

日銀「出口政策」を足踏みさせるハードルの高さ

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

日本銀行は長短金利操作政策のもと、世界経済の回復を追い風に物価目標達成に向けた持久戦を続けている。欧米の金融政策が出口に向かう中、今後、日銀の政策対応への注目が高まると考えられるが、「出口政策」に移行するハードルは高い。当面は現在の政策を維持すると見られることから、将来の出口へ備えた市場の懸念払拭が求められる。

「物価目標達成」は依然として見通せない状況

日銀は昨年9月の金融政策決定会合で導入した長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）政策のもと、世界経済の回復を追い風としながら物価目標達成を目指し持久戦を続けている。

イールドカーブ・コントロール政策の導入によって、政策の軸足は、これまでの国債買入れを中心とした「量」の拡大から「金利」の調整に移行。日銀は国債保有残高を年間80兆円増額するペースで買入れを行っているが、毎月見直される国債買入れ計画で、実際には短期ゾーンを中心に徐々に減額されつつある。現状のペースで国債買入れが続けば、2017年の保有増加額は60兆円程度と試算されることから、80兆円の増額ペースについては、年後半にも見直されるだろう。

「ゼロ%程度」に目標を設定している10年債利回りは、米大統領選後の米国債利回り上昇によって、今年2月に一時+0.1%超の水準まで上昇したが、日銀が指値オペにより金利上昇抑制に動いたことや、米国債利回りの低下を受け、足元ではゼロ%近傍で推移している。そもそも、イールドカーブ・コントロール政策の狙いは、金利を「低位」に抑制することにある。米国経済の持ち直しから米国債の利回りが上昇する場合は、通常、日本国債の利回りに上昇圧力がかかる。この際、日本の国債利回りを低位に維持することで日米金利差が拡大すれば、円安が進み、日本経済へのプラス効果が期待できる。これまでの「量」の拡大は、国債発行残高の面から政策の持続性が懸念されたが、金利コントロールには持続性の面で制約がない。このため、世界経済の回復を待ちつつ、その恩恵を享受し金融緩和効果を増幅することが期待できる。

しかしながら、物価目標達成は依然として見通せない状況にある。消費者物価上昇率は足元プラス圏に浮上し、今後も上昇が見込まれるが、みずほ総合研究所では、2018年前半に+1%台前半まで上昇した後は再び低下すると予想している。日銀が4月の金融政策決定会合で示した経済・物価情勢の

展望（展望レポート）では、2017年度の物価見通しが引き下げられるとともに、物価目標達成時期は2018年度頃に維持されたものの、下振れリスクも大きいとの見方が示された（表）。

「出口政策」検討が期待されるが、直近の政策変更は見込めない

日銀は、物価目標達成が見通せない中で経済・物価・金融情勢をにらみつつ、当面は政策を据え置くと予想している。他方で、世界経済の回復を受け、FRBに続きECBも出口政策にシフトしていくことが見込まれている。過去の日米ユーロ圏の利上げ局面を見ると、日銀はFRB、ECBに続いて利上げを行っていることから、今後は日銀の「出口政策」に対する注目が高まるだろう。日銀が10年債利回りの目標水準引き上げの政策変更を検討する契機としては、①金融機関の預貸利ざや低下による金融仲介機能低下、②欧米金融政策の出口移行に伴う日本国債の利回り上昇、の2つのケースが考えられる。

①は、低金利によって、金融機関の収益が下押しされることで、金融仲介機能が低下し、日本経済にマイナスの影響を及ぼすケースである。日銀は昨年の「総括的検証」において、政策判断を経済・物価情勢に加え、金融への影響を踏まえて判断するスタンスに変更した。昨年のマイナス金利導入により、金融機関の預貸利回り差は大きく縮小しており、地方銀行などでは統合・再編の動きも見られる。金融機関が収益維持のため、過度なリスクテイクに向かうことなどによって金融仲介機能が低下する事態となれば、物価目標の達成そのものが遠のきかねず、預貸利回り差を拡大させるために、10年債利回りの目標水準引き上げが検討される可能性がある。しかしながら、日銀は、現時点で金融仲介機能が低下する事態に至っていない、と判断している模様だ。

ただし、4月に発表した金融システムレポートでは、「収益力への下押しが長引く場合には、損失吸

表1 展望レポート（2017年4月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
			消費税率引き上げの 影響を除くベース
2016年度	+1.4~+1.4 (+1.4)	▲0.3	
1月時点の見通し	+1.2~+1.5 (+1.4)	▲0.2~▲0.1 (▲0.2)	
2017年度	+1.4~+1.6 (+1.6)	+0.6~+1.6 (+1.4)	
1月時点の見通し	+1.3~+1.6 (+1.5)	+0.8~+1.6 (+1.5)	
2018年度	+1.1~+1.3 (+1.3)	+0.8~+1.9 (+1.7)	
1月時点の見通し	+1.0~+1.2 (+1.1)	+0.9~+1.9 (+1.7)	
2019年度	+0.6~+0.7 (+0.7)	+1.4~+2.5 (+2.4)	+0.9~+2.0 (+1.9)

注：対前年度比、%。政策委員の大勢見通し。()内は政策委員見通しの中央値。

資料：日本銀行「経済・物価情勢の展望」

収力の低下から金融仲介機能が低下する可能性がある」としながらも、「(現時点では) 金融機関は充実した資本基盤を備えており、当面収益力が下押しされるもとでも、リスクテイクを継続していく力を有している」との判断を示している。同レポートが、収益力低下の要因として、「預貸利ざや低下」のほか、わが国金融機関の「労働生産性の低さ」や「ビジネスモデルの均質性が高いことにより競争激化が生じやすい」点を指摘していることには留意が必要だ。金融機関に対して、自ら収益力改善を図っていくことを求めており、日銀が金融機関の収益下押しのみで政策変更に動く可能性は低い。

一方、②は欧米金融政策の出口政策進行に伴う欧米金利の上昇によって、日本国債利回りの上昇圧力が高まるケースである。景気回復に伴って予想物価上昇率が上振れれば、実質長期金利が低下することで金融緩和度合いが強まるため、その状況を維持しつつ10年債利回りの目標水準を引き上げることが可能となる。中曽宏副総裁は2月9日の講演で、「経済や物価に対する見方が改善した場合は、それに見合った形で長期金利の操作目標を引き上げても、金融緩和の度合いを減じることはない」と発言。そのうえで2%の物価目標達成には「なお距離がある」と説明し、現在の金融緩和を「粘り強く推進していく」ことの重要性を述べた。もっとも、グローバルに物価が上昇しにくい状況が続いており、欧米金融政策の出口政策は緩やかに進められると予想されることに加え、国内の予想物価上昇率が適格的期待形成メカニズムにより上昇しにくい状況にも変化はないため、こうした局面がすぐに生じるとは考えにくい。

来年4月就任の新総裁に求められる「市場の懸念」払拭

こうして見てくると、日銀が本格的な出口政策に動くのは容易ではない。安倍政権の政策目標である「デフレ脱却」「財政再建」「構造改革」などの進展が見られるまで、日銀が持続的な利上げに動くのは困難と考えられる。2%物価目標を現実的な目標水準に引き下げることも、現在の物価目標が2013年1月の政府・日銀の共同声明に記載されているため、政府の合意がなければ難しい。日銀もこれまでの利上げ局面とは異なり、出口を急いでいないと考えられる。実際、昨年12月の金融政策決定会合では、「(過去の) 早すぎたゼロ金利と量的緩和解除などの経験を踏まえ、相当の期間、現在の金利水準を続けるべき」との意見が見られる。

来年4月の黒田東彦総裁の任期満了まで1年を切った。黒田総裁が続投する可能性も考えられるが、出口政策の具体策は、新総裁のもとで議論されることになるだろう。みずほ総合研究所では、日銀は地政学的リスクや欧米の政治情勢などを注視しつつ、現在の政策を維持すると予想している。物価見通しの引き下げが、市場から追加緩和圧力となる状況は脱却しつつあり、日銀には将来の出口政策に向けて、市場の不透明感を払拭していくことが求められている。例えば、今後の10年債利回りの目標水準変更に向けた考え方を決定会合で議論するとともに、政策委員の10年債利回りの見通しを示すことは、金利上昇局面において債券市場の混乱を回避するうえで重要と考えられる。また、バランスシートの拡大が日銀の財務に与える影響の見通しを示すことは、金融緩和の長期化や、将来の出口政策に対する市場の懸念を払拭することにつながるだろう。(了)

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。