

日銀金融政策を巡る論点

2019.1.24

みずほ総合研究所
エグゼクティブエコノミスト

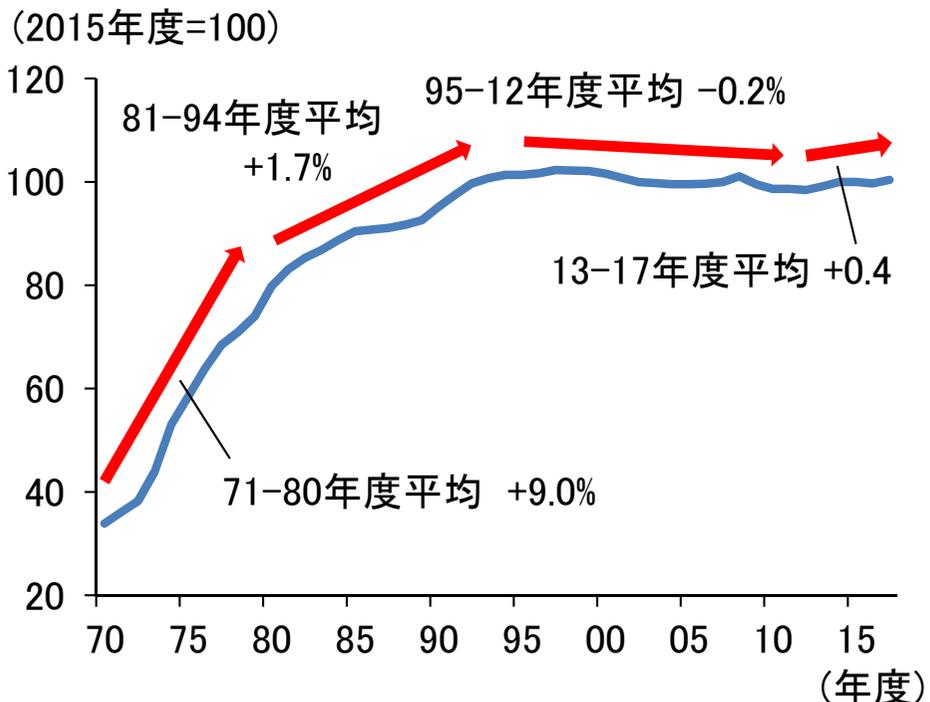
門間一夫

kazuo.momma@mizuho-ri.co.jp

日本で今後、消費者物価が「2%程度で安定的に推移」することはあるのだろうか？

- 日本では90年代中盤から物価の水準自体が安定。物価はほとんど上がりも下がりもしない、という感覚が日本に定着（「デフレ」と呼ぶほど価格が下がったわけでもないのだが…）。
- 消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）が一瞬でも1%に達したのは、95年以降で2回だけ。1回目は世界的な食料価格急騰、2回目は5割の円安が背景。

【消費者物価の長期トレンド】



(注) 生鮮食品および消費税を除く
(資料) 総務省

【消費者物価の近年の動き(前年比)】



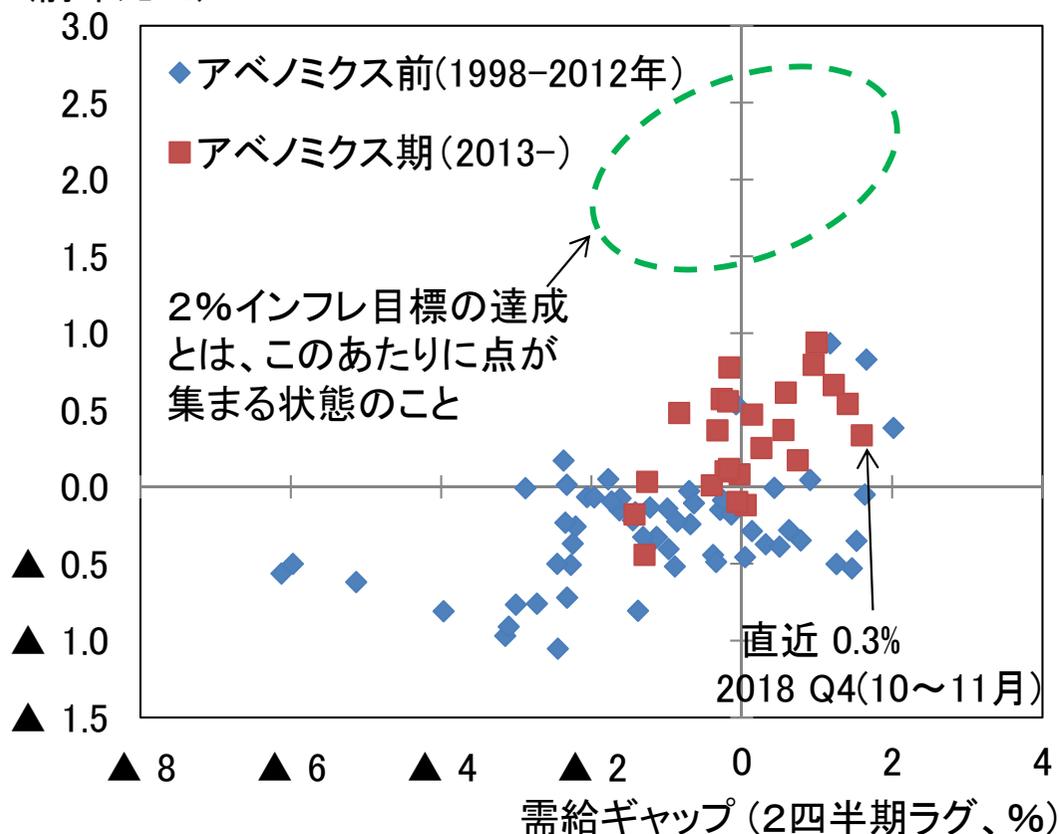
(注) 2018年4Qは10~11月分
(資料) 総務省

日銀の大胆な緩和の下でも物価に関する「レジームチェンジ」は起きなかった

- 景気が良くなった(需給ギャップがプラスになった)ことに伴い物価もいくらかは上昇しているが、需給ギャップと物価の関係自体は、以前とほとんど変わっていない。

【 為替要因調整後のフィリップス曲線 】

消費者物価(生鮮食品、エネルギー、為替要因を除く)
(前年比%)



(注) 為替要因は以下の回帰式により算出

$$\text{CPI} = 0.008 + 0.150 \times \text{需給ギャップ} - 0.048 \times \text{為替相場}$$

(5.5) (8.4)

$$R^2(\text{自由度調整済み}) = 0.65$$

ただし、需給ギャップは2四半期ラグ、
為替相場は円の名目実効レートの前年比(3-8四半期ラグ)

(資料) 総務省、日銀、BISのデータから筆者算出

日銀の展望レポートは、よく「願望」レポートとも言われる

【実質GDP成長率見通し(%)】

	2018年度	2019年度	2020年度
政府	0.9	1.3	-
日銀	1.4	0.8	0.8
みずほ総研	0.7	0.7	-
エコノミスト平均	0.7	0.7	0.6

【CPI上昇率見通し(%)】

	2018年度	2019年度	2020年度
政府	1.0	0.6	-
日銀	0.9	1.4	1.5
みずほ総研	0.8	0.6	-
エコノミスト平均	0.9	0.8	0.7

- ・政府見通しは2018年12月、日銀は展望レポート(2018年10月)。
- ・エコノミスト平均は「ESPフォーキャスト」(12月調査結果)。39人の平均。
- ・みずほ総研は12月時点の見通し。
- ・CPI見通しは消費税の影響を除くベース、除く生鮮食品(エネルギーは含む)。ただし、政府見通しは生鮮食品も含む。

なぜ2%にならないのか？

(マネーが不足しているから、というかつての**仮説は消えた!**)

仮説1: **デフレマインド**が根強い(黒田説)

→粘り強く緩和を続ければいずれ2%は実現

仮説2: **成長期待**が弱い(白川説)

→構造改革・成長戦略が不可欠

仮説3: 消費税率引き上げなど**財政政策**に問題がある(岩田説)

→究極の処方箋はヘリマネ、シムズ理論

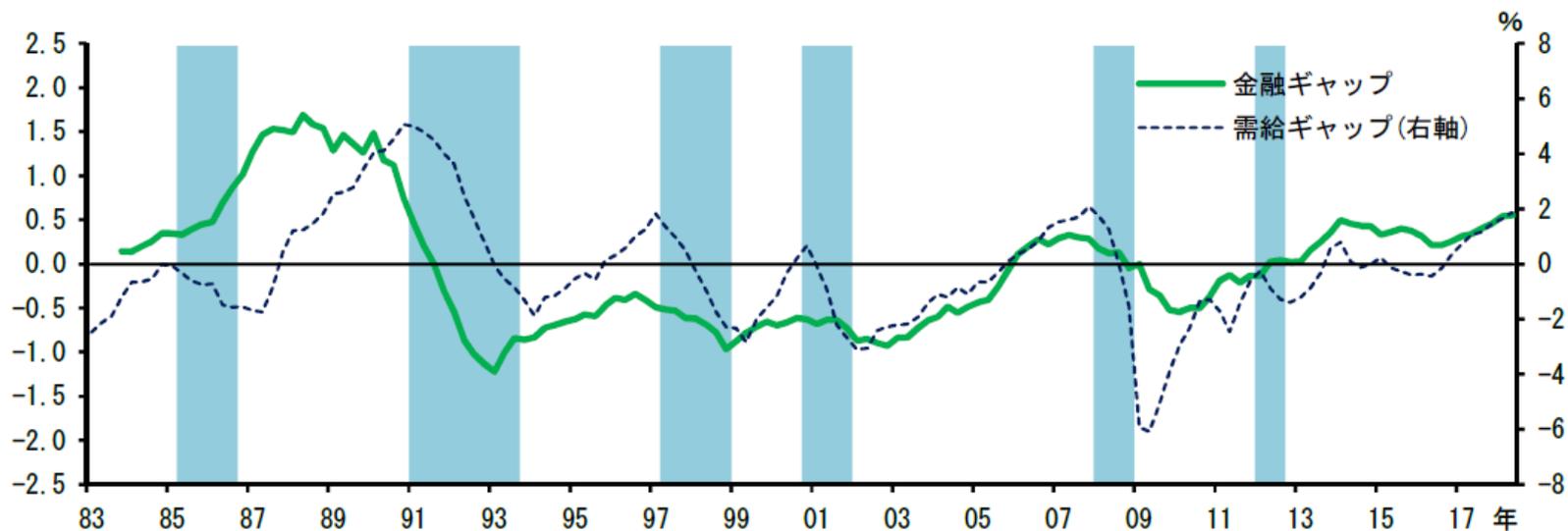
仮説4: ゼロインフレの**強い慣性**、それ以上の理由は不明(門間説)

→処方箋なし。「物価の安定」は達成されており、2%にしなくてよい。

仮説5: 実質金利が十分下がらないことによる**デフレトラップ**(NKT)

→処方箋なし。絶対に日本のようになってはいけない!

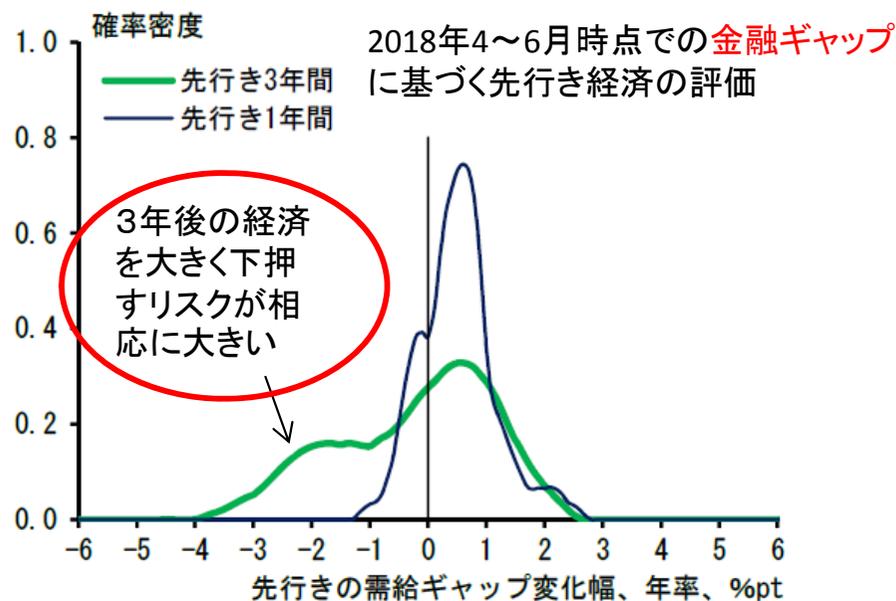
日銀の金融システムレポート(2018年10月号)に画期的な分析が！



(注) 直近は2018年4~6月。シャドーは景気後退局面を表す。

「金融ギャップ」とは…

14種類の金融活動指標（総与信・GDP比率、株価など）のトレンドからの乖離率を加重平均したもの。金融循環の過熱・冷え込みの度合いを一つの指標で総合的に表す。



- 左図は、「GDP at Risk」という手法で、現在の金融ギャップが先行きの実体経済（需給ギャップ）に及ぼす確率分布を計測したもの。
- 直近（2018年4～6月）の金融環境は、目先1年程度の経済にはプラスに作用するが、バランスシート調整圧力がたまることなどから、3年後の経済に関するリスクは下方が厚くなっている。

(資料) 日銀「金融システムレポート」(2018年10月)から転載

金融政策に関する最近の日銀の公式見解(18年12月26日黒田総裁講演から引用)

- (景気や労働需給の割に物価が弱く、2%目標の実現に時間を要するという) やや複雑な局面において必要なことは、金融緩和の**効果と副作用**、**ベネフィットとコスト**をバランスよく考慮しながら、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことです。まさに、**政策の持久力**が大事になっています。
- 日本銀行は、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあると認識しています。**現時点**では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、こうした**リスクは大きくない**と判断していますが、**政策の持久力**を維持する観点からも、**先行きの動向を注視**していく必要があると考えています。

「物価の安定」の定義：なぜ2%インフレを目指すのか？ ゼロではだめなのか？

日銀の説明 （例えば2018年8月2日の雨宮副総裁の講演）

1. 物価指数に上方**バイアス**がある
2. ある程度「**のりしろ**」が必要（平時のインフレについては金利をある程度高くすべし）
3. 他の先進国と同じ2%目標を採用することで、長期的には**円高が回避**できる

本当か？

- 「1」は90年代には問題とされたが、今は大きな論点ではなくなっている。
- 「3」は、理論家でこれを言う人はいない。インフレが低い分だけ円高になっても実質為替相場は一定なので、国際競争力は低下しない。ただし、海外収益の円換算額は円安の方が増えるため、**産業界や株価への配慮**という点では一理あり。一方、実際に2%インフレにならないのに強力な金融緩和を続けた場合、**将来の円高リスク**をため込むことになる。
- 「2」は世界の多くの**経済学者や中央銀行の共通認識**。「のりしろ」によって景気後退を軽度抑えることができれば、長期平均的な経済成長率を上げられるという考え方。ただし、これも程度問題ではないか？ 景気対策は金利政策に限られないのではないか？

先進国の金融政策の枠組みを巡り、活発化が予想される論点

1. 物価の安定 (price stability) と**金融の安定 (financial stability)** のバランスをどうとるか
2. **中立金利が低下**している下で、次の景気後退に備え**金融緩和**の余地をどう確保するか
 - いずれもグローバル金融危機およびその後のマクロ経済情勢を踏まえた問題意識。

実際、いくつかの中央銀行で、今年は金融政策の枠組みのレビューを行う

FRB(米国)

- 金融政策の戦略、手段、情報発信 (strategies, tools, and communication practices) に関するレビューを**2019年**中に行う。
- **シカゴ連銀**のリサーチ・コンファレンス(2019年6月4-5日)等で外部有識者の意見も聞く。
- なお、パウエル議長は2018年8月のジャクソンホール講演で、過去2回の景気後退はインフレではなく金融不均衡からもたらされたことに言及。

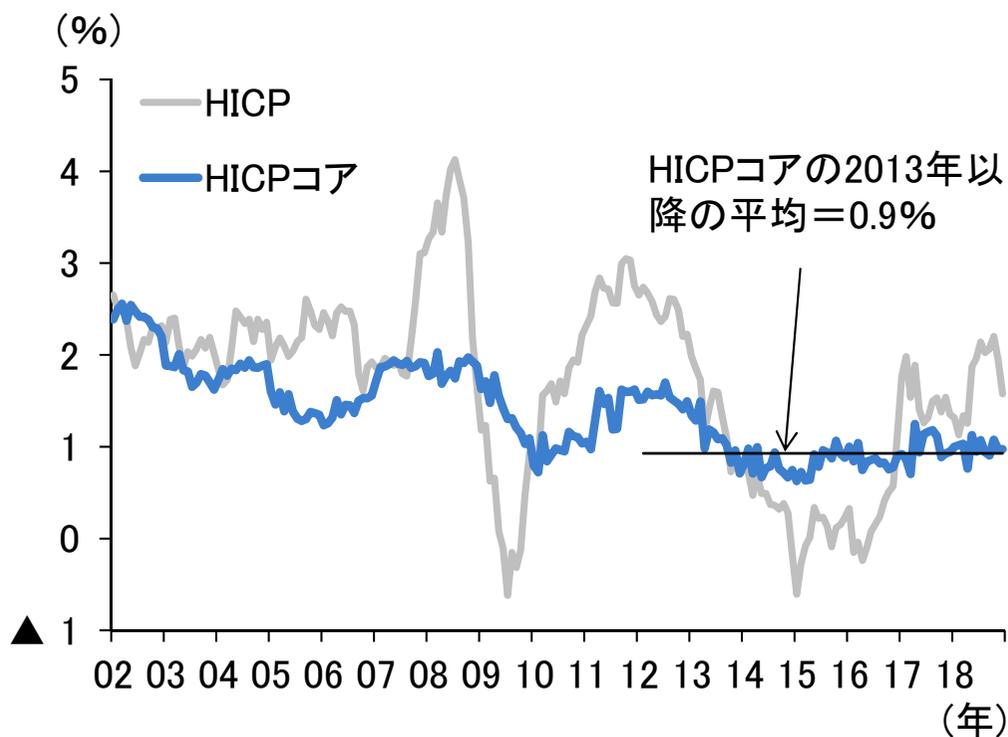
BOC(カナダ)

- もともと、インフレ目標など金融政策の枠組みを、5年に1度レビューする仕組みになっている。
- 次回のレビューは2021年の予定であったが、これを**2019年**に前倒しする。
- レビューに当たっては、**中立金利の低下**が、①緩和の余地を狭めている可能性、②過度なリスクテイクを招く可能性、などについて検討する。

欧州でも「物価の安定」をどう考えるべきか、議論が高まる可能性

- コア・インフレ率は1%近辺で横ばい圏内にあり、インフレ目標である「2%近く」まで着実に上がるかどうか不確実性は大きい。
- ECBは2019年夏まで現状の政策金利水準を据え置く姿勢を明確にしているが、その後利上げを実現できるかどうかは物価情勢次第の面が大きい。

【ユーロ圏インフレ率】



(資料) Eurostat

【ECBの金融政策】

・ネット資産買入れ(億ユーロ/月)

800	2016/4月～2017/3月
600	2017/4月～12月
300	2018/1月～9月
150	2018/10月～12月
ゼロ	2019/1月以降(残高は維持)

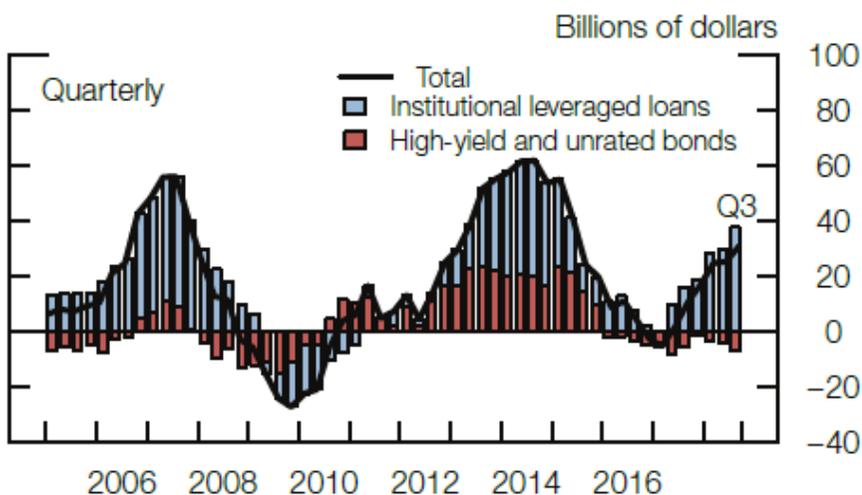
・金利のフォワードガイダンス

現在の政策金利水準を少なくとも2019年の夏まで続けると想定。
インフレが予想通り目標に向かっていくことが利上げの十分条件。

FRBは、2018年11月に金融安定報告書(Financial Stability Report)の公表を開始

- 今後は年に2回(春と秋)に公表予定。
- 2018年11月の報告書によれば、企業債務や資産価格には注意すべき点があるが、家計や銀行部門に大きな問題はないとの評価。パウエル議長は、リスクは全体として軽微と総括。

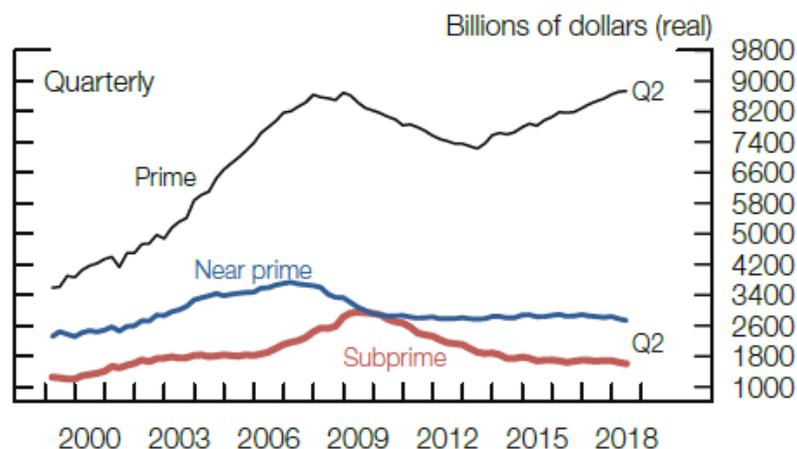
2-4. Net Issuance of Risky Business Debt



Note: Total net issuance of risky debt is the sum of the net issuance of speculative-grade and unrated bonds and leveraged loans. The data are four-quarter moving averages.

Source: Mergent, Fixed Investment Securities Database (FISD); S&P Global, Leveraged Commentary & Data.

2-9. Total Household Loan Balances



Note: Near prime are those with an Equifax Risk Score from 620 to 719; prime are greater than 719. Scores are measured contemporaneously. Student loan balances before 2004 are estimated using average growth from 2004 to 2007, by risk score. The data are converted to constant 2018 dollars using the consumer price index.

Source: FRBNY Consumer Credit Panel/Equifax; Bureau of Labor Statistics consumer price index.

(資料) FRB “Financial Stability Report”(2018年11月)より転載

米国の金融政策：今後の利上げペースと着地水準は経済・物価・金融情勢次第

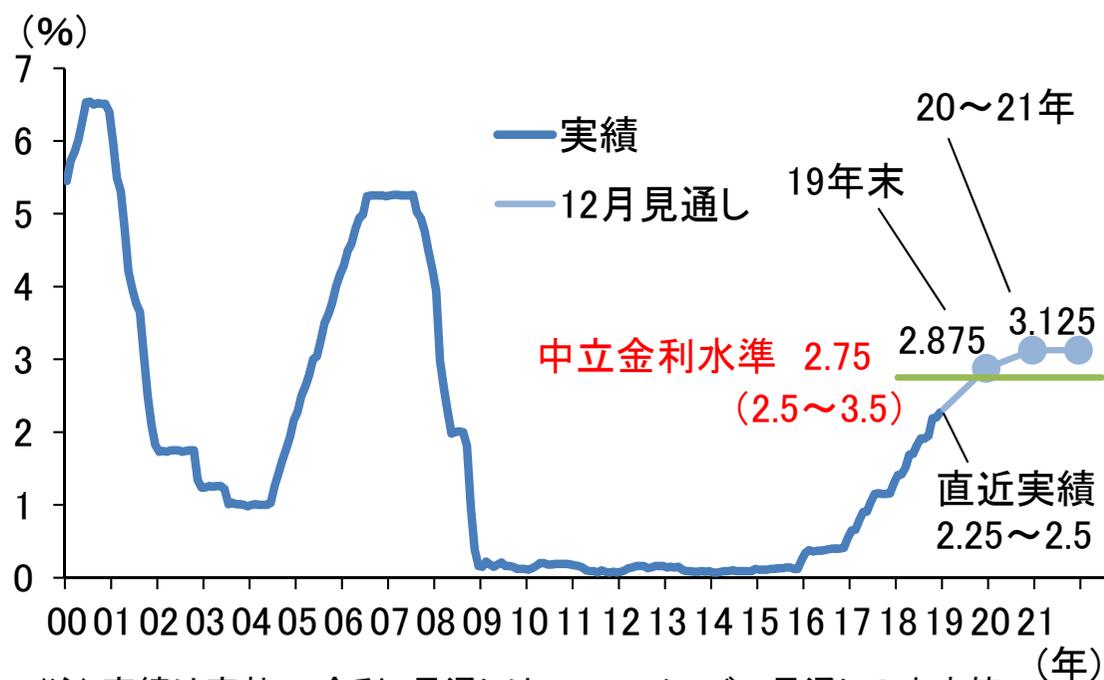
- Fedのパウエル議長は、金利見通しには不確実性が大きいことを強調。また、インフレだけでなく金融面の不均衡(リスクの大きな貸出の増加など)に配慮することも示唆。
- FF金利が最終的に3%強まで引き上げられたとしても、過去のピーク水準に比べれば低い。米国でも、次の景気後退への備えは十分か、という議論がある。

【 FOMC見通し(18年12月) 】

	2018	2019	2020	2021	Longer run (%)
実質GDP	3.0	2.3	2.0	1.8	1.9
失業率	3.7	3.5	3.6	3.8	4.4
PCE	1.9	1.9	2.1	2.1	2.0
PCEコア	1.9	2.0	2.0	2.0	
FF金利	2.4	2.9	3.1	3.1	2.75

(資料)FRB

【 FF金利 】



(注) 実績は実効FF金利、見通しはFOMCメンバー見通しの中央値
(資料) FRB

中立金利が低下しているもとで、金融政策の有効性をどう確保するか？

➤ いくつかの考え方はあるが、決定的な妙案はない

1. **非伝統的**(unconventional)な手法を使えばよい

- 量的緩和、銀行貸出支援、フォワードガイダンス、マイナス金利など

2. インフレ目標を例えば**3~4%**に引き上げる

→ 学者の間では支持があるが、中央銀行は慎重

3. インフレ2%を強いコミットメントで**しっかりアンカー**

- 物価水準目標 (Price Level Targeting)、一時的PLT、平均インフレ率目標、名目GDP目標など

4. **財政政策**の役割重視

- 極端な考え方としては、ヘリマネ、FTPL(物価水準の財政理論)など
- 現実的な考え方としては、財政の自動安定化機能の強化、成長戦略にも資するワイズ・スペンディングなど

日銀の現実的な対応

景気下振れリスクへの対応

- 追加緩和は難しい(確実に効果が副作用を上回ると言える手段は残されていない)。
- 今の強力な緩和で景気を下支えしていく姿勢を強調

正常化へ向けた政策修正 : ただし、景気下振れリスク・円高リスクが小さいことが条件

修正の内容: イールドカーブの引き上げ、マイナス金利の解除、ETF買入の縮小・停止

(ケース1)物価がそれなりに上昇する場合(エネルギーを除いて1%)

⇒ 2%目標に近づくメカニズムが働いていることを理由に政策修正へ

(ケース2)物価が上がらず、物価見通しの下方修正を繰り返さざるを得ない場合

⇒ 2%の実現には**従来の想定以上に時間を要する**と総括のうえ、副作用のリスクを軽減することが**政策の持続性**を高める、という論理で政策修正へ

- 2%目標自体を放棄(あるいは変更)する「敗北宣言」の可能性は低い
- 副作用だけを理由にした「追い込まれ」修正も可能性は低い

BISの見解：金融政策において物価のウェイトを下げ金融安定のウェイトを上げるべき

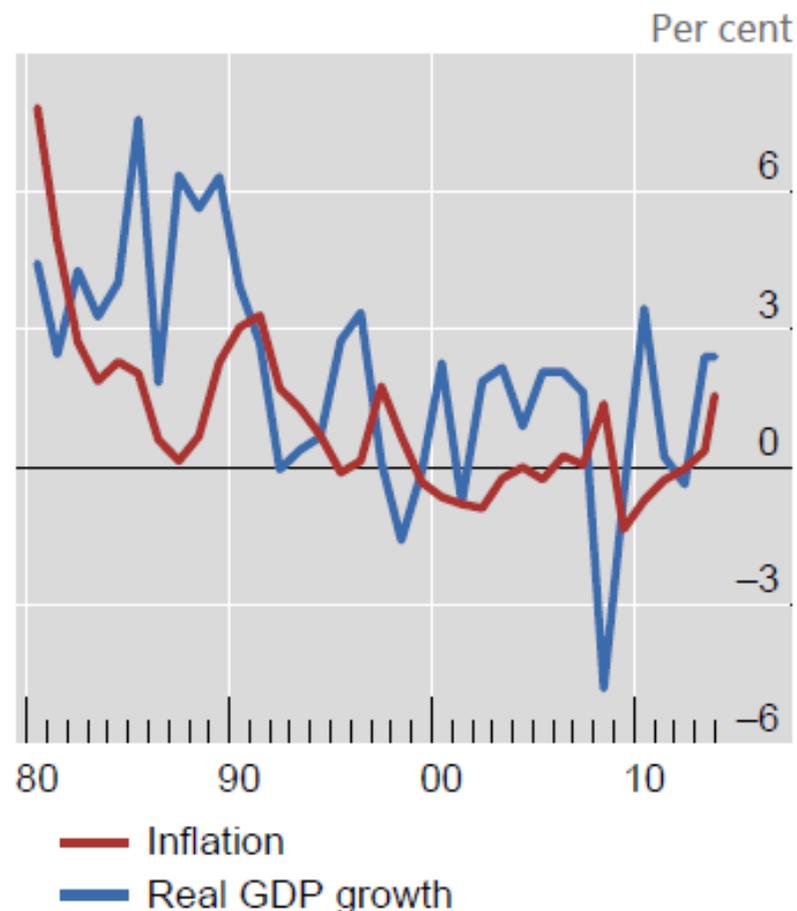
1. 「**中立金利**」は金融政策の有効な指針にならない。
 - ①推計が難しい(そもそもトトロジカル)、②金融安定の視点が入っていない、というのがその主な理由。
 - 近年の中立金利の低下は、貯蓄投資バランスなどの実体要因だけではなく、長期にわたる低金利政策そのものによってもたらされている可能性。
2. **インフレ**はリアルな要因から継続的に影響を受ける(長期でもマネタリーな現象と言えない)。
 - 近年、グローバル化や技術革新によるインフレ抑制圧力がかかり続けている
3. 金融政策は**長期的**にも実体経済に対して**中立的でない**。
 - バブルを引き起こせば履歴効果として長期の低成長をもたらす(ちなみに、高成長方向の履歴効果を主張するのがいわゆる「高圧経済」論)。
4. **デフレ**は常に害悪だ、という証拠はない。
 - BIS自身の実証分析(1870~2013年、38か国)では、資産デフレは実体経済に悪影響を及ぼすが、一般物価の緩やかなデフレと経済成長の間に関係は見られない。

(資料) Borio氏の講演(2015年11月、2017年9月)、BIS四半期報2015年3月号掲載論文「The costs of deflations: a historical perspective」等

生産年齢人口一人当たりの実質GDPで見れば日本の20年は失われていない！

日本のインフレと成長

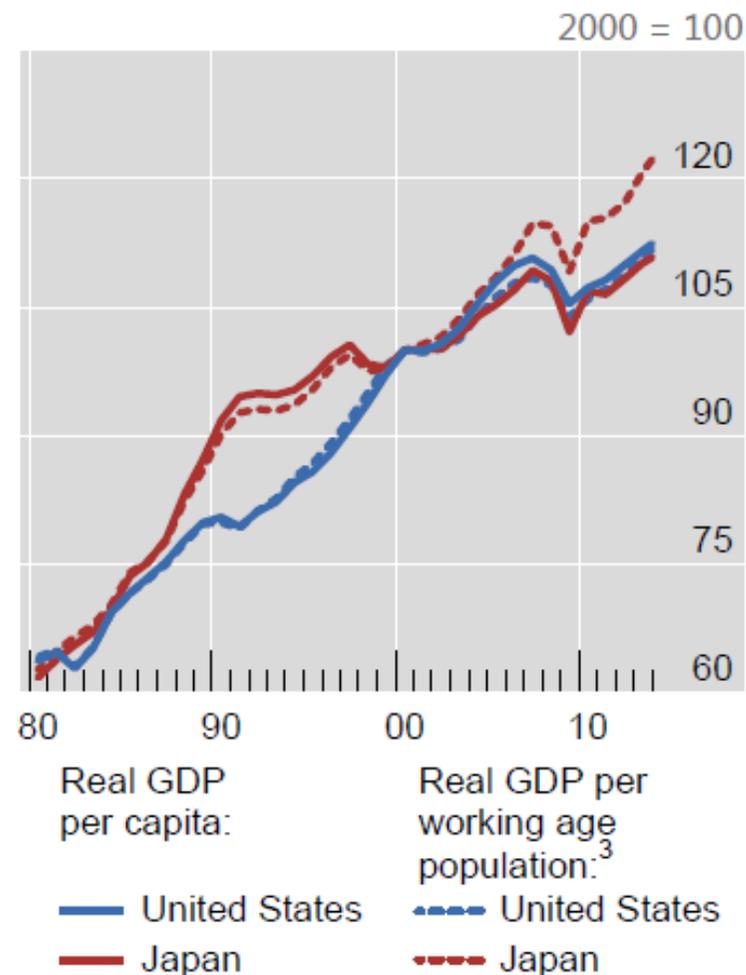
Inflation and real growth



「The costs of deflations: a historical perspective」BIS四半期報
2015年3月号より転載

人口要因を調整した実質GDP: 日米比較

Relative economic performance



より活性化すべき論点

1. インフレ率は**2%程度**のプラスでないと本当にまずいのか？

- 日本銀行が2000年に公表した「物価の安定」についての考え方では、経済の発展と整合的な「物価の安定」の定義を特定の数値で示すことは**困難**、としていた。
- 経済の下降への対応は、金利の「**のりしろ**」がなくても他の政策で可能なのではないか？

2. 長期にわたる低金利政策は、金融システムに対する「副作用」以外の経路でも、経済や物価に「**逆効果**」になりうるのではないか？

- 「異時点間の代替効果」(投資や耐久財消費を刺激する効果)と「**所得移転効果**」(家計から政府・企業へ利子所得が移転する効果)は、常に前者の方が大きいと言えるのか？
- **ネオ・フィッシャリアン**(=低金利の長期化は長期インフレ予想を引き下げる)はとんでも理論なのか？(日銀内でも問題提起が！)
- 長期にわたる低金利政策が中立金利を低下させている、というBIS viewが正しいとすれば、それが最も当てはまるのは日本ではないか(20年以上の超低金利！)

【参考1】政府と日銀の「共同声明」(2013年1月)に関する白川前日銀総裁の解説

(著書「中央銀行」の556～557ページから引用)

- 目標物価上昇率の水準(注:「2%」のこと)は**構造改革の進捗状況にも依存**する。
- 議論が最も紛糾したのは達成期限であった。日本銀行は「中長期的な物価の安定」を主張したが、政府は2年という明示的な期限の設定に強くこだわった。・・・日本銀行は**2年という期限を設定して2%目標を設定するという金融政策を行うことだけは絶対に受け入れられない**という立場で臨んだ。
- 金融政策の効果波及のタイムラグや**金融面での不均衡の蓄積**を含めたリスク要因を点検することを明示した。政府はこれを含めることに強く難色を示したが、これは日本銀行として絶対に譲歩できない考え方であり表現であった。
- 私の気持ちを言えば、共同声明は「2年、2%」を要求する凄まじいまでの圧力の中で、熟慮の末、作成することに同意したものであり、**2%を定めた文書というより、機械的に2%の実現を追求しなくてもいいようにするための文書**であった。

【参考2】共同声明の実際の文章を抜粋

(前段省略)

2. (略)...日本銀行は、今後、**日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組**の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。

日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これを**できるだけ早期**に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、**金融面での不均衡**の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。

3. 政府は、...(略)... **日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組**を具体化し、これを強力に推進する。また、...(略)... 財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

(以下省略)

ご清聴ありがとうございました！

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。