

Market Flash

発表日: 2018 年 8 月 27 日 (月)

日銀、増税前に緩和修正も？

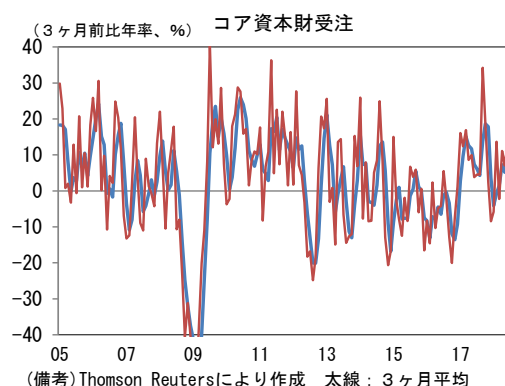
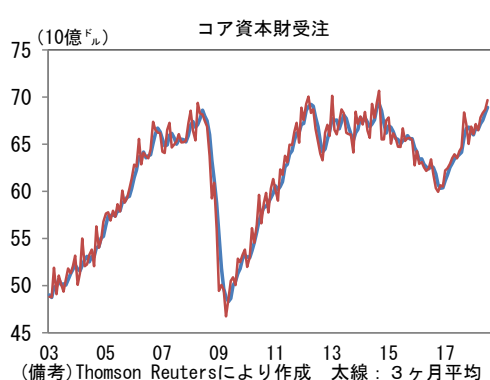
～ 5 年金利コントロールへの移行か～

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)

【海外経済指標他】

- 7 月米耐久財受注は前月比▲1.7%と予想比やや弱めも、輸送用機器と国防財を除いたコア資本財受注は+1.4%と強く、過去分も上方修正された。コアのモメンタムは3ヶ月前比年率で+10.8%と堅調で、サーベイ指標の強さと整合的な結果であった。



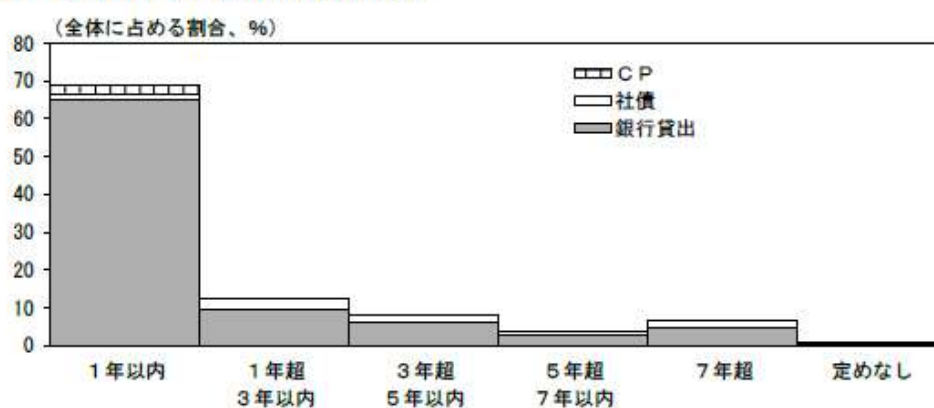
【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- 前日の米国株は反発。ジャクソンホールのパウエル議長講演では、短期の金融政策について具体的言及はなかったが「物価が2%を超えて加速する明確な兆しは見えない」として「政策金利の一段の緩やかな引き上げが適切になりそうだ」との見解を示したことで過度な引き締め観測が後退。市場は株高・USD安・金利低下で反応。WT I 原油は68.72ドル (▲0.03ドル) で引け。
- 前日のG10通貨はUSDが全面安。上記パウエル議長講演を通過すると米金利低下を横目にUSD売り優勢。リスク選好度が高まるなかでJPYも売られたことからUSD/JPYは111前半で一進一退、他方、EUR/USDは1.16前半へと水準を切り上げた。
- 前日の米10年金利は2.810% (▲1.6bp) で引け。上記パウエル議長講演のほか、国務長官の訪朝中止報道が材料視され金利低下。カーブはフラット化し、5年10年は9.8bpへと縮小。欧州債市場 (10年) はドイツ (0.345%、+0.6bp)、フランス、スペインが概ね横ばいとなるなかでイタリアが金利上昇。対独スプレッドはイタリアがワイドニング。トランプ大統領がコンテ首相に対して「イタリア政府が債務を来年借り換える際、イタリア国債を購入することで支援する用意がある」と伝えたとする伊紙の報道を手掛かりに、当初のイタリア金利は低下したものの、その後はジリジリと水準を切り上げた。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株高に追隨して高寄り後、もみ合い（9：30）。
- ・23日の日経新聞朝刊は「日銀、増税前に緩和修正も」と題した記事で現行のフォワードガイダンスについて「この文言からは19年10月までいまの低金利を続ける約束とは読めない」と指摘。また「日銀内には『景気が想定より堅調に推移すれば消費増税前に緩和修正に動くこともあり得る』との見方が一部にある」とも記載があった。
- ・フォワードガイダンスの解釈に法律の条文のような厳密性を求めるならばともかく、2019年10月という具体的時期の記載がある以上、それまでに引き締め方向への修正はないと考えるのが自然だろう。しかしながら、そういった一般的な受け止め方に反して、当該記事のように日銀が増税前に政策修正に踏み切るならば、どういった選択肢があるのか考えてみたい。
- ・選択肢としては筆者がこれまで当レポートで複数回指摘してきた5年コントロールへの移行がある。その利点は導入段階において①明示的な利上げを回避しつつ、②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、かつ自らが③過去に示した試算結果と整合的でそれなりの理論武装ができる、という3点。日銀は2016年9月の総括的検証で「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」との定量分析を示していた。貸出、社債といった資金調達へのデュレーションが、短期～中期ゾーンに集中していることがその背景という。つまり5年以下の金利を刺激した方が、企業の積極的な資金調達が促されるという分析だ。
- ・「引き締めではなく調整」といった論法で金融政策の正常化を進めるならば、5年金利コントロールへの移行は有力な案だろう。もちろん、現時点において増税前の緩和修正はサブシナリオに過ぎないが、政策修正の選択肢として頭に入れておきたい。

（3）銀行貸出等の金利更改期別残高



- （注）1. CPは銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABCPを含む。
社債（満期までの残存期間を金利更改期とみなして集計）は、銀行・証券による発行分およびサムライ債を除く。
2. 銀行貸出（大手行と地域銀行の合計）は2016/3月時点、CP・社債は2016/6月時点。
- （出所）証券保管振替機構、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg、日本銀行

（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

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調査研究本部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。見直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。

