

リフレ政策の手本は米国

2013年4月2日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

koichi.kurose@resonabank.co.jp

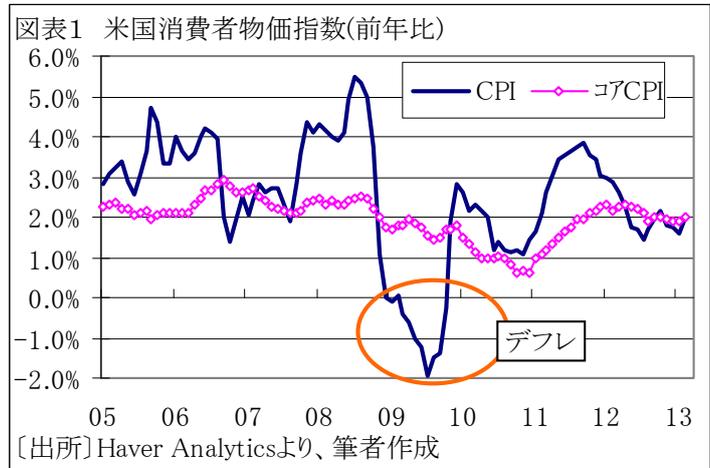
新執行部を迎えて新生日銀が3月20日に船出した。新生日銀の優先課題はデフレ脱却と2%の安定的なインフレ醸成だが、その手本は米国だ(図表1)。米国は、2008年9月のリーマン・ショック前後に10ヶ月だけデフレに陥ったが、その後は概ね2~3%前後の安定的なインフレが続いている。

リフレーション(以下、リフレ)の定義は、「景気循環の過程で、デフレーションからは脱したが、インフレーションにはなっていない状態。また、そうした状態になるように財政・金融を調節していくこと(注1)」だ。この定義に照らして米国はリフレ政策の成功例だ(注2)。

新生日銀の優先課題は、言葉を変えれば、金融面でのリフレ政策と解釈してよいだろう。更に敷衍すれば、「失われた国民所得50兆円奪還プロジェクトを」標榜する安倍政権の経済政策がリフレ政策だ。

米国の金融危機収束後のリフレ政策の金融面での実体が、QE2とQE3だったことは周知の事実だろう。ただこれは後講釈であり、実は市場では早い段階から金融緩和を収束させる出口戦略が取り沙汰されていた。2009年11月には早すぎる出口戦略を牽制する意味で、IMFが「世界経済見通しと出口戦略の原則(注3)」を取りまとめている。2010年2月にはFRBのバーナンキ議長が早すぎる出口戦略を牽制する講演を行なっている(注4)。そして、現実にFRBが打ち出したリフレ政策が、出口戦略とは真逆のQE2とQE3という金融緩和の強化だった。

QE2とQE3は、金融資産のプライシングに重大な変化をもたらした。平時においては、景気を軸に、株価と金利は連動する。景気が良ければ、企業収益が増加するので株価が上昇する一方、利上げ懸念から金利も上昇する。逆に景気が悪ければ、株価は下落するし金利も低下する。こうした関係を見たのが図表2だ。1998年から2008年9月のリーマン・ショックまで、株価と長期金利は長期にわたり連動していた。ところがリーマン・ショック以降4年以上にわたり、株価と金利の連動は、FRBのリフレ政策を受けて真逆になった(注5)。こうした金利の低下は、「金融抑圧」と表現されることもある(注6)。



翻って日本だが、米国と類似の状況が示現している。安倍政権が誕生する前までの株価と金利の関係は、リーマン・ショック前の平時の米国と同様で、株価と長期金利は連動していた(図表3)。今年1月頃まで市場では、こうした平時の関係を外挿する形で、株価が上昇すれば金利も上昇する、という見方が根強くあった。しかし、日銀の金融緩和のスタンス強化を受け、足元の長期金利は低下した。結果的には、株価と金利の連動が、リーマン・ショック以降の米国と同様で真逆になった。

リフレ政策の手本である米国と類似の状況が日本で示現した事実は、リフレ政策が正しい方向に向かっているシグナルと考えて良いと考えられる。但し、更なる金利の低下余地はもはや限定的である。



以上

- (注1) ヤフー辞書(大辞泉)より抜粋
- (注2) リフレ政策に対しては、将来にハイパーインフレを引起こすリスクを内包するという批判がある。米国でまだQE1~3を撤回、更に利上げで実質金利をプラスに戻す出口戦略が実現していないと言う意味では、ハイパーインフレが起こるリスクが皆無になった訳ではない。
- (注3) <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/110709.pdf>
- (注4) このバーナンキ議長に関する同シリーズの筆者作成のレポートは以下サイト。
<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/100209.pdf>
- (注5) 資産運用で複数資産から成るポートフォリオを構築するに当たっては、資産価格の変動の相関がリスク低減をもたらすカギとなる。相関係数は、-1から+1の値となり、相関係数が低いほど相性は良い。リーマン・ショック以降のように、株価と債券価格の相関がマイナスからプラスに転換する事態の示現は、ポートフォリオ構築に重大な変化をもたらす。
- (注6) 金融抑圧も、債権者から債務者への所得移転をもたらすという考え方から、資産運用に多大な影響を及ぼすとする見方があり、運用会社のピムコ社などが調査レポートを出している。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。