

Market Flash

発表日: 2019年8月19日(月)

念のためネオ・フィッシャー的思考 ～日銀が緩和競争に参加しない理由?～

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)

- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利下げ観測が支配的となる下、先行き12ヶ月は105程度で推移しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは予防的利下げを実施後、様子見に転じるだろう。

< #緩和競争 #日銀は参加せず >

- ・グローバルな緩和競争が過熱。FED、ECB、その他中銀(NZ、メキシコ、インド、タイ等)の政策スタンスは何れも利下げ方向に傾斜し、欧州では多くの国の10年金利がマイナスへと沈み、ギリシャですら2%近傍まで低下した。米30年債は初めて2%を割り込むなど、世界の金利は枯渇しつつある。そうした中で日銀が9月の金融政策決定会合でマイナス金利を深掘りするとの声がある。
- ・筆者はその可能性は低いとみる。利下げによって期待される政策効果が小さい一方、副作用が無視できないためだ。①貸出金利の低下を通じた貸出促進、②日米金利差拡大を通じた円安という2大ルートに働きかけるといって、僅かながらのプラス効果がありそうだが、一方で③銀行収益(貸出利鞘縮小)に与える副作用、④年金・生保等の運用難に拍車をかけるという副作用に目を向けると、費用対効果が微妙である。日銀はマイナス金利深掘りに際して、日本版TLTROを創設することで銀行収益悪化の回避を図るだろうが、銀行株のPBRが不気味なほど低水準に沈んでいる現状、金融株の更なる下落を招く恐れのある追加緩和策はギャンブルの色彩が強い。金融株はTOPIXの10%程度のウェイトを占める。また日30年金利が0.2%を下回り、マイナス圏突入が視野に入っていることも重要。この水準は「イールドカーブの過度なフラット化」が問題視された2016年のレベルに近い。
- ・日銀がマイナス金利を深掘りしない理由として、念のため抑えておきたいのは、一般的なフィッシャー式の解釈に疑問を呈する考え方。一般的なフィッシャー式は「名目金利引き下げ→実質金利低下→予想インフレ率上昇」等といった具合に名目金利を出発点とするルートで説明されるが、別の解釈では、実質金利が潜在成長率(0%台後半)に一致して固定的であると考えられるケースもある。この場合、実質金利が不変なら、名目金利引き下げは予想物価上昇率を引き下げてしまう。
- ・仮に名目金利を出発点とするルートが正しかったとしても、金利引き下げが経済にプラスの影響を与えないケースもある。一般に名目金利引き下げが景気刺激効果を持つとされるのは“常に”

「代替効果>所得効果」という前提が置かれているためだ。ここでいう代替効果とは、金利低下による貯蓄動機低下が投資・消費動機を高めること。所得効果とは、金利低下による金利収入減少である。たしかに、この状態では名目金利引き下げが実体経済（投資・消費）を刺激することで、予想物価上昇率を高める。しかしながら、現在の日本がそうであるように超低金利が20年も続いている状態では「代替効果」が食い尽くされてしまい「所得効果>代替効果」となっている可能性が指摘できる。その場合、名目金利引き下げは、将来の利子収入が減少するとの予想を生み出し、デフレの状態を作り出してしまうことになる。これは年金2000万円問題の過熱が浮き彫りにしたように、利子収入が見込めないことが将来不安増幅を通じて消費を抑制している日本の現状を一部説明しているように思える。

- ・これまでの経緯を踏まえると、近い将来、日銀がフィッシャー式に疑問を呈する主張を展開し、利上げ方向に傾くとは考えにくい。だが、グローバルな緩和競争に距離を置く論拠として、こうしたネオフィッシャー的な説明が採用される可能性はゼロではないだろう。念のため注意を払いたい。

【株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は欧米株高に追随して高寄り後、もみ合い（10：30）。
- ・**7月貿易統計**によると輸出金額は前年比▲1.6%、輸入金額は▲1.2%とそれぞれ市場予想を上回った。輸出は当社作成の実質ベースで前月比+1.3%と2ヶ月連続。3ヶ月平均でも下げ止まっている。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は上昇。新規の材料に乏しいなか、週前半の下落を取り戻す展開に。WT I原油は54.87ドル（+0.40ドル）。
- ・前日のG10通貨はドイツの財政出動に対する期待からEURが買われた以外に大きな動きはなかった（ただし一日を通してみれば小幅下落）。USD/JPYは106半ばへと小幅に水準を切り上げた。
- ・前日の米10年金利は1.554%（+2.7bp）で引け。過去数日の超長期金利の急速な低下を修正する動きからカーブはスティープ。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.685%、+2.8bp）、フランス、イタリア、スペインが金利上昇。

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。