

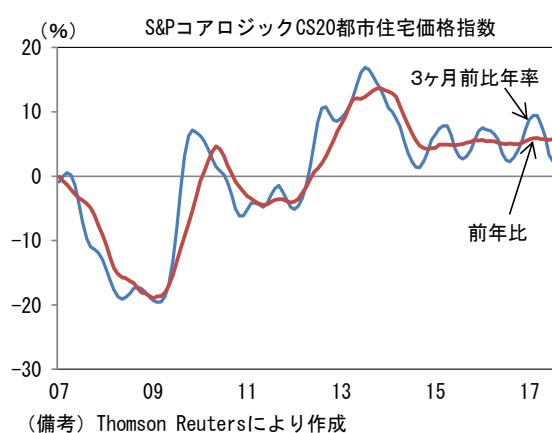
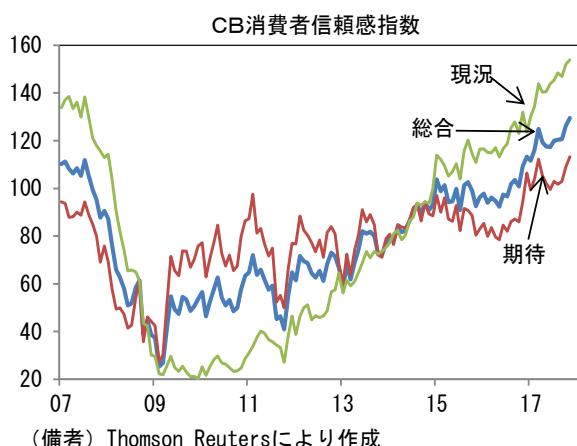
リバーサル・レート 出口への合理的理由

2017年11月29日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 11月CB消費者信頼感指数は129.5へと10月から3.3pt改善。現況（152.0→153.9）、期待（109.0→113.3）が共に改善して約17年ぶり高水準に到達。雇用統計の先行指標として有用な雇用判断D I（雇用機会が十分から不十分を差し引いた数値）は+20.2へと上昇。目下、4%台前半まで低下した失業率が一段と低下することを示唆。消費者は安定的な所得と、資産価格上昇の追い風を受けて楽観姿勢を強めている。
- ・ 9月S&PコアロジックCS住宅価格指数は前年比+6.19%へと上昇加速。前月比では+0.52%と強く伸び、3ヶ月前比年率のモメンタムは+3.99%へと再加速。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は続伸。年末商戦の好調が伝えられるなか、次期FRB議長に指名されているパウエル理事が金融規制の見直しに前向きな見解を確認したことに加え、税制改革案が上院で可決されたことを受けて買い優勢。WTI原油は57.99ドル（▲0.12ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はGBPを除く欧州通貨が軟調に推移したほか、AUD、NZDなど資源国通貨も軟調。JPYは小幅ながら売られ、USD/JPYは111半ばへと水準を切り上げた。北朝鮮のミサイル発射に一時的に反応を示したものの影響は限られた。
- ・ 前日の米10年金利は2.328%（±0.0bp）で引け。株式市場が堅調に推移し米指標も堅調だったが、米債売りは観測されず。北朝鮮のミサイル発射で一時上下したものの、一日を通してみれば横ばい。他方、5年ゾーンは+1.3bpで引け、カーブはフラットニング。欧州債市場（10年）はドイツ（0.342%、▲0.3bp）が横ばい、フランス、イタリア、スペインが小幅ながら金利低下。対独スプレッドは概ね横ばい

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・ 日本株は欧米株ラリーに追随して高寄り後、もみ合い（10:00）。

〈#リバーサル・レート #出口の理由 #金融機関に“累積的”な影響〉

- ・日銀は2018年後半に2%目標の達成を待たず、出口戦略第一弾としてYCCの調整を開始するだろう。具体的手段としては、10年金利を15-30bp程度引き上げる、あるいは操作対象の年限を5年や7年に短縮することが予想される。
- ・2%目標の到達前に出口に向かう理由として筆者はこれまで、物価目標の再定義によって政策目標が柔軟化される展開を予想していたが、28日の衆院予算委員会における安倍首相の発言を額面通りに受け止めるとその可能性は幾分低下した印象。安倍首相は、2013年1月に政府と日銀が定めた2%の物価目標、いわゆるアコードについて「もはやデフレではないという状況をつくり出すなかで、経済の好循環が着実にまわり始めている」とし、「共同声明の内容を現在でも妥当と考えており、改定する必要があるとは考えていない」と発言した。
- ・他方、ここへ来て黒田総裁が「リバーサル・レート」について言及したことは、出口に向けた地均しとして、新たに認識しておくべきだろう。リバーサル・レートとは、金融緩和が望ましくない効果を生み出すか否かの分水嶺となる金利水準を差し、それ以下の水準にイールドカーブが抑制されると、金融仲介機能への悪影響を通じて金融緩和効果を弱めるというもの。主たる提唱者はブルネルマイヤー・プリンストン大教授だが、思い返してみれば、日銀が16年9月に実施した総括検証で言及した「イールドカーブの過度なフラット化が、金融機関の収益圧迫を通じて金融機関の体力に累積的な影響を与え、金融仲介機能が阻害される恐れ」という考え方そのものであり、既に日銀が採用しているものだ。
- ・ポイントとして抑えておくべきは、金融機関への影響が“累積的”としている点だろう。つまり、時間の経過と共に金融緩和の副作用が増幅する、すなわちリバーサル・レートが上昇する可能性がある日銀が認識していることになる。リバーサル・レートという考え方が2%目標の達成が見えない状況において、日銀が出口に向かう合理的な理由の一つになる可能性がある。