

日銀・出口戦略の意義を考える

経済調査部 代表取締役副社長 佐久間 啓(さくま ひろし)



日本銀行が続ける大規模な金融緩和

2018年4月に黒田日銀総裁の任期を見据え、日本銀行の出口戦略に関わる市場関係者の論考が盛んになっている。

黒田総裁体制になってからの金融政策を振り返ってみよう。日本銀行は2013年の「量的・質的金融緩和」の導入以降、物価上昇率2%を目標に、マネタリーベースの拡大を中心軸に据えた金融緩和政策を実施してきた。具体的には2013年4月から長期国債、ETFの保有額を2年で2倍に達するよう買入額を拡大、2014年10月には買入ペースの拡大を決定、マネタリーベースを年間80兆円増加させるペースでの資産買入れを実施した。2016年1月には日銀当座預金の一部の金利を▲0.1%とするマイナス金利政策が導入されたが、長期国債の買入方針自体は維持されてきた。

その後、2016年9月の「総括的な検証」を受け、「イールドカーブ・コントロール」を政策の軸に据えた。この政策により、短期の政策金利を▲0.1%、10年物国債利回りを概ねゼロ%とする金利の操作目標が敷かれ、これに応じて国債買入が実施されることとなった。これまでは、国債買入の「額」そのものが日銀の政策目標となっていたが、「金利」が主目標となったことで、国債買入はその達成のための手段に変わった。結果、マネタリーベースの増加ペースは総括的な検証以降は鈍化しており、直近の買入ペースは年60兆円増程度になっている。

このように、2013年4月以降続けられてきた日本銀行の大規模金融緩和は、総括的検証後に国債買入のペース自体は緩んだものの、短期金利をマイナス、長期金利をゼロに固定するという非常に緩和的な状態が続いている。

米欧中銀の金融引き締め転換

その一方で、海外中央銀行は金融引き締め、ないしは

緩和の縮小姿勢を明確にしている。米FRBは2014年から量的緩和の縮小(テーパリング)に踏み切り、2015年12月にはFF金利の引き上げを開始した。2017年10月からはこれまで償還分の再投資によるバランスシート維持方針を転換し、その縮小を決定した。ECBもまた、2018年から段階的に量的緩和の縮小を進める方針を示している。

日銀は確かにインフレ目標2%にまだ距離がある状態だが、出口戦略の検討を開始すべきだと考える。海外中銀をみても、FRBやECBはインフレ目標2%を金融緩和・引き締めを判断する際の絶対基準としていない。事実、米欧ともに物価上昇率が2%に達していないが、景気や雇用の安定的な回復が確認されたことをトリガーとして、金融引き締めに舵を切っている。

なぜ出口戦略が必要か

①いずれ訪れる国債買入の限界

ではなぜ、日本銀行は出口戦略を模索すべきなのか、その意義について述べたい。

第一に、現在のペースでの国債買入はそもそも持続させることが困難という点がある。日本銀行が総括的検証を経て金利操作に政策の軸足を移した背景には、国債買入の限界が近づいているとの認識があった。2013年以降、日本銀行が大規模な国債買入を続けた結果、国債(国庫短期証券、財投債を含むベース)発行残高に占める中銀保有割合は上昇を続け、4割を突破した(2017年6月時点)。

総括的検証を経て、買入ペースは鈍化しているものの、それでも足もとのペースでの買入を継続することは困難である。もしも、日本銀行が発行されている国債を「全て」、つまり残りの6割を購入することが可能な場合、「60兆円増ペース」での買入は2030年以降まで行うことが出来ると試算される。しかし、実際には市場の国債全てを日銀が買い切ることは不可能である。銀行や保険、年



金などには金融規制、日銀取引の際の担保需要などから内国債の保有需要があり、それらを全て売却しないからである。こうした金融機関の保有需要に一定の仮定をおいた上で、日銀国債購入の限界がいつ訪れるのかを当社で試算したところ、「60兆円増ペース」買入を前提にした場合、2019年中には国債購入が不可能になるという結果を得た。国債買入の物理的な限界が訪れるのはそう遠い未来ではない。

②景気悪化時の「糊代」の確保

米欧中銀が金融引き締めに動いている背景には、「次の」景気悪化が訪れた際の金融緩和の余地を残しておくという意味合いもある。日本は既に国債の大規模買入、短期金利マイナス、長期金利ゼロ操作という政策を敷いている状況下、これ以上の金融緩和を実施することは難しいと考えられる。

仮に、世界景気が後退局面に突入するような場合、海外各国が金融緩和に動く中で、日本のみが金融政策の手段を持たない状況に陥る可能性がある。こうなれば、景気後退に円高が拍車を掛け、国内景気の悪化が一層深刻になる恐れがある。景気が堅調さを維持しているうちに政策の糊代を確保することに、出口戦略の検討を開始する意義がある。

③金融市場とのコミュニケーション

出口に向かうことが必要になった際に、市場の織り込みが進まないまま金融政策の引き締め動き出せば、金融市場の乱高下を招くおそれがある。

海外中銀が明確に引き締め方向にシフトする中、日本銀行が緩和政策を維持するとなれば、考えられるリスクは円安が進みすぎることである。円安は輸出企業を中心に恩恵が大きいものであるが、その過度な進行は必ずしも望ましいことではない。賃上げが伴わないままで輸入価格の上昇に直面する家計にとっては負担の増加に直結

するためである。また、極端な円安が進む局面では、海外当局から日本銀行の金融緩和が“通貨安政策”との批判を受ける可能性もあろう。

こうした事態が生じた際に、どのように金融政策を手仕舞いしていくのか、その道筋が金融市場に織り込まれていない状態は望ましいものではなく、市場の混乱を招くおそれがある。最近の経験では、FRBが2013年にテーパリングを示唆した際に、国際金融市場の動揺を招いた「テーパータントラム」がある。今すぐに出口に向かわないにしても、どのような形で向かうのか、それを示しておくことが重要だ。

④副作用の一極集中

経済政策にはいずれも副作用がある。財政政策は減税・歳出の対象には恩恵をもたらすが、その財源確保のために現在、ないし将来的に増税や歳出削減が実施されれば、その対象には負担が及ぶ。規制改革は企業の新規参入などを促すが、それによって既存の事業者は不利益を被る。金融政策もメリットを受ける主体（資金借入者など）、デメリットを被る人（預金保有者や金融機関）がいる。重要なことはその歪みを過度に膨らませないこと、ひとつの政策に依存し過ぎないことである。

新執行部に求められるもの

日本銀行は、過度な金融政策依存のリスクを認識し、その出口に向けた議論を重ねるべきである。それを外に示すことによって、金融市場とのコミュニケーションを密にし、金融政策の副作用を極小化すべきだ。

2018年、黒田現日銀総裁をはじめとした日銀執行部の任期が訪れる。金融緩和のメリット・デメリットを比較考量した適切な判断を新執行部に求めたい。