

## 「10年」を自然に帰して「5年」に ～柔軟化した後の次の一手～

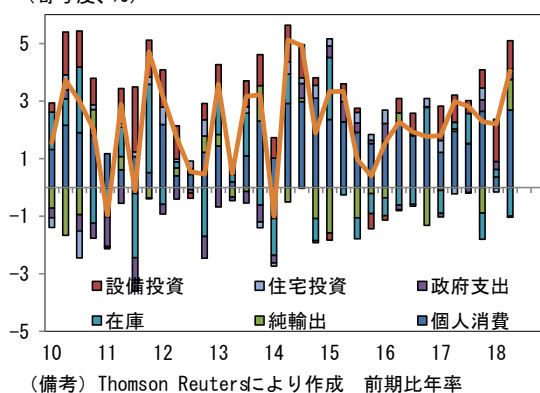
2018年7月30日（月）

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

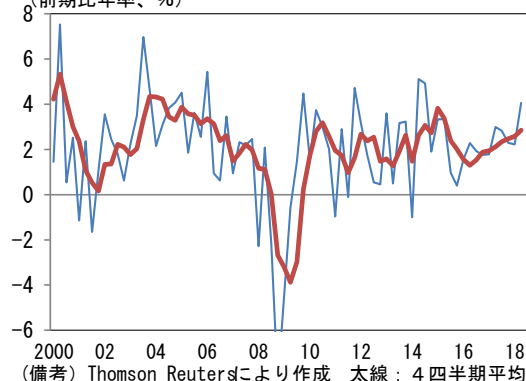
### 【海外経済指標他】

- ・米GDP（4-6月期）は前期比年率+4.1%と市場予想を満たす高成長。個人消費が+4.0%、設備投資が+9.3%とともに著しく伸び、純輸出（年率寄与度）が+1.1%の押し上げに寄与。他方、在庫（年率寄与度）は▲1.0%の下押し。この結果、全体の成長率から在庫を差し引いた最終需要は+5.1%と約12年ぶりの強さを記録。在庫投資の減少を踏まえると、こうした高成長が翌四半期も続く可能性が高い。

（寄与度、%） 米 実質GDP



（前期比年率、%） 米 実質GDP成長率



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は小幅ながら下落。米GDPは予想どおりの強さが示されたものの、この日決算が発表されたNYダウ構成銘柄の一角が軟調だったことに加え、SNS大手株が急落したことで相場全体に売りが波及。WTI原油は68.69ドル（▲0.92ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDの強さが中位程度。米GDPは予想どおり強い数字が示されたものの、米金利上昇は観察されず、USDが広範な通貨に買われることはなかった。この日最強のAUDが+0.31%、最弱のSEKが▲0.32%と小幅なレンジ。USD/JPYは111近傍、EUR/USDは1.16半ばで一進一退。
- ・前日の米10年金利は2.954%（▲2.2bp）で引け。マクロ指標は好調も、株式市場が軟調に推移するのを横目に金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.403%、▲0.1bp）、フランスが概ね横ばい、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ややワイドニング。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株下落の流れを引き継ぎ、安く寄り付いた後、もみ合い（10:30）。

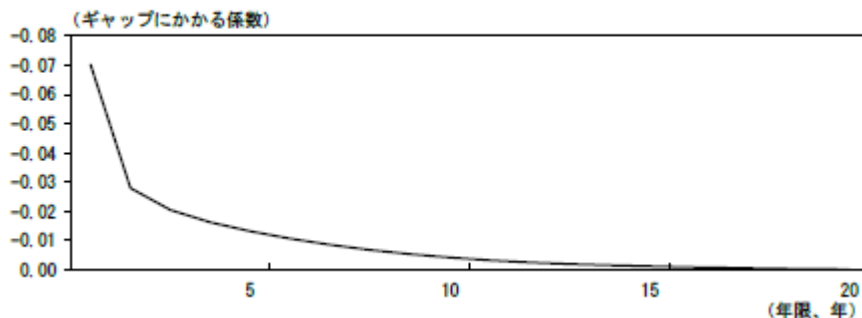
### < #金融政策決定会合 #5年金利 #柔軟化 #指値オペ >

- ・7月20日を皮切りに日銀の政策修正を巡る観測報道が相次いだことで、7月の金融政策決定会合の議論は出尽くしたように思える。不確実性はあるものの、①10年金利操作目標の「0%程度」の解釈が広げられる（声明文に『0%程度』は残す）、②ETF購入の配分割合がTOPIX連動型に多く振り分けられる、

この2点が有力視されている。

- ・①については、声明文で「柔軟化」の方針を示す何らかのシグナルが盛り込まれ、金融政策決定会合後に指値オペの発動水準が上方に切り上げられることで事後的に判明するだろう（※当レポートでは、2016年9月のYCC導入時のように「議長が指示」という形で政策変更が予告される、或いは10年金利の変動幅拡大が示される、単純に誘導目標が引き上げられる等といった案も示したが、その後の観測報道を受けてそれらの可能性は低下した）。最大の関心事は「上限」がどこに設定されるかだが、当初は0.13%、0.14%といった具合に小幅な変更にとどまり、時間をかけて0.25%程度まで引き上げられるのではないかと見られていた。なお、27日の14:00のオペ通知は0.10%と、これまでの0.11%より低い水準に設定された。過度な深読みは自重すべきだが、これは「柔軟化」の布石だったのかもしれない。②については購入額の減額は見込まれない。今回は配分割合の見直しに留まることから、マーケットインパクトはさほど大きくないだろう。
- ・ところで今回の政策修正の基本的背景は、物価上昇率が日銀の予想に反して鈍化する下、より長期にわたって金融緩和を続けるための枠組を構築せざるを得なくなったことであろう。10年金利を甦らせることで金融機関の収益圧迫という「副作用」に対処すれば、それが可能になるとの考えがあるとみられる。
- ・ここで少々気が早いだが、次なる政策変更の方向性を考えてみたい。最も単純な案としては「10年金利の引き上げ」が考えられるが、事実上2回目の引き上げは、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、それは難しいだろう（同時に避けるべき）。そこで有力視される選択肢としては、やはり「5年金利コントロール」への移行。5年金利コントロールの利点としては、①明示的な利上げを回避しつつ、②超長期ゾーン金利の過度な低下による運用難が解消できる、といったものがある。また、2016年9月の「総括的検証」で示されていた「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」との試算結果にも整合的になる。5年金利コントロールへの移行が直ちに俎上に載るわけではないが、中長期視点で金融政策を展望する際、念頭に置いておきたいシナリオだ。

(2) (1)と整合的な「各年限のイールドカーブギャップにかかる係数」  
(混合ベータ分布を仮定した場合)



(出所) 「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】

(補論図表8-2)