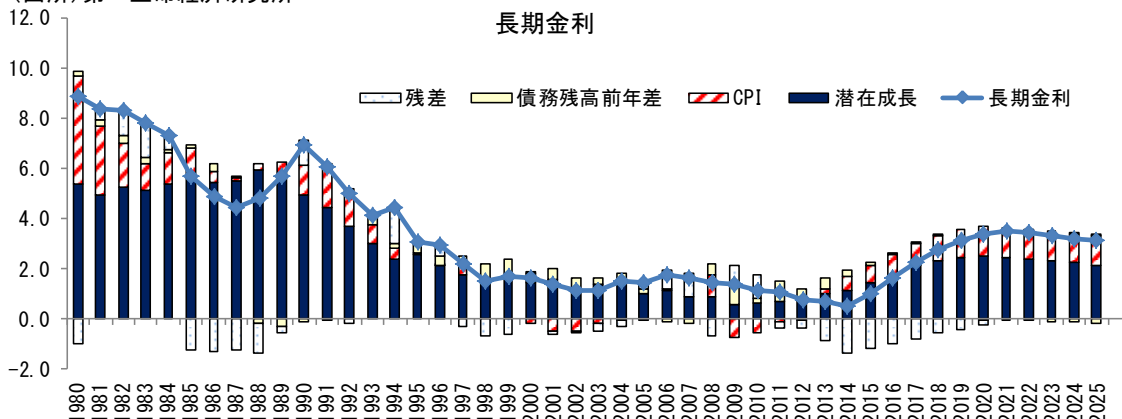
### ＜楽観シナリオ＞

- ・ 楽観シナリオの下では、潜在労働力率の上昇によって潜在成長率が高まる。しかし、潜在労働投入量の増加が進むため、家計の稼ぐ力も上昇する。これは日本経済が生み出す家計所得にプラスに作用し、需要側から見た GDP も押し上げる。その結果、実際の経済成長率も 2016 年度からメインシナリオを上回り始める。また、TFP の上昇も潜在成長率を押し上げる。これが需給ギャップを安定させることで、2017 年度以降のインフレ率加速を抑え込む。同時に失業率もメインシナリオを下回る。
- ・ 潜在成長率が押し上げられる一方、実質 GDP も押し上げられるということは、GDP ギャップへの影響は軽微となり、インフレ率も安定する。こうした環境に対して、経済成長率と GDP デフレーター変化率に基づく名目成長率はいずれも上昇という形で反応する。メインシナリオの名目成長率は 2015～2020 年度平均 2.0%であったが、楽観シナリオでは、3.0%に引き上げられる。長期金利も 3%程度まで上昇。

資料 6. 2015～2025 年度の長期金利と主要マクロ変数予測（楽観シナリオ）

年度	政策金利	長期金利	名目GDP		実質GDP		消費者物価		完全失業率
	%	%	兆円	%	兆円	%	2010年=100	%	%
2015～2020	0.30	2.63	528.9	2.9	549.9	1.3	109.0	2.2	3.1
2020～2025	0.50	3.31	581.3	2.7	570.7	1.2	118.4	2.1	2.6
2015	0.10	1.03	498.5	1.5	534.6	1.0	104.4	1.2	3.5
2020	0.50	3.40	558.5	3.0	561.8	0.5	113.9	2.9	2.9
2025	0.50	3.12	607.5	3.5	581.6	2.0	123.2	2.0	2.4

(出所) 第一生命経済研究所



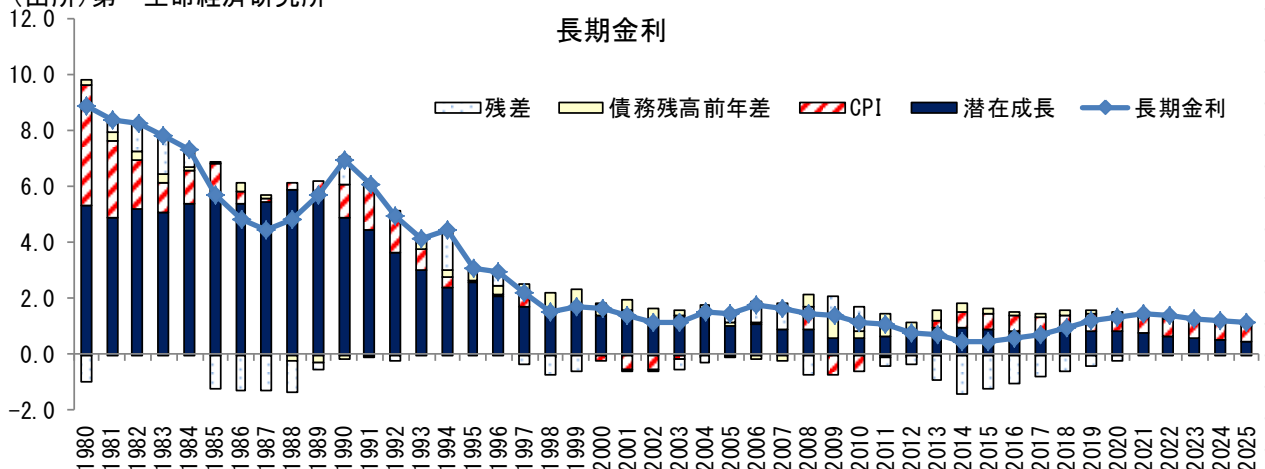
## <悲観シナリオ>

- ・ 「悲観シナリオ」では、TFP と潜在労働力率が 2015 年以降横ばいとなる場合を想定。
- ・ 潜在労働力率が改善しないことは人口減少を通じて、日本の潜在労働投入量を低下させる。その結果、潜在成長率はメインシナリオを下回る。TFP も伸びが加速しないため、実質金利の水準も低下する。
- ・ TFP の未改善、潜在労働投入量の悪化幅拡大は、それぞれ経済成長率と潜在成長率を押し下げる。従って、期待インフレ率も低下し、2015～2020 年平均の長期金利は 1 %程度とメインシナリオの 2 %から引き下げられる。それでも同時期の経済成長率は 0.5%と、メインシナリオの 1 %に届かない。構造改革が中期的に進まない場合、日本の長期金利が上昇するには時間がかかることになる。

資料 7. 2015～2025 年度の長期金利と主要マクロ変数予測（悲観シナリオ）

年度	政策金利	長期金利	名目 GDP		実質 GDP		消費者物価		完全失業率
	%	%	兆円	%	兆円	%	2010年=100	%	%
2015～2020	0.10	0.94	528.9	1.7	549.9	0.7	109.0	1.3	3.3
2020～2025	0.10	1.29	581.3	0.7	570.7	0.2	118.4	1.1	3.5
2015	0.10	0.45	498.5	1.5	534.6	1.0	104.4	0.8	3.5
2020	0.10	1.32	558.5	1.0	561.8	-0.5	113.9	1.9	3.4
2025	0.10	1.15	607.5	1.5	581.6	1.0	123.2	1.0	3.6

(出所) 第一生命経済研究所

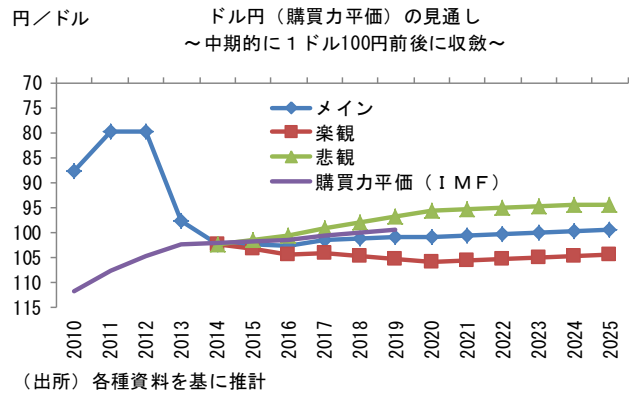
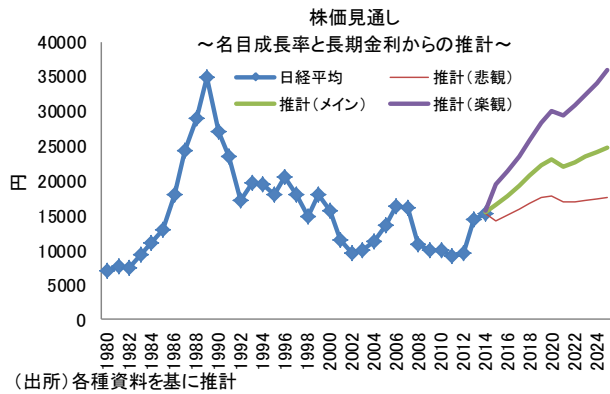


## <株式・為替市場の見通し>

- ・ 金融政策が購買力平価に沿って収斂したと仮定した場合のドル円レートの推移を予測した。結果は資料 8 にまとめられている。なお、見通しでは日銀が CPI インフレ率をインフレ目標の目指すとおりに調整した場合を「メインシナリオ」とした。この結果、2025 年度のドル円レートは 99 円程度に収斂する。
- ・ 株価が「配当割引モデル」に従った場合、名目 GDP の成長率に合わせて株価も堅調に上昇していく。メインシナリオの想定する名目 + 2 %程度の成長下では、2025 年度の株価は 25,000 円ほどに達する。

資料8. シナリオ別・マーケットの中期展望

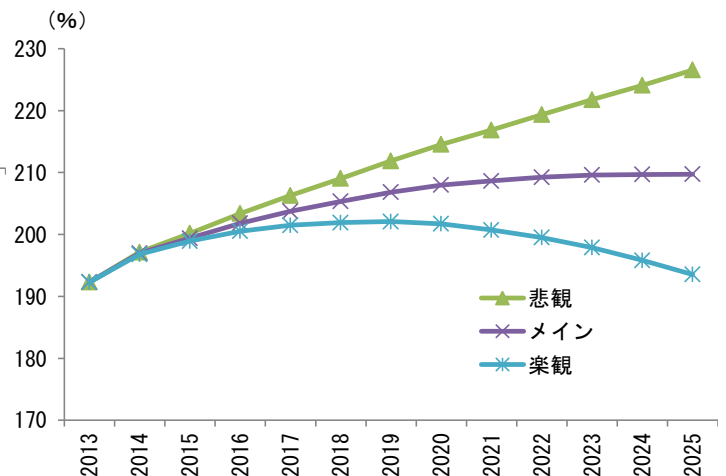
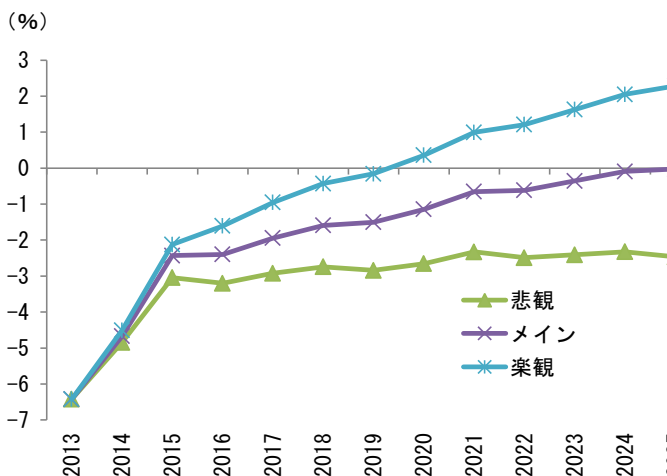
年度	メイン			楽観			悲観		
	長期金利 %	ドル円 円	日経平均 円	長期金利 %	ドル円 円	日経平均 円	長期金利 %	ドル円 円	日経平均 円
2015～2020	1.61	101.6	19,872	2.36	104.5	24,732	0.86	98.6	16,155
2020～2025	2.31	100.0	23,307	3.33	105.0	32,086	1.30	95.0	17,265
2015	0.73	102.3	16,572	1.03	103.2	19,439	0.45	101.4	14,233
2020	2.36	100.7	22,947	3.40	105.7	30,006	1.32	95.7	17,783
2025	2.13	99.3	24,717	3.12	104.3	35,798	1.15	94.3	17,462



<財政収支の見通し>

- ・名目成長率3%程度を前提とした「楽観シナリオ」では、財政健全化目標である2020年度のプライマリーバランス黒字を達成。メインシナリオでは、予測期間の終点である2025年度にプライマリーバランスはゼロに達する（消費税率を最終的に14%まで引き上げる前提。）
- ・政府公表の中長期試算は、税収弾性値に関する前提が慎重。景気回復下では欠損法人割合の低下を主な要因として、法人税収が伸び易い環境になる。
- ・「楽観シナリオ」において、PB黒字化達成後に政府債務残高（名目GDP比）は低下へ。財政再建にメドがつく。「悲観シナリオ」では、債務残高GDP比率の上昇が続く。

資料9. 国・地方の基礎的財政収支（GDP比）の見通し 資料10. 政府債務残高（GDP比）の見通し



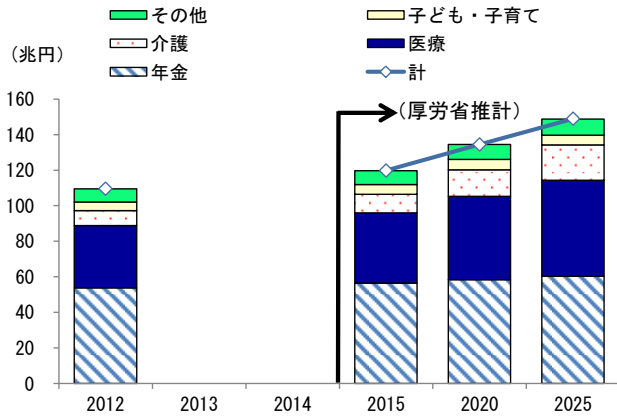
（出所）財務省資料等。予測は第一生命経済研究所。

（注）消費税は2017年度：10%、2020年度：12%、2023年度：14%に引き上げると想定。

## <社会保障改革の余地>

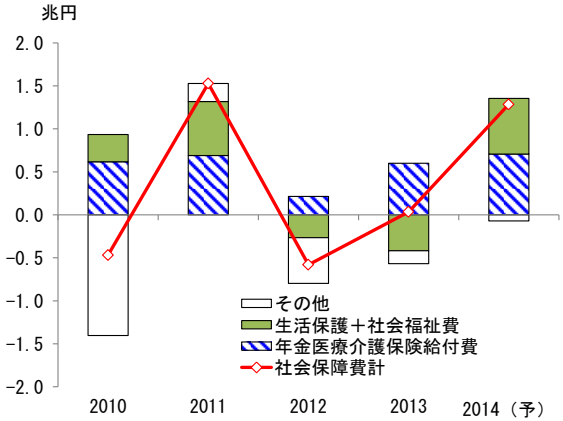
- ・高齢化の中で、社会保障費の膨張は不可避。2010年代後半に、団塊世代は一人当たり医療費が大幅増加する70代に突入。医療費の伸びは今後加速していく可能性大。現状、医療費の多くが重症患者の医療費であることに鑑みると、健診データの活用等による重病予防のほか、後発医薬品の利用を通じた医療費効率化策の進展に期待がかかる。
- ・年金・医療・介護が注目されがちだが、それ以外の生活保護や社会福祉費も財政上無視できる規模ではない。費用の性格上大幅な削減は難しいと考えられるが、社会保障改革の「聖域」とせず改革の余地を検証する必要がある。

資料 11. 社会保障費の見通し（厚労省推計）



（出所）厚生労働省

資料 12. 一般会計・社会保障関係費（前年度差）



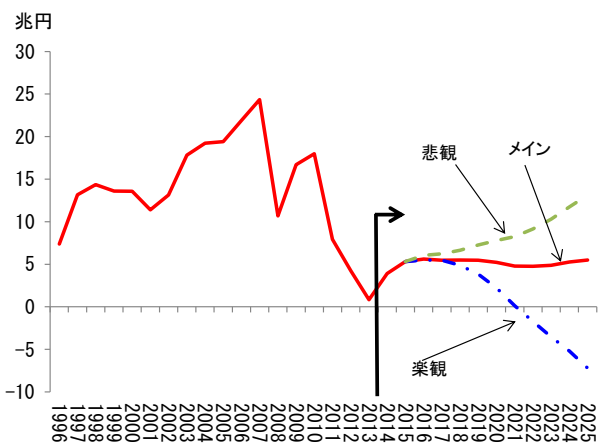
（出所）財務省

（注）2014年度、2013年度の内訳は予算ベース。

## <経常収支・ISバランスの見通し>

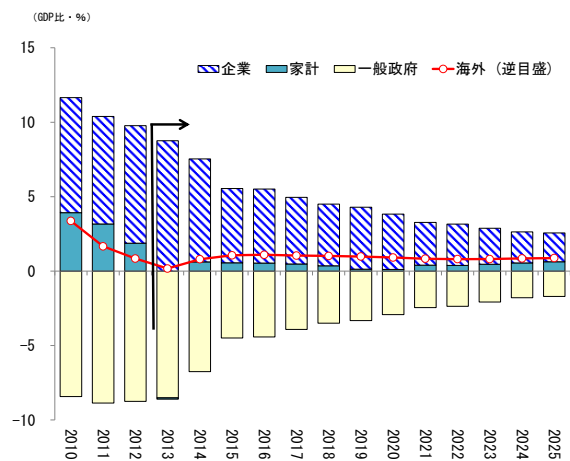
- ・経常収支は黒字を維持。目先は①海外経済の回復、②消費税率引き上げに伴う内需の鈍化が経常黒字の拡大要因に。第一次所得収支も緩やかながら黒字拡大トレンドが継続。
- ・国内経済が好調に推移する楽観シナリオでは、輸入の増加によって経常収支が赤字化。但し、この場合は税収増加によって財政収支が改善に向かっている。ファイナンス面から経常赤字が問題になることは避けられよう。
- ・こうした経済活動の結果、ISバランスで見ると一般政府の赤字幅が縮小へ。家計部門は2013年度に投資超過となる可能性があるが、名目可処分所得の増加を背景に再び貯蓄超過主体に戻る。

資料 13. 経常収支の予測（国内景気シナリオ別）



（出所）財務省、内閣府、日本銀行資料などから作成。

資料 14. ISバランスの予測



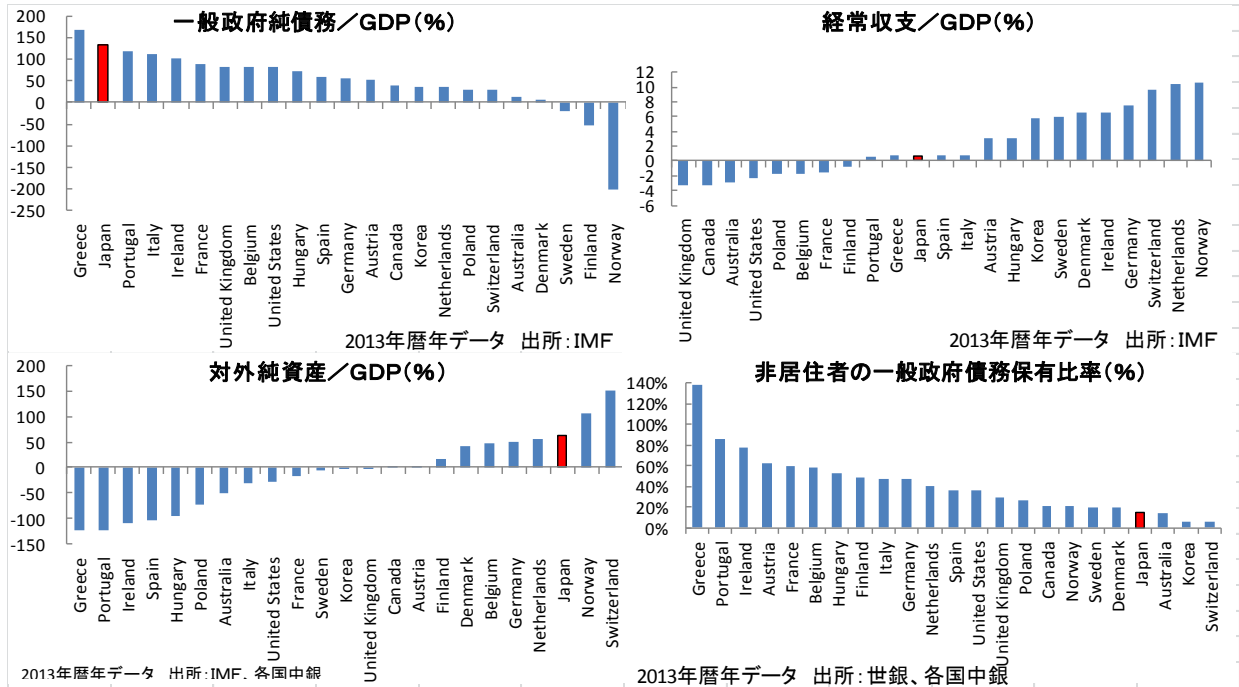
（出所）財務省、内閣府、日本銀行資料などから作成。



<財政破綻の可能性は低い>

・政府債務の水準は諸外国と比べても最悪レベルである。しかし、①経常収支は黒字の維持が見込まれる点、②多額の対外純資産を有している点、③海外投資家の国債保有比率が低い点を踏まえると、予測期間中に日本が財政破綻に追い込まれる可能性は低い。

資料 15. 各国の政府債務・経常収支・対外純資産・非居住者一般債務保有比率

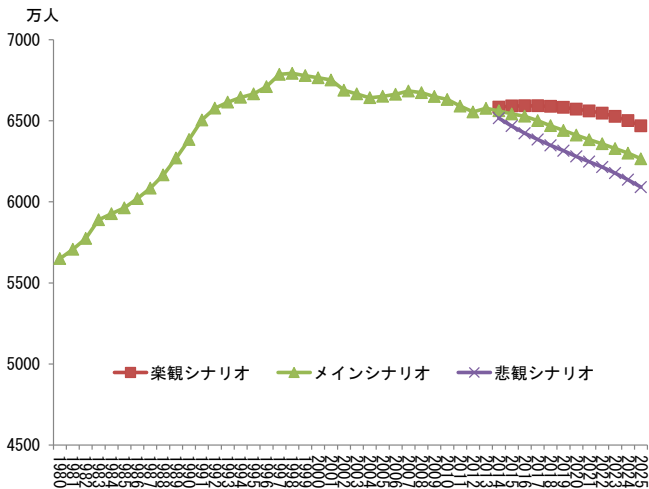


<労働力人口の見通し>

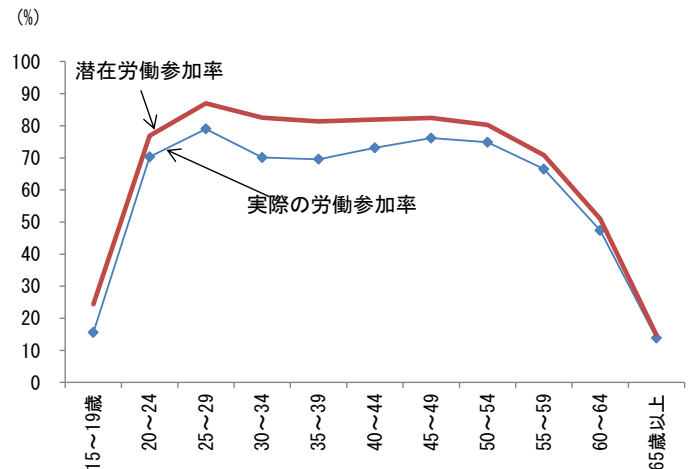
・労働力人口は減少へ向かう。労働参加率が現在の潜在労働参加率に達する楽観シナリオでも、高齢化による労働市場からの退出によって、労働力人口は減少することになる。

・労働力確保の鍵は女性にある。特に、出産・育児などのために就労を諦めている30代～40代前半の女性が多い。こうした層を労働市場に呼び戻せるかどうか、労働供給の趨勢を分かっことになる。保育所整備などの育児環境整備や、海外諸国と比べて残業の多い就業体系の転換などが求められる。

資料 16. 労働力人口の見通し



資料 17. 女性の年齢別労働参加率 (2013年)



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。