

経済の舞台裏

2023年9月28日(木)

マイナス金利解除は「竹槍」「ひのきのぼう」レベルの円安抑止力か

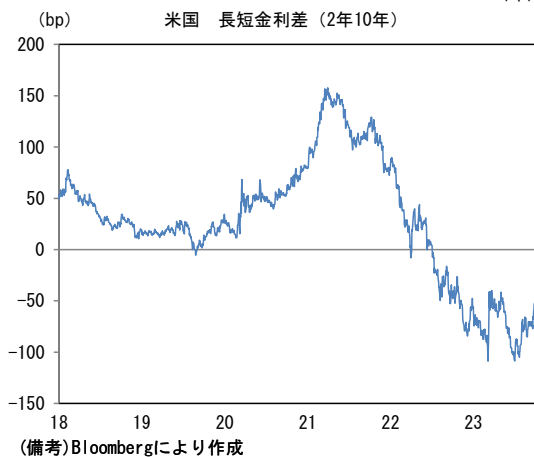
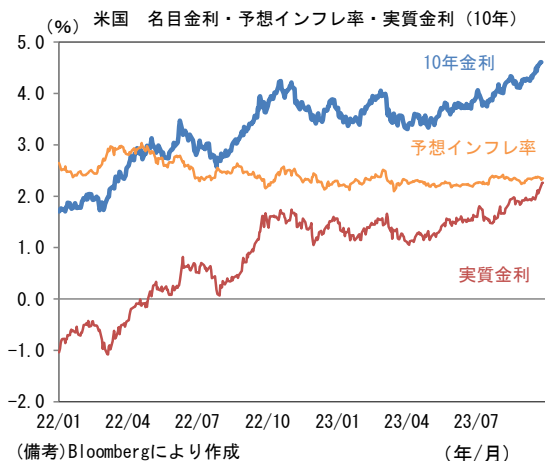
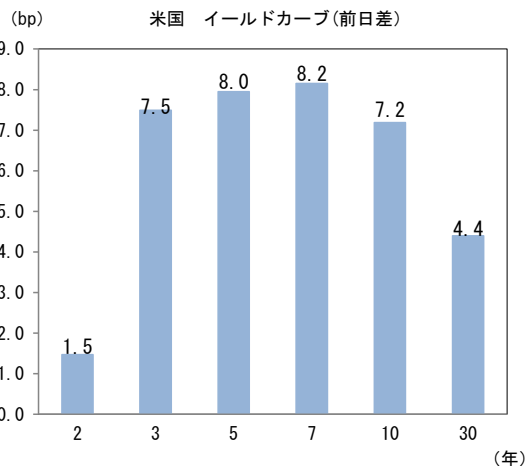
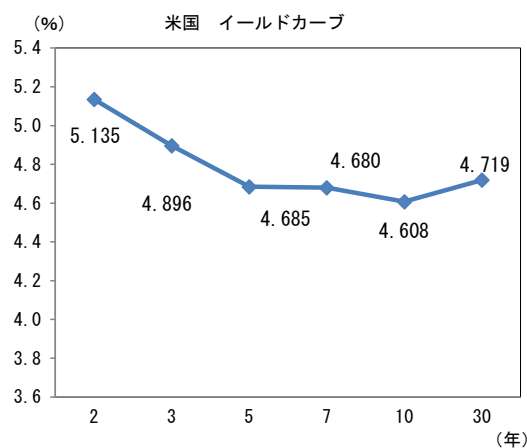
第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 藤代 宏一 (TEL:050-5474-6123)

- ・ 日経平均は先行き 12 ヶ月 34,000 程度で推移するだろう。
- ・ USD/JPY は先行き 12 ヶ月 138 程度で推移するだろう。
- ・ 日銀は 2024 年前半にマイナス金利を撤廃するだろう。
- ・ FED は FF 金利を 5.50% (幅上限) で据え置くだろう。利下げは 24 年後半を見込む。

< 金融市場 >

- ・ 前日の米国株はまちまち。S&P500は+0.0%、NASDAQは+0.2%で引け。VIXは18.2へと低下。
- ・ 米金利は中期ゾーンを中心に金利上昇。予想インフレ率(10年BEI)は2.345%(+2.9bp)へと上昇。実質金利は2.260%(+4.1bp)へと上昇。長短金利差(2年10年)は▲53.2bpへとマイナス幅縮小。
- ・ 為替(G10通貨)はUSDが堅調。USD/JPYは149後半へと上昇。コモディティはWTI原油が93.7ドル(+3.3ドル)へと上昇。銅は8114.0ドル(+23.0ドル)へと上昇。金は1872.3ドル(▲29.3ドル)へと低下。



<注目点>

- ・植田総裁は9月22日の総裁記者で、早ければ年内にもマイナス金利撤廃の条件が揃う可能性があるとした9月9日配信の読売新聞インタビューに関する追加の質問に対して、2%の物価目標の安定的な達成には「まだ距離がある」、「距離感が動いたわけではない」との見解を固持した。
- ・もともと、為替が急激に円安に振れるなどすれば、日銀が対応を迫られる可能性は否定できない。原油価格が落ち着いていた8月までの状況であれば、輸入物価の上昇圧力が限定的であったため、日銀が円安を静観することに対する風当たりはさほど強くなかったが、9月入り後の原油高とUSD/JPY150接近を受けて日銀を取り巻く環境は変化したとみられる。
- ・仮に日銀が円安対策としてマイナス金利解除を検討する場合の論点として、①内田副総裁の発言に対する整合性、②円安抑止力の効果がある。
- ・まず、内田副総裁が8月に示した見解は以下の通り（下線は筆者）。

短期政策金利ですが、この部分は、日本銀行が自ら決めて、完全にコントロールすることができます。将来仮にマイナス金利を解除して例えばゼロ金利にする、ということになれば、この短期政策金利を、0.1%分だけ「引き上げる」ことを意味します。その決断は、「実体経済面で需要を抑制することで、物価の上昇を防ぐことが適当」と判断するということです。先ほどご説明した「リスクマネジメント・アプローチ」の考え方から言えば、-0.1%のマイナス金利を維持することで、「引き締めが遅れて、2%を超えるインフレ率が持続してしまうリスク」の方を、より心配する状況になるということです。現在の経済・物価情勢からみますと、そうした判断に至るまでにはまだ大きな距離があると思います。

この発言を素直に受け止めれば、来年以降、更に強い賃上げが続くなどしてデマンド・プル型のインフレが定着し、物価が2%から上放れするような事態にならない限り、マイナス金利を解除しないと判断される。この発言は、仮にマイナス金利の解除が実施される場合、その妥当性を説明する際の障壁となろう。

- ・だが、事後的に発言の意図を修正することは可能に思える。例えば（発言当時と比べて）需給ギャップがプラス幅を拡大したり、予想インフレ率が上振れたりすれば、利上げ後も実質的な政策金利は依然として緩和的であり「引き締めには程遠い」などと説明することはいくらかでも可能だろう。このような論法は8月31日に田村委員が使っており、今後中枢メンバーの発言に登場すると筆者はみている。

仮にマイナス金利、解除したとしても、その後、金利を低位に抑え込む、抑えていくということであれば、それは金融引き締めとか、金融緩和の縮小というよりは、金融緩和を継続しているということだというふうに理解をしております。

- ・では、仮にマイナス金利が解除された場合、それが為替に与える影響はどうだろうか。政策金利

の引き上げそれ自体は日米金利差の縮小を通じて、短期的には円高要因になりそうだが、ここで改めて利上げ幅に注目する必要があるだろう。F e dがこの1年半で525bpの利上げを実施したのに対して、日銀のそれは僅か10bpに過ぎない。攻撃力は「竹槍」や「ひのきのぼう」程度ではないか。

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。

