

金融緩和の副作用 ～リバーサルレートに加えて認識したいこと～

2018年5月9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】

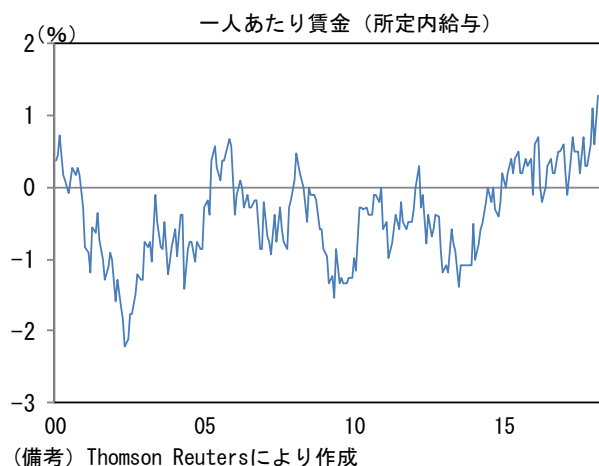
- ・欧米で主要な経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は横ばい。トランプ大統領がイラン核合意から離脱すると発表したことで地政学リスクが懸念されたほか、米長期金利上昇が上値を抑制。原油安も重荷となった。WTI原油は69.06ドル（▲1.67ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨は米長期金利が上昇する下でUSDが主要通貨に対してやや強含んだものの、JPYは売られず、USD/JPYは109近傍で一進一退。
- ・前日の米10年金利は2.976%（+2.6bp）で引け。欧州債金利上昇に追随した後、3年債入札を無難に通過。その後、核合意離脱の報道に米金利低下で反応。カーブはフラット化継続。5年10年、5年30年がそれぞれ縮小。欧州債市場（10年）はドイツ（0.561%、+2.9bp）、フランス、イタリア、スペインが金利上昇。対独スプレッドはイタリアがワイドニング。連立政権樹立が困難との見方が強まり、再選挙の可能性が高まったことで、更なる政治混迷が懸念された。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

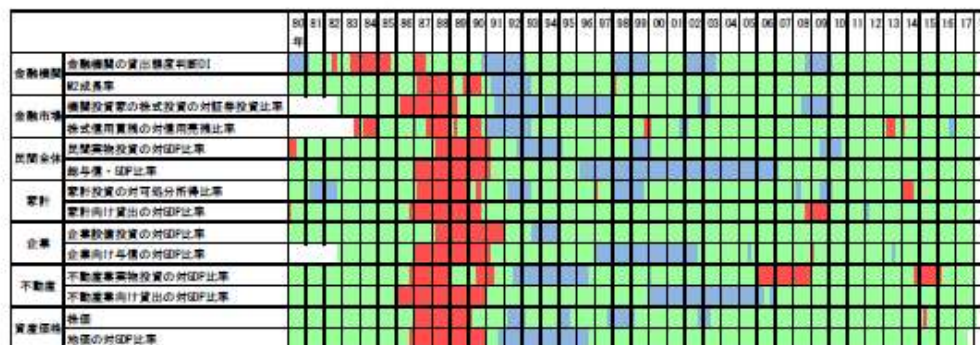
- ・日本株は主要企業の決算を見極めたいとの思惑から動意薄。USD/JPY上昇にもかかわらず小幅安で推移している（10:30）
- ・3月毎月勤労統計によると現金給与総額は前年比+2.1%と、2000年代入り後で最も強いレベルに到達。このうち所定内給与は+1.3%と非常に強く、一般労働者に限定しても+1.1%と基調は明確に上向いている。1月以降、サンプル要因で強さが誇張されている可能性はあるものの、4月のベア反映を前に所定内給与が1%超に達したことは驚きである。



< #金融システムレポート #出口論 #ミドルリスク企業 #過剰なリスクテイク >

- ・日銀が4月に発表した金融システムレポートでは「金融循環の面で、目立った過熱感は窺われない」、「資本と流動性の両面で相当の耐性を備えている」として金融システムの健全性は保たれているとの見解を示しつつも、システムレポートが定点観測しているヒートマップでは観察することのできないリスクとして一部金融機関が「『ミドルリスク企業』向けを中心に低利による貸出を積極化させている」ことを指摘している。その補足説明として「金融ギャップのプラス局面がバブル崩壊後、最長となっている。金融機関や企業・家計が緩和的な金融環境の継続を前提に行動するようになると、緩和的な金融環境でしか持続し得ない非効率な資源配分が実現し、マクロ環境が反転した際に、予想外の損失を被る可能性も考えられる」と言及している。これは景気拡大局面においてもなお金融緩和が長引く現状、それが過剰なリスクテイクを引き起こすことに警鐘を鳴らす意図があると思われる。

図表Ⅲ-5-1 ヒートマップ



(注) 直近は、金融機関の貸出態度判断 D1、株価が 2018 年 1～3 月、地価の対 GDP 比率が 2017 年 7～9 月、その他が 2017 年 10～12 月。

(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

図表Ⅲ-5-3 金融ギャップと需給ギャップ



(注) 直近は 2017 年 10～12 月。

(資料) 日本銀行

(日銀 HP より)

- ・日銀が物価目標の達成前に出口戦略（≡ Y C C 微調整）に着手する理由としては、これまで金融機関収益への悪影響、いわゆるリバーサルレート議論が挙げられてきたが、今後は金融システムレポートで触れられたような「不均衡」も重要な意味を持つようになるかもしれない。日銀の最重要目標が「物価」である以上、不均衡の蓄積が主役級の存在感を示すとは考えにくいものの、低金利環境の長期化に伴い、収益悪化に直面した金融機関が無謀なリスクテイクに走ることで、マクロプルーデンスが脅かされるという懸念をボードメンバーが共有する可能性は考えられる（詳細は金融システムレポート本文 P71-72 に詳しい）。部局は違えど、同じ日銀が金融緩和の副作用に警鐘を鳴らしているという事実を認識しておきたい。