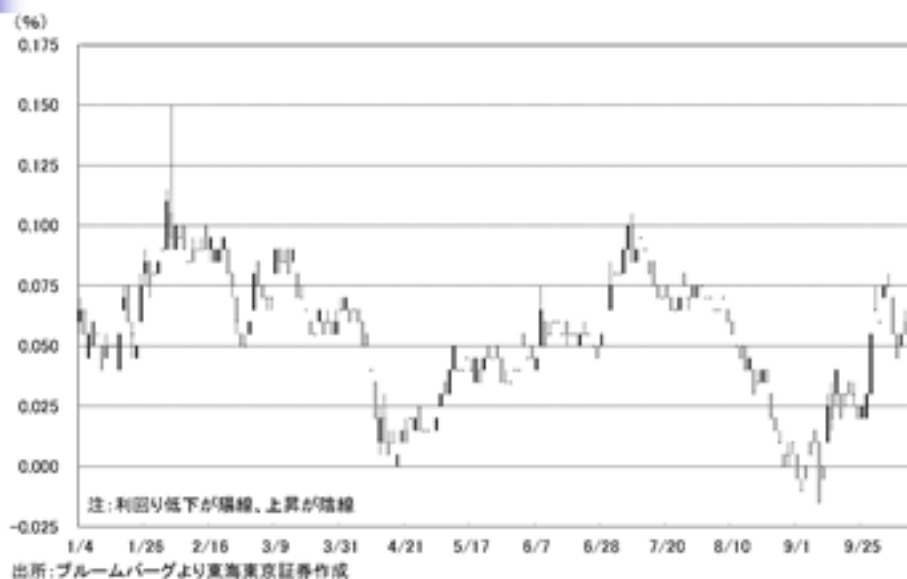


【佐野】 東海東京証券の佐野でございます。このたびは、このような盛大な講演会に講師として招いていただいたことに、まず感謝申し上げたい。そしてご参加の皆様にも、有益な話ができたらと思っております。

私の講演時間は、5時15分まで1時間ちょっと、少し長目でございますけれども、おつき合いのほどよろしくお願いいたしますと思います。

資料に沿ってお話しさせていただきますが、少し飛び飛びになったり、そういう場面もあるかと思いますが、ご理解いただければと思います。

<10年国債利回り推移(2017年)>



まず、最初のページが、ことしに入ってから長期金利10年国債利回りの推移ですけれども、本来、昨年9月ぐらいから眺めたほうがいいのかという感じもするのですが、ご承知のとおり、昨年9月に日銀が、量的質的金融緩和、それにマイナス金利政策をつけ加えたものをイールド・カーブ・コントロールということで衣がえしたなど。なかなかマーケットは落ちつかなかった。長期金利をゼロ%程度に抑え込む、可能なのだろうか。もちろん、日銀が大量に国債を買うわけですから、基本的にはできるのだろう。でも、ゼロ%程度の程度というのが、どのようなレンジを示すのかが、つかみどころ

なかったのかなと。ざっくり下がマイナス0.1、上がプラス0.1ぐらいかなという見方が強く、結果的にそれは正しかったのかもしれない。

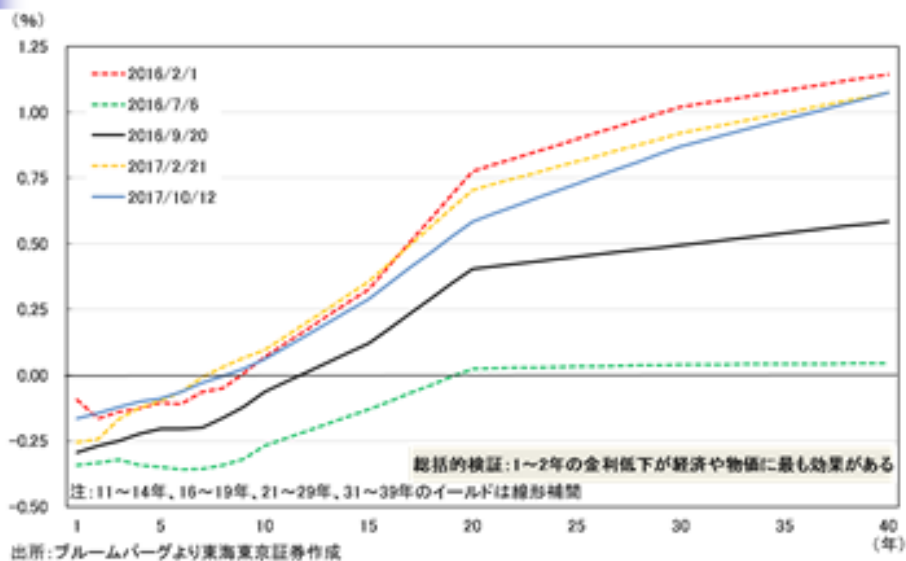
グラフからも確認できますとおり、ことし2月3日ですけれども、プラス0.15%という水準をつけています。このとき、底流にあったのは、海外、欧米の長期金利が上昇した。その引き金は、昨年11月にアメリカ大統領選でトランプ候補が勝った。それが彼の政策を通じアメリカの金利を引き上げ、波及をした。少し時は経ていますがけれども、やはりそれが今申し上げましたとおり底流にあって、そして10年国債の入札が少し悪かった。もしかすると海外金利が上がれば、日銀がゼロ%程度という長期金利ターゲットを引き上げるかもしれない、そういった懸念が一部にあったことも事実です。やはり我々市場関係者がまだこの政策になれていなかった。どうやら日銀は0.15%というのが上がり過ぎだと。ですから、それを抑え込むような国債買い入れ額を増やしたりだとか、0.11%ということで指し値オペをする。そこで水準感を示す。これが上限0.1%というのを示すことになったわけですが、あとは、時間の経過とともに我々マーケットもなれ、おおむね平均するとゼロ%よりも若干上、プラス圏内にいますが、イールド・カーブ・コントロールがそれなりにうまくいっているという状況が、グラフからもご確認いただけるのではないかと思います。

さて、イールド・カーブ・コントロールというからには、長期金利だけターゲットにするのではない。短期金利はマイナス金利政策でマイナス0.1%、そこをターゲットにしたわけですから、短期金利のマイナス0.1%、そして長期金利のゼロ%程度、それをつなぐのがイールド・カーブ、国債の利回り曲線であるので、その全体をターゲットにするのだと。そうすると10年より外側のゾーンはどうなのだ。20年、30年、40年、フリーハンドなのではないか。こういった懸念ももちろんあったわけです。(次ページのグラフ)緑色の破線が昨年の7月6日、一番短いところ、1年から40年までの国債利回りがプロットされているわけですが、実際に新発国債が存在するゾーンでいうと、20年も瞬間的にマイナスになった。30年、40年債利回りもほぼゼロ%程度。マイナス金利政策を導入することによって、かなりの銘柄がマイナス利回りになった。そうすると最終投資家さんは、なかなかそれを買わないですよ。少し年限のリスクをとって高い利回りの銘柄を買う、いわゆるイールド・ハンティングなるものが起こった。それによって一気に緑色の破線のようにイールド・カーブが極端なフラット化を示した。ただ、日銀はあまりこれはいい現象ではないのかなと。彼らも想定しなかったようであります。

例えば長い年限ですと、生保さんとか年金さんの運用が難しくなる、そんなに経済に影響を与えていないゾーンなのではないか、それがイールド・カーブ・コントロール導入の背景になったわけです。そして導入後、どこまで利回りが上がって、とりわけ10年よりも外側のゾーン、イールド・カーブが立つのかということがわからなかった。



<国債イールド・カーブ変化>




2

ここでは、赤い破線は昨年2月1日、マイナス金利政策導入決定直後でありますので、比較するところは黄色い破線になります。これがことし2月21日。おおむね昨年9月イールド・カーブ・コントロール導入後、最も利回りが上がって、最もイールド・カーブが立ったところであります。20年でいうと、ざっくり0.7%。個人的には、ちょっとこれは行き過ぎなのではないかと思いました。

時間の関係上、後ほど触れることができないので、ここで申し上げますと、債券市場関係者の皆さんからすると、そんなのはよくわかっている、釈迦に説法のところもありますけれども、イールド・カーブにはタームストラクチャーなるものが存在する。バーベルブレット取引というのがあるのですが、バーベル、これは持ち上げるバーベルです。ブレットというのは、真ん中の持ち手のことを言います。ですから、真ん中の持ち手の運用を10年国債だとします。日銀がゼロ%程度でグリップをしているので、利回りはゼロと仮定します。年限はもちろん10年です。それに対して持ち手のバーベルは2年と20年を1対1で合成債券として持つとします。

2年は、今大体マイナス0.15ぐらいの利回り。20年は0.6%を切っているのですが、仮に0.7%まで利回りが上がったとします。実際この2月にはそういった水準もあった。そうすると2年と20年を1対1で持ったときの合成債券の利回りは、マイナス0.15プラス0.7、0.55を2で割るのです。そうするとプラス0.275%、平均年限は2足す20割る2ですから11年。もちろんブレットの10年より若干年限は長いですが。しかしゼロ%に対して利回りは0.275ある、そうすると、きっと多くの方が、そのバーベルを買ってブレットを売るという裁定取引をするのではないかと。そう考えると、例えば20年の利回りが、今0.7で例示しましたけれども、0.8、0.9、1%と上がるのは、恐らく難しいですよ。これが債券市場固有の考え方。でも、イールド・カーブ・コントロールになれていなかったものから、10年のターゲットにしているゼロ%程度をもし上げるのであれば、これが20年だともっと上がりますよね。



今年度のシナリオ・ライティング(1)

- 今年度内、日銀の金融政策は不変であり、イールド・カーブ・コントロール(YCC)が強力に働こう。そして、来年4~6月(はドル安円高から追加緩和の可能性を高く見込む)
 - 「多くの委員は、海外金利の上昇を理由に、日本銀行の長期金利操作目標を引き上げることは適切でないとの認識を示した。このうち何人かの委員は、米国や欧州の物価上昇率は2%近傍となっているのに対し、わが国は未だ0%程度であり、金利上昇に向けて政策転換を考る時期ではないと述べた。」(3月15、16日金融政策決定会合、出所:日本銀行)
- 金融政策の変更には消費者物価の大きな変動が必要条件
- 消費者物価に強い影響を与えるのは原油とドル/円。シェールオイルの供給圧力とOPECの減産からWTIの価格は1バレル=40~60ドルが中心レンジと予想。したがって、ポイントはドル/円に絞られる

3

そこで、3ページなのですが、我々債券市場が非常に勇気づけられたのが、3ページの最初の赤丸です。5月2日に公表された3月15、16日の金融政策決定会合の議事要旨の抜粋です。読んでいただければおわかりになると思うのですが、海外金利は上がっても、我が国は2%の物価目標が全くできていないわけで、したがって、金融政策、例えば長期金利のターゲットを引き上げるようなことをしませんが日銀自身が明言している。そうすると先ほど少し懸念があった欧米金利が上がると日銀が動くではないかというのは、ある意味完全否定された。だとしたら、先ほどの20年が0.7%つくような事態は、もう起こらないと断言できたのかなと。

では、どうなったら2%の物価目標ができるのでしょうか。やはり我が国の場合、原油価格が上がる、円安が進む、この2つのファクターがそろわないと難しいですよ。恐らく原油でいえば、1バレル100ドル近く、円安は1ドル120円以上で持続的なそれが必要なのかなと。こうお示しするだけでほとんど難しいかなと思うのですがけれども、一応関連するグラフをごらんいただきますと、6ページがWTIの原油先物の動きであります。



<NY(WTI)原油先物・当限>



6

最近ではほぼ1バレル40ドルと60ドルの間、先物市場というのは、一種変わったマーケットというか、特に先物は、ファンダメンタルズで基本価格が決まっても、そこに多くの投機資金が入ることによって、ファンダメンタルズで決められた方向性をより強化してしまう。そういった動きがなければグラフからも確認できるような1バレル140ドルを超えたりだとか、20ドルに迫ったりということはやはり考えづらいのかなと。裏返せば、ファンダメンタルズ的にレンジが決まってしまうと、しかもそれが狭い、そうすると投機のお金が入ってこないですよ。今がまさにそういう状況だと思います。

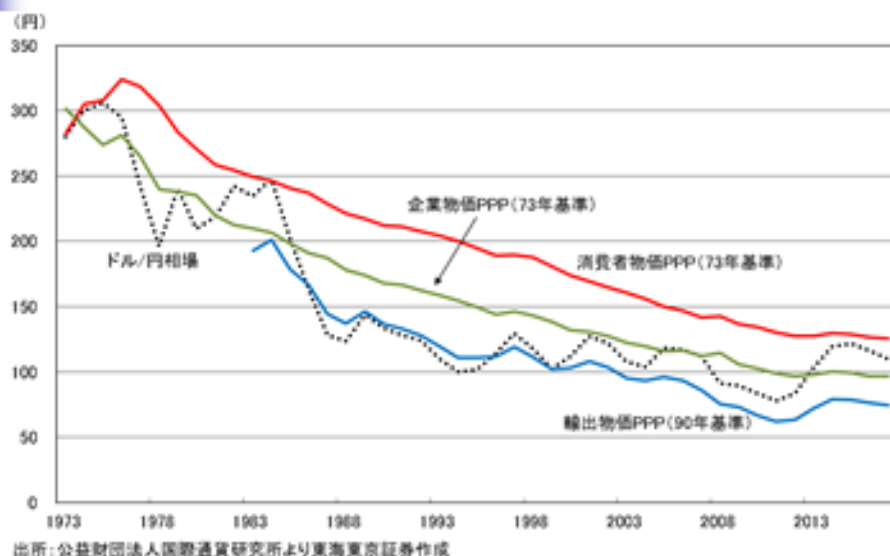
下値はOPECの減産が、上値は、例えば1バレル60ドル以上になるとシェールオイルのコストに当たるわけですから増産だと。ですから、ファンダメンタルズがレンジを狭くする投機のお金が入ってこないということは、1バレル100ドルを目指すなどというのは、現状では不可能に近いのかなと。

では、為替はどうでしょうか。今も1ドル112円台だとか113円台。市場では少数派ではあっても1ドル125円を目指すという見方はあるのではないかと思います。

そこで、ここは忘れていただいてもいいのですが、私は、このドル円の見通しに関し、かなり少数派の立場であります。それは、1ドル100円前後、いや90円台を含めてその水準を来年4～6月に見るのではないかと考えています。

忘れていただいても結構だと申し上げたのは、そもそも少数派だったのですが、一段と少数派というより、私の根拠自身がちょっと揺らいでいる。だったら、ここで説明する必要もないのではないかという気もするのですが、あえてそこは正直に。

<購買力平価・ドル/円>



7

7ページは、有名な購買力平価のグラフです。黒田総裁も多大な信奉者でありますけれども、長期的にはドル円は購買力平価で決まっていると。日米が、同じ品物は最終的に同じ値段で買えるように、まずはお互いの物価上昇率がある。日米物価上昇率が一緒だったら、為替での調整が必要ないので、購買力平価はフラットになるはずですが。

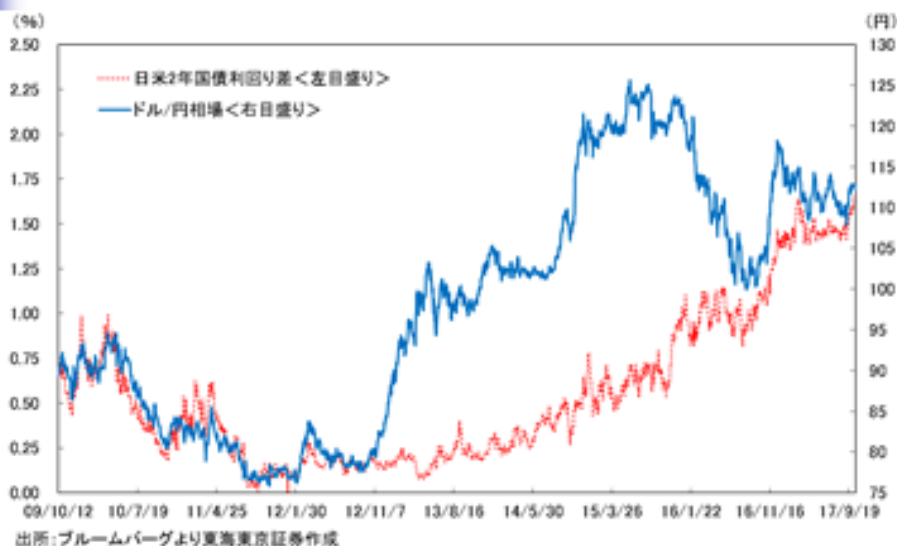
ところがご承知のとおり、我が国の物価上昇率は、絶えずアメリカよりも低いので、購買力平価のトレンドはドル安円高だと。輸出物価をとっても、企業物価をとっても、消費者物価をとっても一緒だ。

日米が同じ品物は同じ値段で買える、それが物価上昇率と為替で価格調整するという、この理解からすると、本来、輸出物価の購買力平価が基準になってしかるべきですよ。輸出品だったら、ある意味完全に為替で調整される。ところが、消費者段階まで行くと、すなわち消費者物価ですと、決して価格調整されないようなサービス品。よく例に出すのですが、仮にですが、ニューヨークの理髪店代よりも東京都の理髪店代のほうが安い。そのときにニューヨークに住んでいる人が散髪しに東京に来るかといったら、来ないですよ。ですから、消費者物価の購買力平価を超えるドル高円安というのは、本来、ないだろう。実際この73年基準の消費者物価の購買力平価をごらんいただくと、実際のドル円がそれを超えたことは確かでない。

お話を戻します。本来、輸出物価の購買力平価が基準になってしかるべきだった。かつてはそうだった、2000年ぐらいまでは。ところが、これは経験則なのですけれども、今は緑色の線、企業物価の購買力平価が中心に見える。そしてこの今のレートが1ドル100円前後だと。したがって、長期的にはここに向かうのではないかと。でも、あくまで長期的な均衡水準なので、短期的にはよく知られるとおり金利差で動く。そこで日米2年金利差を見ましょうと。長期金利差で見ないのは、例えば10年というタイムホライズンを持つ、そういった場合は、やはり物価でデフレートすべきですよ。実質化する。物価上昇率を勘案しないということはない。かつ、日米2年金利差というのは、かつてドル円相場をきっちり説明できてい

た。


<日米2年金利差とドル/円>



8

これは白川前総裁時代に日銀が調べたものでもあるのですが、グラフをごらんいただければ一目瞭然だと。ところが黒田総裁誕生後、日銀の金融政策は、量的質的金融緩和がマーケットに強い円安期待を与えたので、過度に円安が進んでしまった。ただ、それはあくまで過度だったので、昨年ちゃんと正されました。そしてその後は、先ほどトランプ大統領誕生と申し上げましたが、それがドルにプレミアムを与えた。ですからドル高円安が少し進んだ。そのプレミアムもはげ、私は、後ほどお話しさせていただきますが、アメリカは構造的にデスインフレ化している、それをFRBが早く判断するのであれば、FRBの利上げは今回のセッションの中で最高で2回までではないか。これが間違っていますよね。既に4回やっている。12月も利上げ必至と考えると5回目です。それにしただがって、アメリカの2年国債利回りが上がっているので、赤い点線をごらんいただきたいのですが、これが日米2年金利差で、本来の軸は左側にあります。でも、これをドル円のフェアバリューと考えるのであれば、右の軸で見ることになりますよね。そうすると今の日米2年金利差で説明できるのは、110円をちょっと超える水準にあります。ということは、今のドル円はフェアだと、これだったら100円前後はいかないよね、そのとおりだと思います。ですから私の説明は苦しくなっているのかなと。ただ、まだ諦めていないのは、そろそろアメリカの景気回復も9年目、長期化している。ちょっと金利感応度の高い分野も弱くなってきている。恐らくリセッションには決して至らないでしょうが、グロースリセッションという言葉も使えるか。これはまた怪しいですけども、そういった景気減速期が遠くない。そしてそれがあって初めて、なかなか構造的なデスインフレを認めないFRBなので、利上げをストップするか。まだ捨て切れないうえです。

実は、この見通しがある意味コンフューズさせるのですが、また自分で説明していてコンフューズさせるというのも変なのですけども、これはちょっと戻っていただいたほうがいいですかね。



今年度のシナリオ・ライティング(2)

- ドル/円の長期的な均衡水準は購買力平価から少なくとも、1ドル = 100円前後のドル安円高方向が妥当と判断
- 短期的には日米2年金利差が主たる尺度。現在、1ドル = 100円台後半がフェアと映る
- トランプ政権において、(1)政策のスケールダウン、(2)米朝の緊張など地政学リスク、(3)大統領のドル安志向…などドル安要因が存在
→ 年内のドルの調整は1ドル = 100円台半ばまでと見込む
- 米国経済の構造的ディスインフレーション及び循環的景気減速などからFRBの利上げは12月で打ち止めと想定
→ 来年4~6月には1ドル = 100円前後へドル安円高が進むと予想
- 来年4~6月、日銀がマイナス金利の「深掘り」を決定する可能性高く、それがレンジの下方シフトを促すと見る
- しかし、円高進行、米景気減速、FRBの利上げ停止など少数派

4

4ページのところなのですが、ややこしくしているのは、4~6月、来年1ドル100円前後のドル安円高が来るのであれば、日銀は追加緩和しなければいけない。日銀は第1の手段としてマイナス金利政策の深掘りと言っているのですが、超過準備に対する付利、マイナス0.1%をマイナス0.2%に引き下げるとというのが、実は私の見通しに織り込まれていません。

済みません。行ったり来たりで恐縮なのですが、その具体的予想というものが10ページのところにあります。



当面の見通し(2)

■ 目先の懸念と当面のリスク

- 10月22日投開票の総選挙、政局リスクを懸念する市場関係者は少なくない。しかし、自民党(公示前284)と公明党(同34)が86以上議席を減らすとは想定し難く、自民党だけでも233議席の過半数を確保する公算大。野党も二極化。残ったわずかな懸念は与党内の政権交代
- 安倍首相降板なら、財政政策に大きな変化はないものの、金融政策正常化の時期が早まるとの思惑が広がりやすい。加えて、誰が首相かによってシナリオはさらに細分化。しかし、金融政策正常化は既定路線。来年4～6月の追加緩和を前提に時期は2020年と想定する

	現在～2018年3月	2018年4月～6月
10年	▲0.050%～0.105%	▲0.200%～0.125%
20年	0.400%～0.675%	0.300%～0.675%
30年	0.650%～0.950%	0.525%～0.950%
40年	0.800%～1.125%	0.650%～1.125%

出所：東海東京証券

10

本来ここでは当面の見通しなので、今年度中、すなわち来年3月末までの予想レンジを出す、実際、下の図表の左側のブロックはそうなっているのですが、来年4～6月をつけ足しているのは、今申し上げましたちょっと突飛な予想があるからだ。

ほとんどの方が、いや、そんなドル安円高は来ないでしょうと。乗れないというのであれば、この4～6月の見通しは忘れていただいても結構だと。来年3月末までの予想は、きょうはあまり細かいことは申し上げませんが、普通、リーズナブルだと思います。例えば10年、日銀のターゲットがゼロ%程度。実際に今は0.05%前後で推移していますよね。それからすると、下がマイナス0.05%。実際9月の頭には北朝鮮問題でリスクオフというときには、マイナスを見えています。上は、日銀が先ほど0.11%で指し値オペをし、そこでシグナルを出した。この指し値オペは2回やっています。ですからマーケットとしてはそこは超えないなと。上限0.105、リーズナブルだと思います。

20年債利回りの今の水準は0.5%台後半。それに対して下が0.4、上が0.675。先ほどタームストラクチャー、バーベルブレット取引の説明をするときに、なかなか0.7%はつかないでしょうと、こう説明もしています。

以下同文なのですけれども、来年4～6月をごらんいただきますと、もちろんマイナス金利政策は深掘り、ただし、長期金利のターゲットはゼロ%程度を維持するということなので、10年は下限マイナス0.2。ただ、きっとここからゼロ%近いところに引き戻されるかなと。20年、30年、40年という10年よりも外側のゾーンに関しては、そんなに下がらない。下限が来年3月末までと比べて大きくは下がっていませんよね。

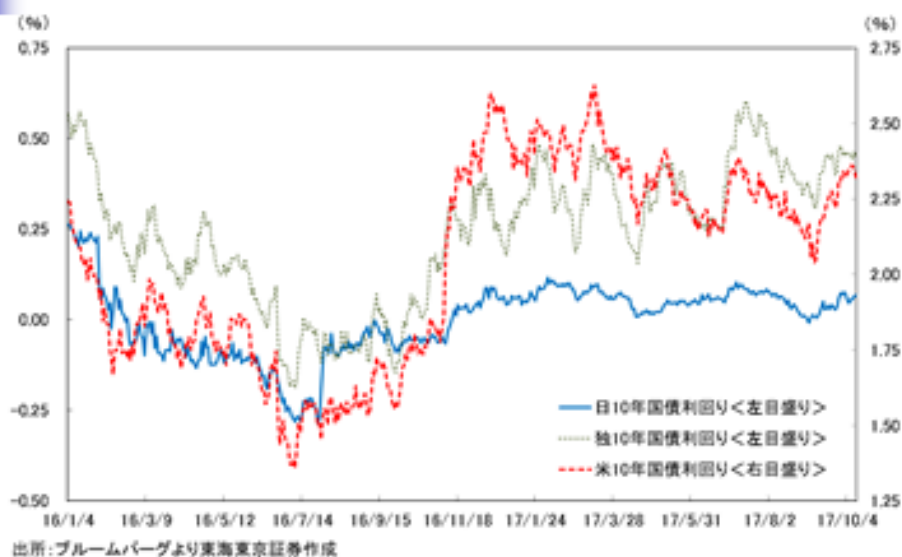
自分で示しながら、これは忘れていいと申し上げているのは、もちろん繰り返しになりますが、ドル安円高の見通しが極めて少数派だからというのがあるのですが、要はイールド・カーブ・コントロールを前提に円債市場でオペレーションをする投資家の皆さんに申し上げるときには、要は予想利回りの下限が下がっているというのは、買った債券を利食う、その利回りのターゲットが低いただけだと。やることは一緒でしょうと。イールド・カーブ・コントロールを信じて、全体的にレンジなのだ、ですから利回りが高いところで買って、低いところで売るという行為は変わらない。これは別にイールド・カー

ブ・コントロールがなくても一緒なのかもしれませんが、もうけるためには。したがって、こんな言い方で申し上げているというところであります。

実は、このページは、22日に、ご承知のとおり総選挙がある。当初は結構希望の党が頑張るのではないかという見方も強く、個人的にはそんなことはないでしょうということで、説明文として残しているのですが、もちろん選挙は水物ですから、どうなるかわからないところではあります。事前の報道からすると、与党が、とりわけ自民党は現有議席を確保できそうな勢いでもある。そうすると安倍政権の経済政策は、株式市場は少し期待感が盛り上がっているようでありませうけれども、基本的には政権は変わらずに、だったら政策も維持なので、金利見通しはその影響を受けるということはないのかなということでありませう。

ですから、10ページのコメントに関しては少し古い情報、もしかしたら結果が違って生かせるかもしれませんが、そのようにご了解いただければよろしいのかなと思います。

<日米独長期金利>



11

さて、そうすると、どうしてもアメリカのお話をしなくてはならないということになるのですけれども、そこに行く前に11ページでありますけれども、日米独の長期金利の動きを見ています。昨年9月に日銀がイールド・カーブ・コントロールを導入することによって、それなりに反応はするのですけれども、とりわけ時間の経過とともに、米独長期金利の変動に我が国がついていっていないというのが、このグラフからもご理解いただけるのではないかと思います。

ですから、これもまた投資家さんに対するお話であります。仮に米独金利が上がって、それに少しでも我が国の長期金利が釣られるという場面があれば、それはある意味絶好の買い場、逆のケースであれば、絶好の売り場という見方も単純にできるのではないかと思います。

この辺はテクニカルなお話なので、飛ばさせていただいて、アメリカの見通しであります。19ページになるのですけれど

も、すごくさっと書いてしまっているのですが、このページで最も重要だと思っていますのが、都合、上から3つ目の赤



米国経済・金利

- FRBは金融政策の正常化を進める
 - 2013年12月18日に“tapering”、2014年10月29日に買入れ停止決定
 - 2015年12月16日に最初の利上げ決定。2016年12月14日、2017年3月15日、6月14日と計4回の利上げ。F.F.O/Nは1.00~1.25%に
- 10年国債利回りのコア・レンジは2.0%台前半と判断
 - 人口動態変化及びグローバルリゼーションやIT化に起因する構造的なデイスインフレに加え、循環的な景気減速入りを想定する
 - FRBの利上げは12月の1回で打ち止めになる見込み。利上げが続いても期待インフレ率を抑制、長期金利の安定から低下を促そう
 - (1)トランプ政策はスケール・ダウン。期待の完全回復はあるまい
 - (2)国際情勢などは世界的リスク・オフに作用しやすい
 - (3)FRBは10月からB/S圧縮を開始。丁寧な「市場との対話」の下、計画に沿って「ゆっくり」進むため、その影響は限定的と見られる

丸、しかも最初の6文字だと。

19

人口動態変化、ベビーブーマーの大量退職です。ご承知の方も多いと思うのですが、アメリカはベビーブーマーがちょうど65歳以上になる。退職の時期を迎えているわけであって、世代的に人口が多い、かつ彼らは大量消費世代だと。そうすると、引退することによって貯蓄を取り崩して生活するわけですから、彼らの消費が落ちますよね。それは個人消費にとって足かせ。そう考えると、経済の需要曲線を下方シフトする大きな要因だと。

一方で、労働力を供給しなくなるわけですから、経済の供給曲線も下方シフトする。需要曲線と供給曲線の交点で経済成長率が決まるのであれば、それは経済が下方屈折するのは当然かなと。もちろん、影響を峻別することは難しいのですけれども、リーマン・ショックの後遺症以上に、直感的にはこちらの影響のほうが大きいかなと。今のアメリカ経済はそう思います。そうすると、経済成長率が落ちると普通、物価上昇率も落ちますよね。自然だと思います。

余談なのですが、経済成長率が大きく下がっているのに、物価上昇率を大きく上げようとしているのが、我が国というか、日銀の政策ですよね。バブル期を含む80年代、いわば経済の絶頂期、このときの平均成長率は、我が国は4%台だった。一方で、消費者物価上昇率は1%強です。今我が国の潜在成長率、日銀はゼロ%台後半、0.7とか0.8と言っているわけです。そこまでしか成長しないのに、物価だけ2%、今はオーバーシュート型コミットメントですから、2%超えを目指す。これは正直、はなからできない相談ですよね。

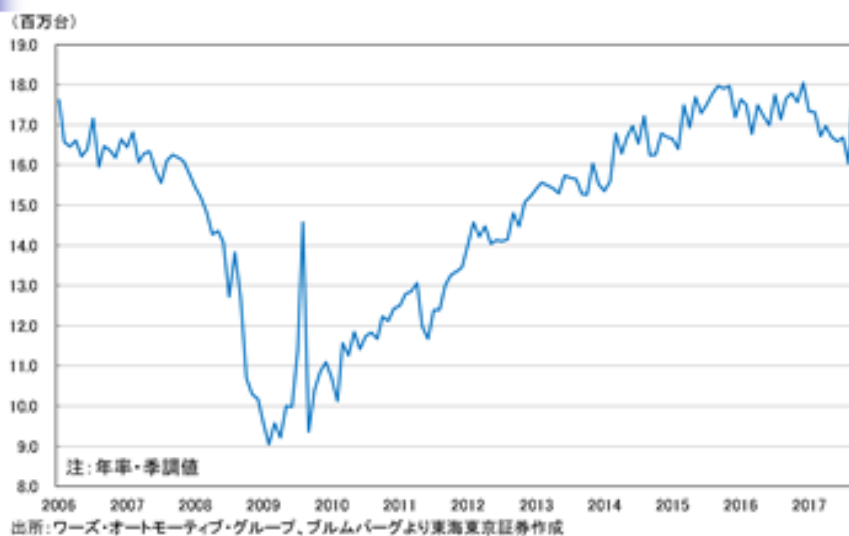
お話を戻します。経済成長率が下方屈折しているという状況であれば、企業経営者は、みずからの企業の雇用をどう考えるでしょうか。経済成長率が下がる、これからも下がり続けると判断するのであれば、それはイコールみずからの企業の業績にとっても足かせになるはずですから、マクロの労働需給が幾ら逼迫しているからといって、今までよりも高い賃金を払って……、いや、求人としては今までと同じ賃金で求めますよ。今までよりも高い賃金を払ってまでして、新規に雇用しようという気にはなかなかならないですよ。

ですから、ある意味マクロの労働需給が逼迫しているから賃金が上がるはずだというのは、ちょっと言葉はきれいではないですが、企業経営者の方をばかにした話ではないかという感じもするわけでありませう。

加えて、グローバリゼーション、そしてさまざまな形で変化していますけれども、IT化。こういったディスインフレ化要因が絶えずあります。ですから、アメリカは物価上昇率が切り下がる、低位安定するという構造的な要因を探れば、ディスインフレになってきたのかなというのは間違いのないところだと思います。

そこに先ほど申し上げました循環的な景気減速というのが加われば、FRBは動くかなと。きょうは、皆さんの前でお話しするのは初めてな割に、言いわけがましいことも多いのですけれども、ちょっと資料が飛びまして、23ページ。

<米自動車販売>



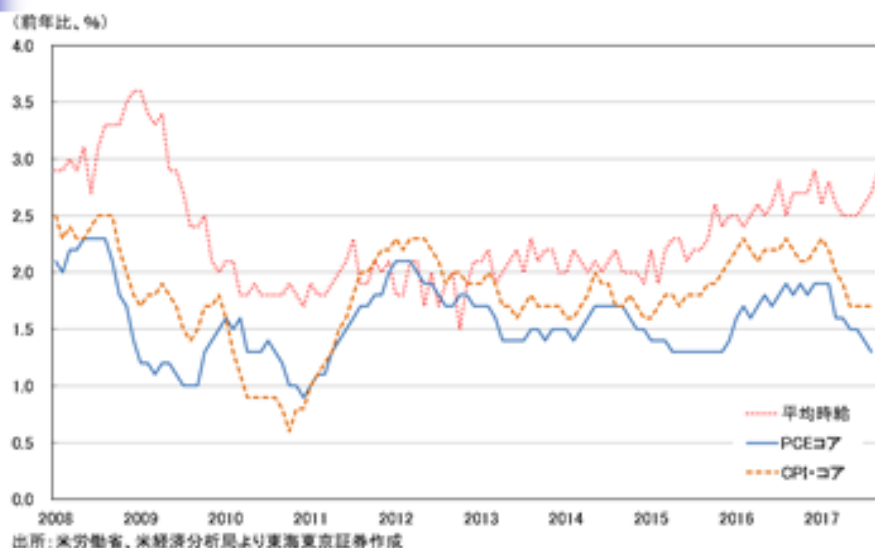
23

いやいやそろそろ来たかと思って眺めていたのが、この自動車販売です。住宅だとか、自動車販売というのは、金利感応度の高い分野です。住宅は、雇用市場の逼迫もあって、住宅価格が上がっている影響で少し売り上げが落ちたりだとか、着工が落ちたりというのがあるので、純粹に自動車販売を見たほうがいいかなと。ことしに入ってからずっと前年割れだった。ところが、何だ、この9月の数字はと。ただ、明らかに特殊要因ですよ。ご承知のとおり、営業日が1日多かったということもあるみたいですが、何よりもハリケーンの影響だと。8月後半、アメリカ南部を大型のハリケーンが襲うことによって、大分車もだめになってしまった。その買いかえ需要があったということで、ですから、まだこれから、すなわち10月以降の数字に期待しているところではあります。でも、ちょっと私も腰砕けかなと。

そのハリケーンの影響に関しては、雇用統計などにも出ているのですが、きょうはグラフの中で採用しておりませんので、口頭だけで申し上げると、非農業雇用者数はマイナス。でも、一方で賃金がぽんと跳ね上がった。賃金に関していうと、データがありますので、21ページで見ることが可能だと思います。



<米賃金と物価動向>



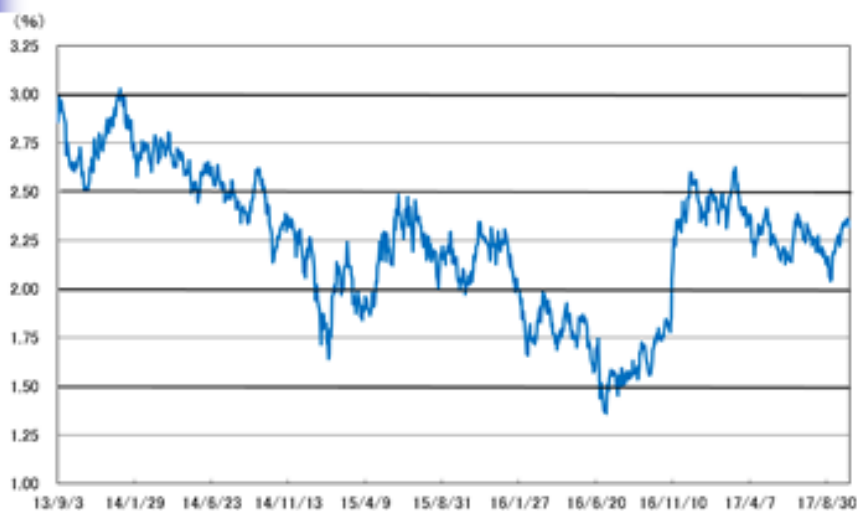
21

赤い点線が平均時給の前年比、具体的な数字は9月2.9%。ただこの2.9%というのは、昨年12月に見ている水準でもあります。明らかに今までのトレンドとはちょっと違った格好になっています。具体的に申すのであれば、ハリケーンが来た、レストランみたいな外食産業、いわゆる賃金が低い人たちが解雇される。そうすると先ほど申し上げました非農業雇用者数の伸びが前月に比べてマイナスになる反面、安い賃金の人がいなくなると、当然賃金が上昇するというので、前月比は示されていませんが、プラス0.5ということになっています。ですから、先ほどの自動車販売も含めて、やはり影響が大きかったこのハリケーン要因が剥落してからの趨勢をもう一回確認しなければいけない。でも、12月の売り上げを手にするデータは、11月までですよ。そうするとやはりFRBの5回目の売り上げは避けられないだろうと。ですから、私にとって4~6月は、本当に1ドル100円前後のドル安円高が来るのか、来年になってからの勝負かと思っていますが、白旗を半分ぐらい上げなければいけないという気分でもあります。

一方、デスインフレに関しては、まあ自信を持って言えるというか、データがきちりそれを示していますよね。青い実線、PCEコアと書いていますけれども、FRBが見ている物価統計は、消費者物価よりこのPCE、個人消費支出デフレータなのですけれども、明らかにデスインフレの定義どおりというのですか、上昇率が落ち、低いところで安定するという状況になっているのではないかと思います。

では、アメリカの金利、とりわけ長期金利はどうなのか。これに関しては、24ページのグラフを画面で確認していただいても結構ですし、コメントとしては、19ページのところにもありますので、どちらでも結構であります。2つ目の青い四角が結論なのですけれども、実はこれは昨年12月の頭に修正しました。

<米10年国債利回り推移>



24

米国経済・金利

- FRBは金融政策の正常化を進める
 - 2013年12月18日に“tapering”、2014年10月29日に買入れ停止決定
 - 2015年12月16日に最初の利上げ決定。2016年12月14日、2017年3月15日、6月14日と計4回の利上げ。F.F.O/Nは1.00～1.25%に
- 10年国債利回りのコア・レンジは2.0%台前半と判断
 - 人口動態変化及びグローバル化やIT化に起因する構造的なデフレーションに加え、循環的な景気減速入りを想定する
 - FRBの利上げは12月の1回で打ち止めになる見込み。利上げが続いても期待インフレ率を抑制、長期金利の安定から低下を促そう
 - (1)トランプ政策はスケール・ダウン。期待の完全回復はあるまい
 - (2)国際情勢などは世界的リスク・オフに作用しやすい
 - (3)FRBは10月からB/S圧縮を開始。丁寧な「市場との対話」の下、計画に沿って「ゆっくり」進むため、その影響は限定的と見られる

19

やはりトランプ大統領になるなんて私も1%たりとも思っていなかった。したがって、アメリカの長期金利10年国債利回りは、実際のレンジがそうだったのですが、1%台後半で推移する、推移し続けるだろうと。ところが、トランプ大統領、しかもその政策から財政拡張的、景気刺激的水準を切り上げました。ですから1%台後半中心レンジと考えていたものをどこまで切り上げようかと判断した結果が、2%台前半だった。その情報修正後、昨年12月、さらにはことし2月とグラフ

からも確認できますとおり、一旦2.6%台を見ているので、ちょっと低目だったわけでありませぬ。ただ、その後の推移をごらんいただくと、間違っていなかったのではないかと思います。

この根底、すなわち世の中の見方よりも多分ちょっと低目だったわけですけれども、それは先ほど説明させていただいたアメリカの構造的なディスインフレ、これが大きかった。長期金利を決めるのは、期待成長率であったり、期待インフレ率ですよ。

よく間違いを起こすのが、FRBが政策金利を引き上げる、だから長期金利が上がる、これは私は絶対とりませぬ。だって過去もそうではないから。短期的には必ずそういう間違いを起こすのです。これはグラフにはありませんが、ご承知の方も多いと思います。2004年から2006年、FRBは合計17回の利上げをしています。そのとき長期金利は上がっていません。上がっていないことに対し、当時のFRB議長であるグリーンズパンは、コナンドラム、なぞだと言った。

私は、その当時から、なぞでも何でもないでしょう。要はFRBの利上げが期待インフレ率の上昇を抑え込むことができた、コントロールできた。それは金融政策の勝利だと。だから誇らしげに言ってよかったのではないのかと。そして今回は、構造的にディスインフレ下にある。それが私の判断なので、そうしたら余計に長期金利は上がらないですよ。では、今回都合4回、そして5回目がほぼ確実視されている。その状況下、長期金利はどうだったか。

正確にはこのグラフでは見づらいのですけども、今回のFRBの最初の利上げは、2015年12月16日に決定しています。その前日の10年国債利回りは2.3%強です。きのうで判断していただいても2.3%なので、全く横ばいです。何も変わっていない。ですから、今回ももちろんこのロジックは通用する。

一方で、先月8日に、グラフからも見て取れますが、2.01%まで下がっています。ですから、コア・レンジと見た2%台前半の下限ですけども、先ほど我が国の10年国債利回りはマイナス圏に再び入った、それは北朝鮮と申し上げましたが、まさにそういった形で世界的リスクオフの動きが加速しないと、ちょっと2%を切るのは難しくなっているなど。ですから、コア・レンジの下限が2%というのも直近のところで正しい判断。もちろんこれから先、世界的なリスクオフ、いわゆる地政学リスクというものが拡大する懸念は残っていますけれども、現状は判断として間違っていないのかなと思います。

そうすると、ドルをフリーで持っているのであれば、トレジャリー投資はマークします。相対的利回りは高い、ただ、本邦投資家の皆さんは、残念ながらドルをフリーで持っていないので、調達するなりヘッジしなければいけない。

すごく不遜な言い方をさせていただくと、FRBが現在のアメリカ経済にとって正しい行動をしてくれるのであれば、もう利上げしないとか、だったら、ドルを持ってなくても調達して運用しにいてもここはマークする。でも、やはり金融政策ばかりはわかりませんよ。基本的には来年も利上げを2回、3回するという話ですから。だとすると、円のいわゆる国債のより長いところのほうが、30年だったら0.9%近く、40年債に至っては1%台の利回りがあるわけですから、そこでリスクをとったほうが当面はいいのではないかという感じもするわけでありませぬ。

さて、FRBが今月からバランスシートの圧縮を始めました。もしFRBが量的緩和を通じて世界にリスクマネーをばらまいていたのであれば、バランスシートの圧縮はリスクマネーの回収に当たりますよ。だとしたら、世界的に株価は急落するはずですよ。なっていない。ニューヨークダウ最高値更新、おかしいですかね。いや、きっとこれはおかしなくて、そもそも量的緩和によって世界にリスクマネーがばらまかれていたということ自身が、間違っていたのだと思います。このお話は、最後のところでちょっとまとめてみたいかなと思います。

欧州ですけども、ここでさせていただきたいのは、今、FRBのバランスシートの圧縮と申し上げたのですが、ECBの

場合は周回おくれで、いわゆるテーパリング、量的緩和、資産買入れ額の圧縮、まだここまでしか来ていない、それは今月、来年からどうするかを決めようかというところでもあります。

ただ、ストック効果という言葉をご存じの方もいらっしゃると思うのですが、我が国日銀の行動も含めてご記憶いただきたいのは、今、ECBの話をしているのですが、日銀に置きかえると、日銀がとにかく国債を買いますよね。買う量が増えることによって、先ほどグラフを飛ばしたのですが、彼らの国債保有比率がどんどん上がっていく。そうすると同じ額を買い入れ続けると、その金利低下圧力が大きくなる。ですから、例えばゼロ%程度に長期金利をグリップするのだったら、買う量を減らさなければいけない、ですから今、日銀は具体的数字では言っていないですけども、買う量を減らしていきますよね。

ECBがもっと大変なのは、いろいろな国の国債を買う、一番買わなければいけないのはドイツ国債、そのドイツ国債が新規の発行はないのです。リファンディングしかない。2022年まで発行しないことも決めている。

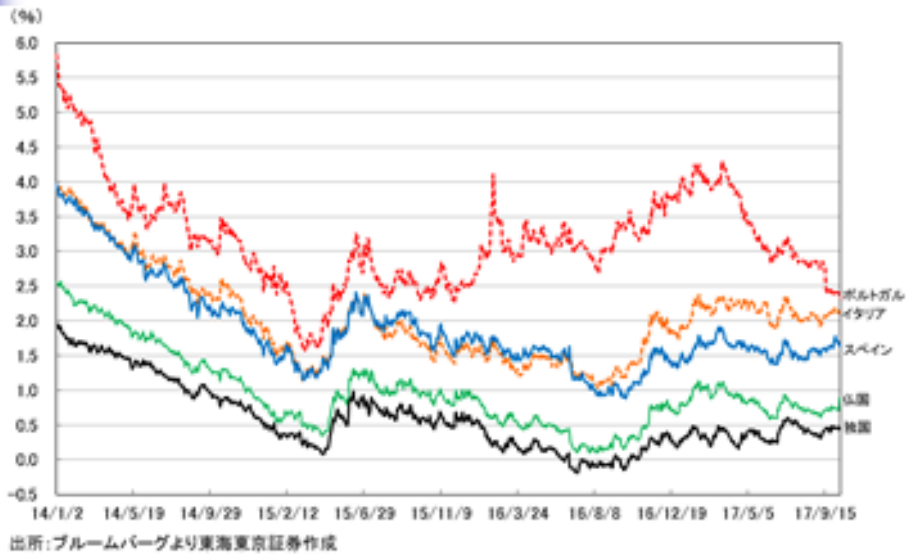
ECBの金融政策

- 量的緩和政策は2015年1月22日決定、3月9日開始
- ユーロ建債券1.1兆ユーロ、毎月600億ユーロ購入。対象国債の年限は2~30年、物価連動債。預金ファシリティ金利まで購入。期間は2016年9月まで
- 2015年12月3日：(1)預金ファシリティ金利を▲0.3%、(2)資産買入れ期間を2017年3月へ延長、対象に地方債を加える
- 2016年3月10日：(1)預金ファシリティ金利▲0.4%、政策金利0.0%、(2)資産買入れ額を毎月800億ユーロに拡大、投資適格社債(除く金融機関)を加える、(4)TLTRO2導入。最大▲0.4%の優遇金利を適用
- 2016年12月8日、資産買入れの枠組み変更
- 2017年4月から毎月600億ユーロに縮小。期限は2017年12月に延長。事実上のテーパリングがスタート
- 10月に来年からの買入れ額を決定する見込み

26

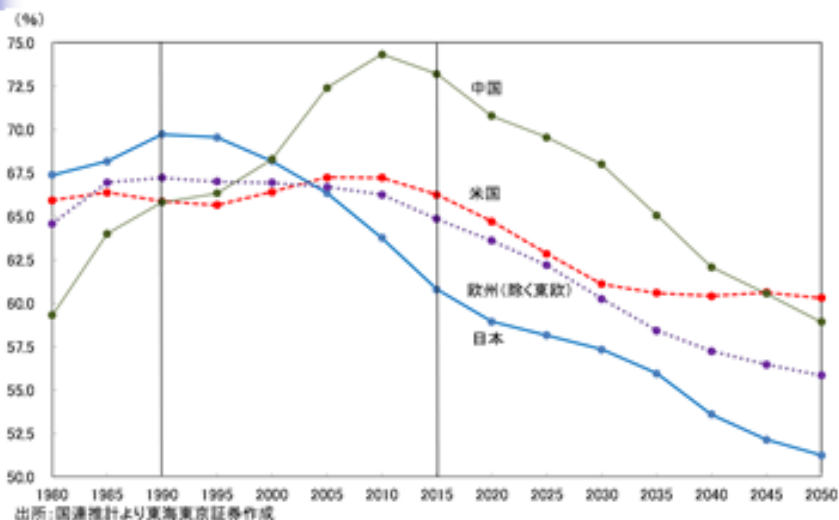
ですから、そのストック効果たるものや大きい、したがって、実は事実上のテーパリングが始まっているわけで、それが下から2つ目の赤丸、ことし4月から毎月800億ユーロ買っていた資産買入れ額を600億ユーロにした。でも、これをテーパリングと彼らは呼ばないのは、期間を延ばした。だから面積が増えているでしょうと。これはドラギー一流のレトリックですよ。ということは、来年1月から名実ともにテーパリングが始まっても、気にしなくていいということなのかなと思います。ですから実際、欧州、特にアンカー役のドイツの国債利回りを見ると、もちろん水準訂正はしました。でも、そこから上昇トレンドになっていないということは、28ページからご確認いただけるのではないかと。こう考えると、そもそも我が国の金利は、海外金利の動きから遮断されていますけれども、欧米金利だって大して上昇トレンドということはないのだというのは、ご理解いただけるのではないかと思います。

< 欧州各国10年国債利回り >



28

< 世界の生産年齢人口比率推計 >



30

30ページ。先ほどアメリカだけ先取りました。ベビーブーマーの大量退職、これは供給サイドをグラフ化したというのでしょうか。生産年齢人口比率の2015年までの数字とその後は推計値です。国連の手によるもので信頼できる機関ですが、もちろんそのとおりに推移するかどうかはわかりません。アメリカは赤い破線です。2010年をピークにこの比率が

当面下がり続ける、すなわち分子が総人口で分母が生産年齢人口ですから、15歳から64歳までの人の数です。それから、65歳以上になることによって、分子から消えていく、ベビーブーマーの大量退職の影響だ。ただし、アメリカは人口が維持できる国だ。ですから、グラフをごらんいただくと、2030年以降は横ばいになっている。すなわちベビーブーマーがみんな死んでしまっただけで分母からもいなくなると、人口が維持できるということは、生まれて分母に入ってくる数と育って15歳になって分子に入ってくる数が一緒になるということですから、横ばいになっている。

これは経済全体に対する潜在的な労働の担い手の比率が下がっていくということは、減り続けるということです。そうすると、よほどの生産性の上昇がなければ、経済成長率は落ちていく、それを実践したのが我が国です。先ほど80年代は成長率は4%台であったと。我が国は90年がピークです。それがものすごい勢いで下がり続けている、今は潜在成長率が1%を切っている、実はこれが20年おくれで世界で起こっているのだと。まずアメリカを説明しました。欧州もそうです。そして理由は少し違うのですが、中国。これは一人っ子政策の影響ですよ。一人っ子政策の影響で、やはり2010年をピークに日本以上のペースで下がり続ける。中国の場合は、政府が経済に日本以上に介入しますから、日本のようにデフレになったりはしないと思います。ただ既に経済成長率は下がり続けていますよね。ですから、世界が中国に頼れないというのは、事実なのではないかと思えます。

ですから、当面世界経済というのは、この人口動態変化を中心に低性長期入りしたのだということ認識すべきなのではないか、だとしたら、これだけをもってしても物価が上がらないというのは、十分理解できる事実なのではないか。すなわちリーマン・ショックの後遺症を先ほどアメリカでも申し上げましたが、それが低成長の背景だという指摘は多いですけども、この観点に目を向けなくてはいけないのかなと。ですから明らかに非伝統的な金融政策のいわば割りつけが変わってきた。本来であれば、リーマン・ショックから脱するために導入されたわけです。結局、こういった構造的な背景のもと、我が国でいえば、物価がなかなか上がらないものですから、ずっと非伝統的な金融政策を続けてしまう。これでいいのでしょうか。

では、その非伝統的な金融政策、量的緩和は、効いたのでしょうか。これはまやかしですよ。金融機関と中央銀行、日銀でお話をしますけれども、そのバランスシートを考えればわかる。マネタリーベースで表現すると、それは流通現金と日銀当座預金だと。日銀当座預金というのは法定準備金、必ず金融機関が積みなければいけない所要準備と任意に積み超過準備に分かれる。かつてはその超過準備に不利がなかったものですから誰も置かなかった、ブタ積みと言われたわけです。そうすると、マネタリーベースというのは、現金と預金に準備率を掛けた所要準備ですから、いわば現預金だった。現預金が増えたら経済はよくなるというのはマネタリストの考え方ですし、裏から見れば、経済がよくなれば取引需要が増えますので、現預金は増えますよね。だからそこは密接に関係があった。

では、マネタリーベースを増やす、それがなぜ円安か、これはソロスチャートの考え方です。日米のどちらがマネーをいっぱい出しているか、出している国の通貨は売られる。例えば、マネーをいっぱい出すと経済はよくなる、これはマネタリストの考え方だと言いましたけれども、マネーを出し過ぎて経済がよくなり過ぎるとインフレになりますよね。普通インフレになった国の通貨を売られるので、これは通用したのかなと。ところが、超過準備に不利を与えることによって、この枠組みは変わったはずですよ。なぜならば、マネタリーベースが増えるのは、超過準備が主役になったわけです。そうすると、金融機関が国債を日銀に売ります。そうすると金融機関のバランスシートで起こっているのは、資産、国債が減る、そこに日銀サイドから見れば日銀当座預金、金融機関からすると日銀に対する預け金が増えるだけです。だからこのとき貸

し出しは増えませんし、金融機関のバランスシートももちろん膨らまない。日銀はバランスシートは膨らみますよね。資産側に国債が入る、負債側に日銀当座預金が増える。でも、これは何か経済を刺激していますか。どこにもお金が出ていないですよ。イロハのイとして、マネーストック、かつてでいうとマネーサプライが増やせるのは、中央銀行ではなくて市中の金融機関だと。でも、その金融機関の貸し出しを増やしていません。バランスシートが膨らんでいないですよ。ですから量的緩和はまやかしてある。

それによって量的質的金融緩和を通じて円安になったというのは、イリュージョンだったので、先ほどグラフでもごらんいただいたとおり、去年正された。ある意味マーケットを正しく判断したとも言えるのは、マイナス金利政策導入、日米金利差が拡大して円安が進むのだというのは、ほんの瞬間で、その後、円高ドル安になっていますよね。だってマイナス金利政策は超過準備の付利をマイナスにするわけですから、それはマネタリーベースの伸びが落ちる、だから正しく判断したのかなという感じもするわけでありませう。

では、FRBの場合どうするのか、これは日銀が出口に向かうときもそうなのですけれども、今回バランスシートを圧縮しますよね。それは、基本的に国債の償還を迎えて再投資をしないということで、バランスシートを圧縮する。そうすると政府預金が減ります。でも、政府は当然ながら原資がないので、国債を発行しなければいけない。これはアメリカでいうとリファイディング債、我が国でいうのであれば借換債だと。今度はその借換債を民間の金融機関が買ってくれないといけなわけです。そうすると民間の金融機関には資産選択の余地がある。表面上一緒の国債ですけれども、リファイディング債なり借換債、リスクプレミアムを要求しますよね。一遍に利回りが上がらないと買わないよと。買ったらどうなるか。買ったなら金融機関の資産、国債が入ります。

一方で、資産側の日銀に対する預け金が落ちますよね。FRBだったら準備預金落ちる。それによって政府は調達ができるので、中央銀行に預けている政府預金に戻る。ということは、量的緩和のときには中央銀行がダイレクトにリスクマネーを供給していない。逆も真なりですよ。

今のような形で中央銀行がバランスシートを圧縮しても、リスクマネーは回収されないはずだと。問題は、リスクプレミアム、要求されたときに金利が上がる。金利が上がったらリスクマネーは回収するというのは日本語としては正しくないかもしれませんが、減少しますよね。だから金利上昇が起きなければいいのです。

アメリカは10月になってから、特に金利が目立って上がったりはしていませんよね。やはり先ほど申し上げた構造的なディスインフレだとか、実際、期待インフレ率が落ちついているというところが大きいのかなと。ですから、もう少し長い目で見なければいけないと思いますけれども、いずれにしても、リスクマネーが回収されて株価急落には実際になっていませんし、それは金利上昇を通じてしか起こらないということをご記憶いただければ、いつになるかわかりませんが、日銀が出ていくときにはこの考え方がまた役に立つ。

我が国の場合は、もう一つ要件としてあるのは、その市中の金融機関が資産選択をするときに貸し出しが伸びていないということかなと。極めて預貸率が低いです。だからスムーズに日銀に対する預け金を落として国債を買うということが行われる、だからやはり金利は上がらないのでしょうねと。

では、日銀はいつ出ていけるのですかというのが最後のお話になるのですけれども、ここでも邪魔をするのが、来年4～6月に追加緩和する。楽をしましょう、とりあえず。遅かれ早かれ、やはり次の総裁、もちろん黒田総裁続投の可能性もあるのですが、金融政策を正常化するのは当然だと思います。

タイミングが難しいのですが、一応私の場合、まだ忘れていただいたはずの来年4～6月の追加緩和があるので、そうすると、そこから1年間は正常化できないですよ。2019年7～9月、早くても。現実的には2020年になってからかと思うのですが、もしここを切り捨てると、例えば新体制になってから半年と考える方、来年10～12月あたりですか。不思議ではないですよ。というのも、都合下から3つ目の赤丸、先ほど選挙のお話はおおむね飛ばしましたが、仮に安倍政権が長期化する、今それがメインだと思うのですが、そうすると結構多くの方、いや、ほとんどの方が、安倍政権が続くのだったら日銀の金融政策も変わらないのではないかと、こうおっしゃる方が多いと思います。

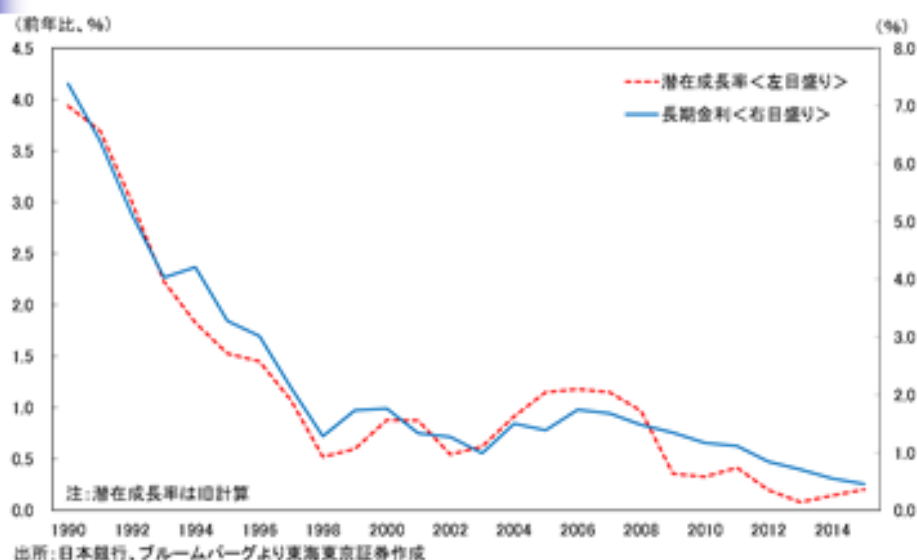
もちろん物価目標の2%をどうするかという問題は残りますが、安倍政権もどこのタイミングかはわかりませんが、経済正常化、デフレ脱却宣言はしますよね。そうしたら、経済が正常化したときに金融政策が正常化しないということは基本的にないはず。そこだけ残される。

これは次の総裁の顔によってもタイミングは影響を受けるというか、やはり黒田総裁続投だと、2%の物価目標に固執しそうなので、ちょっと先かなと。でも黒田総裁でなければ、日銀内部もそうでしょうし、世の中は今のマイナス金利政策だとか量的緩和、イールド・カーブ・コントロールはとても賛成しているようには思えない。ですから修正には誰もがもろ手を挙げて喜ぶ状況であるので、意外に簡単ではないのかと申し上げます。思います。

そこで、最後なのですが、これは私のざっくりとした見方なのですが、では正常化。具体的には物価目標は、引き下げるか2%残して長期化するか。そして短気金利は今マイナス0.1%ターゲットを例えばプラス0.1とか0.2にする、長期金利ターゲットなし、量的緩和はゆっくりまずテーパリングを始める。長期金利はどこまで上がるのですかと。先ほどの人口動態だとか、これまで経済成長率が切り下がってきたことを考えると、長期金利が上昇トレンドに入ることはないです。水準が切り上がる、日銀が買い入れることによって利回りが下がっていた分がもとに戻る。

では、それはどこか。31ページ、これが最後にごらんいただくグラフになります。

<日本の潜在成長率と長期金利>



31

赤い破線が、我が国の潜在成長率で、日銀の旧計算を使っています。ですから、これは直近でもゼロ%台後半よりも低いことはご了解ください。軸が左側です。青い実線が長期金利で、軸は右側です。やはり長期金利は先ほど期待成長率だとか、期待インフレ率を映していると申し上げたとおり、潜在成長率にそぐって動いている。

ゼロ%台の我が国の潜在成長率が変わらないのであれば、長期金利はおおむねゼロから1がフェアに見えますよね。ただ、短期金利がマイナスではない世界。プラス0.1とか0.2がターゲットになるのであれば、ゼロから0.5の長期金利というのは、ちょっと居心地が悪いですよ。そうすると、32ページの最後の結論にもありますとおり、正常化の後の長期金利の水準は0.5から1なのではないかなと。そうすると、そんなに大きい金利上昇には、正常化とは言ってもならない。こういった見方が可能ではないかと思います。

ちょうどいただいております時間が来ておりますので、私からの解説は以上でございます。長い間どうもありがとうございました。(拍手)

— 了 —