

Market Flash

発表日: 2018年11月12日(月)

副作用解消のための副作用もある

～過剰なリスクテイクを金融政策でコントロールできるか?～

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: 03-5221-452)

- ・日経平均は年率10%程度の上昇カーブを描き、先行き12ヶ月で25000に到達しよう。
- ・USD/JPYは米利上げ打ち止めが視野に入中、先行き12ヶ月で100へと下落しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年春頃まで維持するだろう。
- ・FEDは2019年後半に利上げを小休止する可能性があるだろう。

< #主な意見 #副作用 #副作用解消のための副作用 >

- ・8日に発表された「主な意見」(10月30-31日開催分)では「長期金利を長期にわたり『ゼロ%程度』に誘導した場合に、インフレ期待への影響がかえって低減しないかどうか注意が必要である。枠組みとしては緩和方向を維持しつつ、金利変動幅や金利操作目標年限等について、柔軟に検討していくことが重要である」との記述があり、将来的な金融政策の微調整を支持する政策委員の存在が明らかになった。
- ・その他にも「地域金融機関では、貸出金利が低下傾向にある中で相対的にリスクの高いミドルリスク企業向け貸出等を増やしており、仮に景気後退局面となり信用コストが顕在化した場合には、加速度的に収益悪化が進む恐れがある」、「金融システムに関するリスクの点検に当たっては、モデルで必ずしも描写しきれない構造変化など、様々な要因についても目配りする必要がある」といった具合に、いわゆる「副作用」の議論が目立った。低金利環境下で生じる金融機関収益(地域金融機関を念頭)の圧迫およびそれを回避するための結果として選択される過剰なリスクテイクが、金融システム全体を揺るがすとの懸念が強まっている模様。
- ・こうした副作用への言及を「出口への布石」と捉える向きも少なくないが、筆者はそうした見方に距離を置いている。金融機関および資金需要者である事業法人や不動産投資家のリスクテイクの背景に低金利環境があるのは確かだが、無リスク利子率(10年金利と仮定)を0.2%から例えば0.4%へと引き上げたところで、そうした主体のリスク志向が大きく変化するとは考えにくいからである。日銀金融システムレポートが警鐘を鳴らしているミドルリスク企業向け貸出(低採算先貸出)や不動産貸出の増加トレンドを金融政策の微修正でコントロールするのは困難と考えられ、そうした戦略が理に適っているとは思えない。(※なお現在の年率5%超のトレンドで不動産貸出残高が増加した場合、19年4月の次回FSRではヒートマップが「赤」く点灯する)。
- ・日銀が利上げをすれば、割引率が上昇(割引現在価値の低下)することで過剰投資が抑制される可能性はあるが、それは同時に株価下落など、あらゆる経済活動に影響を与える。原田委員は「実際

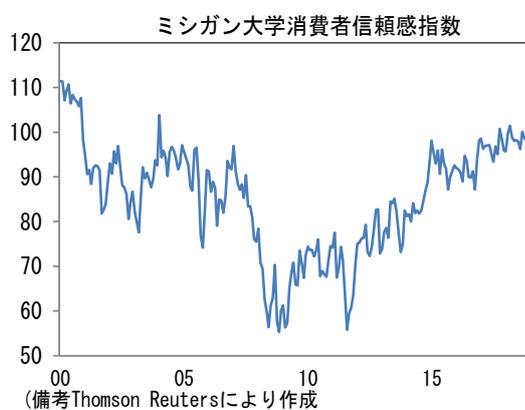
に金利を引き上げれば、債券価格と株価の下落、円高で企業の経営が悪化し、信用コストが増大することで、民間銀行は大きな打撃を受けるでしょう」と指摘。「出口に行くことの副作用」を考慮すべきとしている。副作用対処のための出口戦略着手によって株安・円高が誘発され、マクロ環境が悪化し、その結果として消費者物価の上昇が阻害されることは日銀が最も避けたい（避けるべき）展開だろう。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は欧米株安に追随して安寄り後、下落幅縮小（10：30）。

【海外経済指標他】

- ・11月ミシガン大学消費者信頼感指数は98.3へと10月から0.3ptの低下に留まり、市場予想（98.0）を上回った。現況が113.2へと0.1上昇、より重要な期待は88.7へと0.6pt低下したものの、2000年代を通じて有数の高水準を維持。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は下落。中間選挙後にラリーした反動があるなか、NASDAQが▲1.6%と大きく下げた。WT I 原油は60.19ドル（▲0.48ドル）。
- ・前日のG10通貨はリスクオフに傾斜する下でJPYとCHFが強含む一方、一次産品価格の下落を背景にNOK、CAD、AUD、NZDが軟調。米長期金利は低下したものの、USD全面安とはならなかった。
- ・前日の米10年金利は3.182%（▲5.5bp）で引け。ドイツ国債ラリーに追随した後、米国時間は株価下落を横目に金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.407%、▲5.0bp）、フランスが金利低下。イタリア、スペインが概ね横ばい。

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。