

# G20「財政の出番」協調で困難増す日銀の対応

みずほ総合研究所 市場調査部 上席主任エコノミスト

## 野口雄裕

2月下旬のG20では、各国中央銀行の金融緩和による「通貨安競争への警戒感」が示された一方、「財政出動の必要性」で一致がみられた。日本経済は、海外経済下振れの影響が懸念され、消費増税先送り観測も浮上。今後、日銀の追加緩和期待が高まることも予想され、「国際協調」と「国内経済対応」の狭間で困難な金融政策運営が続くだろう。

### G20で示された「通貨安競争」への警戒感

2月26・27日に中国・上海で開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議では、「世界経済の見通しがさらに下方修正されるリスクへの懸念が増大している」ことを指摘し、金融、財政および構造政策など「全ての政策手段を個別にまた総合的に用いる」ことを明記した共同声明を採択した。この中で、金融安定に向けた協調姿勢は示されたものの、個々の政策への言及は「通貨の競争的な切り下げ回避」「機動的な財政政策の実施」など、過去のG20で示された内容を改めて確認した。

もっとも、通貨安競争への警戒感、日銀のマイナス金利政策導入を受け、これまで以上に高まっていると考えられる。実際、G20声明ではこれまでになかった「為替市場に関して緊密に協議する」との文言が盛り込まれた。また、G20後の各国当局者も、ユーログループの議長を務めるダイゼルブルーム蘭財務相が「為替相場に影響を与える政策変更を行う場合は、事前に参加国に通知するよう合意に至った」と発言したと報じられたほか、カーニー英中銀総裁やショイブレ独財務相も、通貨安競争への懸念を表明した（次ページ表1）。

こうした懸念に対して、日銀はマイナス金利導入の目的は「デフレ脱却であり通貨安誘導ではない」との認識を示し、黒田日銀総裁もG20閉幕後の記者会見で「マイナス金利政策について異論や意見は全くなかった」と発言。しかし、日銀が今後、為替市場に影響を与え得る追加緩和を行う際には、これまで以上に海外の目を意識する必要性が高まっていることは否定できないだろう。

こうした見方を裏付けるように、ドル円相場は、米日金利差が拡大しつつあるなかでも、円高地合いでの推移が続いている。海外投機筋の円買いポジションが増加しており、G20声明などを受け、日銀が追加緩和をしようとも動きにくい、との投機筋の見方を示している可能性がある。

## 「財政出動」に軸足が移り、日本は消費増税先送りも

他方、G20声明は「金融政策による景気押し上げ効果には限界がある」ことを指摘し、財政政策を重視する考えを示した。中国や新興国経済の下振れリスクの高まりによる日本経済への影響が懸念されるなか、安倍政権が2017年4月に予定する消費税率引き上げを再度先送りするよう求める声が上がっている。声明では「金融政策のみでは、均衡ある成長につながらない」と、機動的な財政政策の実施を求める文言が盛り込まれたが、この背景には、近年、世界的に金融政策の限界を認識し、財政出動の必要性を訴える声が高まっていることがある。G20各国では、特に経常黒字国であるドイツの財政出動が念頭にあると思われるが、先進国最悪の財政状況にある日本の消費増税先送りについても、国際的に受け入れられやすくなっていると考えられる。

安倍首相の消費増税をめぐる発言にも変化がみられる。昨年までは「リーマン・ショックのようなことが起こらない限り、予定通り（消費増税を）実施する考えに変わりはない」と発言していたが、1月19日の参議院予算委員会では「世界経済の収縮が実際に起こっているかどうかについて、専門的な見地から分析をして判断をしていかなければならない」と発言。世界経済の収縮が起きていると判断されれば消費増税の先送りが正当化される、との考えが垣間見える。

今後の政治・経済日程を考えると、早ければ5月後半の伊勢志摩サミット（G7）のタイミングで増税先送りを決断する可能性がある（次ページ表2）。日米の1～3月期実質GDPや、日銀短観などが発表され、中国や新興国経済下振れの影響を判断する材料が揃ってくる。ただし、消費増税を再延期した場合は、基礎的財政収支（プライマリーバランス）の悪化は避けられず、政府が目標とする2020年度のプライマリーバランス黒字化は困難となるだろう。しかしながら、G20各国にとっては、増税によって日本経済が減速し、アベノミクスが行き詰まるリスクの方が脅威であり、消費増税先送りへの反発は出ないと考えられる。

## 4月の金融政策決定会合は追加緩和の重要な「タイミング」

財政出動や日銀の追加緩和への期待は今後、5月のG7や7月の参院選を控えて高まっていくだろう。日銀は経済・物価動向や安倍政権の消費増税判断の動向を見極めつつ、追加緩和のタイミングを探ると予想される。

表1 G20（上海）後の各国当局者の発言

黒田日銀総裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「量的・質的金融緩和」は、物価目標の早期実現を目的としたもので、必要があれば追加的政策対応を行うという考え方は、これまでのG20において十分に理解されている。</li> <li>・マイナス金利政策についても異論や意見は全くなかった。</li> </ul>
ダイゼルブルーム 蘭財務相・ユーログループ議長	<ul style="list-style-type: none"> <li>・為替相場下落につながるような政策決定を行う際は、事前に通知することで合意した。競争的な通貨切り下げを行うことを一部のG20当局者が懸念したことが今回の決定の背景にある。</li> </ul>
カーニー英中銀総裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>・G20は早急に供給サイドの政策を実施する必要。かなりの下振れリスクが世界経済の見通しを曇らせている。</li> <li>・マイナス金利には、世界的な流動性のわなのリスクを伴う。通貨安を通じた景気低迷の輸出はゼロサムゲーム。</li> </ul>
ショイブレ独財務相	<ul style="list-style-type: none"> <li>・拡大的な財政政策は将来、危機を引き起こす恐れ。</li> <li>・競争力強化に向け為替操作をすべきではない。</li> </ul>

（資料）日本銀行、各種報道などより、みずほ総合研究所作成

日銀は、年初来の中国や新興国経済の減速および原油価格急落によって企業マインドが悪化するリスクに対応するためにマイナス金利政策を導入したが、今後はまず、実体経済や物価動向をにらんで追加緩和の必要性を判断する展開となろう。

3月8日に発表された10～12月期の実質GDP（2次速報）は前期比年率▲1.1%と1次速報から小幅に上方修正されたが、今後も海外経済の減速や年明け後の円高・株安が景気回復の重石になると予想される。消費者物価上昇率も今後マイナスに転じる見込みで、日銀が重視するエネルギー・生鮮食品を除く物価上昇率も1月は伸び率が低下した。4月1日に発表される日銀短観（3月調査）は企業の景況感を見極めるうえで重要な指標となる。こうした状況を踏まえると、展望レポートが発表される4月27・28日に開かれる金融政策決定会合は追加緩和の必要性を判断するタイミングとなり得る。

加えて、安倍政権の消費増税判断も重要なポイントだ。量的・質的金融緩和政策は、市場から大量の国債を購入する政策であり、財政への信認が失われて長期金利が急上昇すれば、政策効果が減殺されかねない。黒田総裁の「市場の変動は大きくなっているが、日本経済のファンダメンタルズは良好。3年前に比べ格段によくなっている」との発言も、消費増税を再度先送りすることは慎重に判断すべきという日銀の考え方を反映したものとみられる。財政規律が失われれば、将来の出口政策も困難となる。日銀は、安倍政権が消費増税先送りを決断する政治的環境を整えるには時間を要することも踏まえ、追加緩和のタイミングを判断するだろう。5月の伊勢志摩サミット前後で消費増税先送りが決定される可能性を考えると、4月の金融政策決定会合が重要な「タイミング」となる。

もともと、日銀のマイナス金利政策は、G20からの厳しい目に加え、国内での評価も分かれている。日銀はマイナス金利政策導入に際し、当座預金を三層構造にするなど金融機関の収益悪化を回避する措置をとったものの、マイナス金利による長短金利スプレッドの縮小は銀行の収益にはマイナスとなる。銀行株の下落に加え、黒田総裁が直前まで否定していた政策を導入した唐突感や、政策の先行き不透明感などから、マイナス金利政策への批判が高まっている。

マイナス金利政策による物価目標達成への道筋が理解を得られなければ、日銀は追加緩和に動きにくくなるのみならず、マイナス金利への不安が高まり金融緩和の効果が減殺されかねない。黒田総裁は3月7日の講演で、金利低下や銀行収益悪化の原因はデフレにあるとし、マイナス金利政策により経済を活性化し、デフレから早期に脱却することの重要性を強調した。しかしながら、マイナス金利政策の効果は、金融市場の変動により見極めにくい状況となっている。日銀の金融政策運営は難しい局面が続くこととなりそうだ。（了）

表2 今後の主な政治・経済日程

日付	主なイベント	
3月10日	欧州	ECB政策理事会
14・15日	日本	日銀・金融政策決定会合
15・16日	米国	FOMC
4月1日	日本	日銀短観（3月調査）
21日	欧州	ECB政策理事会
26・27日	米国	FOMC
27・28日	日本	日銀・金融政策決定会合（展望レポート）
5月27日	日本	G7首脳会議（伊勢志摩）
6月2日	欧州	OPEC総会 ECB政策理事会
14・15日	米国	FOMC
15・16日	日本	日銀・金融政策決定会合
7月1日	日本	日銀短観（6月調査）
21日	欧州	ECB政策理事会
26・27日	米国	FOMC
28・29日	日本	日銀・金融政策決定会合（展望レポート）
月内	日本	参議院選挙

（資料）みずほ総合研究所作成

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実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内容は予告なしに変更されることもあります。