

Global Market Outlook

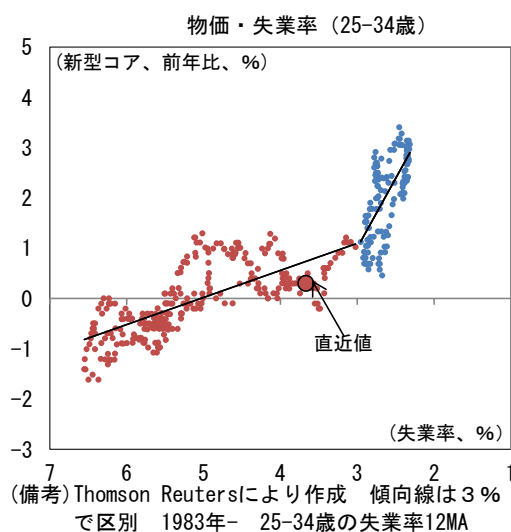
発表日: 2018 年 10 月 4 日 (木)

5年金利コントロールが理に適う

～引き締め観測を回避しつつ副作用も和らぐ～

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

9月26日付レポートで筆者は、今後、賃金・物価が加速度的な上昇を示し、2%目標の達成が予想外に現実味を帯びるシナリオを示した。ヘッドラインの失業率が2%近傍で低位安定を続け、25-34歳失業率が3%を割るなど一段と労働需給が逼迫すれば、過去の傾向が再現される可能性があるとの見方である（図中の青天部分）。制度的要因によって価格が硬直的な医療・介護、公共料金、統計や税制の問題が指摘されている（持家の帰属）家賃、更には携帯電話関連料金の政策的抑圧を踏まえると、物価が加速度的に上昇するとは俄かに信じ難い。しかしながら、コア物価（除く生鮮食品）が1%近傍にある現状、エネルギー以外の物価が加速すれば、2%までの距離は思いのほか遠くない。フィリップス・カーブは消滅したと言われるが、最近では生体反応が復活しつつあり、2本目の線は今も健在の可能性はある。



本稿では今後、賃金・物価が加速度的上昇を示し、2%の物価目標が現実味を帯びた場合、日銀がどういった形で出口戦略に着手するか検討する。日銀は7月31日に示したフォワードガイダンスによって自らの手を縛っていることから、2020年春頃までは“現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する”と見込まれるが、その時点で物価が1%半ば～後半にあれば、金融政策の正常化に舵を切る可能性が高い。

出口戦略で有力視されるのは長期金利の市場機能回復。筆者は、現在コントロール対象としている長期金利の年限を10年から5年に変更し、それより長期のゾーンを市場に解放する案を想定している。短期金利を▲0.1%で据え置く一方、5年金利の誘導目標を0%程度とする。その時点における5年

金利がたとえば▲0.05%だった場合、無理に引き上げることはせず、上限のみを管理する。

5年金利コントロールに移行することの利点は①明示的な利上げを回避しつつ、②長期・超長期ゾーン金利を過度な抑圧から解放することで運用難が解消でき、かつ③自らの過去の分析結果とも整合的という3点。

①明示的な利上げを回避

単純に10年金利の誘導目標を引き上げることは、金融市場に明示的な引き締めメッセージを送ることになりかねずハードルが高い。円高・株安を誘発する可能性があり、避けるべき選択肢だろう。その点、5年コントロールへの移行の方が「引き締めではなく調整」、「持続性のある枠組み構築」といった論法で出口観測を封じ込め易い。

②長期・超長期ゾーン金利を過度な抑圧から解放

たとえば、年金がベンチマークとする債券インデックスの平均残存年数は10年前後（修正デュレーションは9年前後）。生保はそれ以上のことが多い。リバーサルレートの議論にもあったとおり、金利低下局面ではキャピタルゲインが生まれ、インカムゲインの減少を補うことができる反面、金利が下限に達した以降は時間の経過とともに運用難が深刻になる。10年国債金利がコントロール対象になっている限り、利回り獲得の手段はデュレーションリスクや信用リスクに絞られるのだが、現実の世界ではそう簡単に進まない。現在は世界的株高によって年金等の運用は助けられているものの、リスクアセットの動向次第では今より深刻な運用難に直面する。こうした点においてポートフォリオ・リバランス効果は逡巡しており、今後は副作用が目立つ可能性がある。

③自らの分析結果と整合的

2016年9月の総括的検証では「長期～超長期ゾーンの金利が低下した場合よりも、短期～中期ゾーンの金利が低下した場合の方が、金融緩和効果が相対的に大きい」との定量分析の結果が示されている。均衡イールドカーブを算出し、年限ごとに需給ギャップの改善効果を検証したところ、「1～2年がはっきりと大きく、年限が長くなるにつれて小さくなることが分かった」と留保条件付きで結論付け、この結果は銀行貸出等の満期構成が5年以下に集中していることと整合的であると補足している。端的に言えば、貸出増加による実体経済の刺激効果は5年以下の金利を下げるのが重要で、10年金利も5年金利も刺激効果はさほど変わらないという訳だ。

これら3点を踏まえると、出口観測を封じつつ、副作用の問題を和らげ、緩和効果を維持するという点において5年金利コントロールへの移行は数少ない有力な選択肢だろう。飽くまで2020年春頃にかけて賃金・物価が加速度的に上昇した場合の話だが、失業率がある閾値を跨いだ途端にインフレの基調がガラリと変わる過去の傾向が再現される可能性は否定できない。国内外の景気、インフレ率の動向は不確実性に満ちあふれており、メインシナリオにするのは憚られるが、サブシナリオとして認識しておきたい。

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、第一生命保険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。

