



エコノミスト・ストラテジストレポート
資産運用のパラダイム・シフトシリーズ(3)

情報提供資料
2022年12月14日

物価目標 2%の実現が 財政ギャンブルと国債投資のキャピタルロスを誘発するリスクについて

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

日銀は安定的に2%を超える「物価上昇率の目標」達成に向け未曾有の金融緩和を実施している。しかし、長期間にわたり実現できていない。民間企業なら、目標の未達は憂慮すべきことである。しかし、日銀、そして政府にとっては違う。目標が未達であるからこそ、現状維持という意味で安定が維持できる歓迎すべき事態でもあるのだ。

日本の政府は毎年平均して約30兆円の国債を発行する。国債は借金なので、本来であれば政府は巨額の債券発行をプライマリー市場でスムーズに消化できるかどうか、需給が崩れて金利が上がらないかどうか、に神経をとがらせる。言い方を変えれば、政府にとってありがたいのは、国債を低金利で買ってくれる買い手の存在なのだ。その意味において、日銀のYCC政策は、極めて都合が良いのである。

しかし、日銀がYCC政策を続けるには条件がある。その条件こそが物価目標2%の未達である。もし物価目標2%が実現したらどうなるか。日銀は金融政策を正常化させることになる。現時点では正常化後の日銀の金融政策がどのようなものになるかについて、コンセンサスはない。しかし、常識的に考えれば以下になるだろう。

実質経済成長率は1%、物価上昇率が2%で名目GDP成長率は3%になる。これは政府が目標とする賃上げ率3%の根拠でもある。長期金利は3%が1つの目途となるだろう。3%より高いか低いかはタームプレミアムや期待インフレ率次第である。ただ、1990-2010年頃のようなグローバル化やITの技術革新によるデフレ要因は、インフレ手当や株主資本主義を反省する機運からの人件費増加、経済安全保障のためのコスト増加、脱炭素や動物福祉などSDGsのためのコスト増加、大幅な円安、などインフレ要因に置き換わっている。日銀が決定するのは翌日物の短期金利である。10年間の複利計算で3%になるとすれば、中立的な短期金利の水準の目途は約2.5%となる。

こうした金利水準の変化が、債務者と債権者にどのような影響を及ぼすかは、早めに想定しておくのが得策だろう。特に注意が必要なのは、債務残高の多寡で相当に世界が違うということである。たとえば、債務残高が多い日本政府は、国債の利払い費が大きく増加する。名目GDPも増加はするが、条件次第では税収が利払いに追いつかない財政ギャンブル(名目GDP成長率<国債利子率)の状態になるリスクがある。言うまでもなく、所得対比での債務残高と利払い費の関係は、住宅ローンを持つ個人、借入金のある事業会社にも全く同じように当てはまる。

金利の水準変化は資産運用にも多大な影響を与える。図表は日本の10年国債金利とその総合収益指数である。近年のようにマイナス金利になっても、マイナス圏で金利が低下すれば総合収益指数はプラスを維持することが可能だった。現にそういう想定を置く投資家は少なからずいた。しかし、もし本当に金利が上昇すれば、事態は一変する。



最近の総合収益率の悪化をその兆しと見る向きもある。概算では、1%の金利上昇で国債価格は9-10%下落する。念のため敷衍するが、国債が安全資産に分類されるのは元本の償還に関してであり、金利リスクに関してではない。政府が進める資産所得倍増計画の観点では、金利の上昇で利息やクーポンは増加しても、元本が目減りするキャピタルロスは桁違いに大きな損失で、埋め合わせるのは容易ではない。

目標達成は本来なら歓迎すべきことである。しかし、物価目標2%の実現で、本当に歓迎すべき事態が来るかどうかは予断を持つことなく見定める必要がある。これも資産運用のパラダイム・シフトの1つの側面である。(脱稿12月5日) 以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。