

解除秒読み、日銀の理論武装を試す ～緩和解除・利上げに際したレトリックの正体～

発表日：2月24日(金)

(No. B-19)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生(外線：5221-5223)

福井総裁は量的緩和解除に自信を深めている。国会答弁では「市場の見方と平仄があっている」と述べた。ほかにも、緩和解除に際しては「非連続は起こさない」、短期金利に関しては「物価情勢に見合ったかたちで調整する」という理屈を用意している。しかし、こうした日銀の理論武装は、金利上昇の影響が過大評価されないように装うレトリックである。本当は、金利上昇のインパクトは存在する。解除に当たっては、真摯に金利上昇のインパクトを考えなくてはならない。

「市場の見方？」に自信を深める

「市場の消化の仕方は我々の考えている方向性とかなり平仄が合った状態だ」

2月23日の福井総裁らの国会答弁は、4月前後に量的緩和解除を行われるという観測を背景にした自信のほどが窺える。ただ、福井総裁は「市場の見方」と言うが、日銀自らが振り撒いてきた量的緩和観測が、反射的に債券市場を中心に織り込まれたに過ぎない。日銀は、量的緩和解除まで秒読みだという雰囲気を自作自演で作り出し、「自身」の観測に自信を深めていると言ってもよい。

実は、この自作自演の手法には金融政策のデジャブが見える。かつて福井総裁は、金融調節を担当する営業局長を1986～88年に務め、その時代に短期金融市場の取引慣習を見直し、自由な金利変動を容認する金融調節方式に移行する布石を打った。日銀は1988年11月に新金融調節方式を導入し、手形レートが公定歩合を上回る実質的な高め誘導を演出し、1989年5月に市場追随型という表現で公定歩合を引き上げたのである。動かせない公定歩合よりも先に、インターバンクレートを需給コントロールで先に高めに誘導しておき、「市場に合わせたに過ぎない」という説明でバブル期の低金利時代を突破したのである。奇しくも、福井総裁が1987年のコールレートの高め誘導がブラックマンデーで一敗地にまみれ、再挑戦したのが1988・89年の市場追随方式だった。筆者には、約16年の月日を経て、今もそれと同じ理屈を使って再び緩和解除に臨んでいるようにみえて仕方がない。

ほかにも、日銀が緩和解除に当たって用いようとしている論理にはいくつかのレトリックがあるように見受けられる。そこで、本稿ではそうした日銀の理論武装の実体を探り、その妥当性を考えてみたい。

日銀の「非連続を起こさない」論

緩和解除に臨む日銀の理論武装は大別して、①量的緩和解除の着手段階時の「非連続にしない論」と、②短期金利引き上げのときの「実質短期金利マイナス論」、の二つがある。まず、緩和解除のときの「非連続を起こさない」論は、「枠組み変更は、非連続の変化を伴うものでないように進める」という理屈である。簡単に言えば、緩和解除をしても金融政策の効果は大きなショックを伴わないので、解除するとしても安心してください、というメッセージだ。なぜそう言えるかという根拠は、量的緩和効果には、消費者物価のコミットメントが生み出す時間軸効果があり、消費者物価が徐々にプラス方向に動けば、その時間軸効果が自然に剥落していくからだとされる。短期金融市場での金融調節では、超過準備を積んだ状態と、金利ターゲットをゼロ%に据え置く政策では、金利効果は同じという説明もできる。

しかし、短期金利がゼロ%である点が同じだとしても、中長期金利にはゼロ金利解除期待と消費者物価上昇とい

う2つ作用が金利上昇を引き起こす。そうすると、マクロ経済への影響には段差ができる可能性はある。

一方、日銀にすれば、「緩和解除の前に、時間軸効果が完全に消失していれば、緩和解除のタイミングで金利跳ね上がりは起こらない」という説明が成り立つ。この点についても、緩和解除のタイミングというピンポイントで非連続は起こらなくとも、一定期間で幅を持って緩和解除前後でみた場合には、中長期金利上昇の非連続は起こっている。日銀の論理では、中長期金利は消費者物価の変化を織り込んだ「自然な価格形成の作用」に過ぎず、作為的な変化とは言えないということになる。

実質短期金利は基軸になるか

②の実質短期金利のロジックは、2005年10月の展望レポートで「枠組み変更後のプロセスを概念的に整理すると、極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済・物価情勢に見合った金利水準に調整していくという順序をたどる」という風に示されている。具体的に、日銀が採用しようと考えているのが、実質短期金利（コールレート－消費者物価上昇率）の考え方である。

今後、物価上昇のプラス幅が拡大していけば、実質短期金利のマイナス幅は拡大し、そのことが金融の緩和度合いの大きさを示すとされる。日銀は、物価上昇が進めば、その分緩和度合いが増すので、短期金利を多少引き上げても、緩和度合いが相当大きい状況に変わりがないと居付けしようとしている。引き締めに動いたとしても、実質短期金利マイナスの状況の中でバランスを取るだけだという説明になる。

この議論に対しては、実質短期金利が短期金利を引き上げる前にはマイナスであっても、引き上げた後にはマイナスであり続ける保証はないという反論ができる。事前にある短期金利と物価の関係が事後的には、名目金利の上昇で変化する可能性がある。実質短期金利をあたかも外生変数であるように扱おうとしても、名目金利の影響を通じて物価変動が変化するので、実質短期金利は内生変数化して、コントロールができないという反論である。

このように、日銀の理論武装の正体を探っていくと、量的緩解除も短期金利の引き上げも程度の差はあれ、金利上昇効果を通じて実体経済に段差をつけることは避けられない。結論は、平凡な話になってしまうが、やはり金利上昇によって景気の流れが悪化するかどうかを見極めることだと言える。

(参考) テーラー・ルールと実質短期金利の目安

短期金利をどの水準にするのか適当かを考えるとき、しばしばテーラー・ルールが利用される。実質短期金利を目安にすることについて、テーラー・ルールと対比して考えてみよう。米国流のテーラー・ルールとして一般的に使われるのは、

$$\begin{aligned} \text{短期金利} = & \text{現実の物価上昇率} + \text{中立実質金利 } 2\% \\ & + (\text{現実の物価上昇率} - \text{目標物価上昇率 } 2\%) / 2 \\ & + (\text{現実の実質 GDP} - \text{潜在成長率}) / 2 \end{aligned}$$

という算式である。

この式は中立的な名目短期金利に対して、物価ギャップ（現実の物価と目標物価との差）と、GDP ギャップ（実際の GDP と潜在成長率との差）を加重平均（50%：50%）して差し引くことで、目安となる短期金利が求められるという算式だ。

では、現実の物価上昇率が+1%高まったとき（GDP ギャップは不変と仮定）に、適当と考えられる短期金利がどれくらい変化するかというと、例えば、今の物価上昇率が 0%→1%上昇した場合、短期金利は+1.5%（＝1%+0.5%）ということになる。テーラー・ルールが想定しているのは、金利が十分にプラスの域にあり、物価が目標よりも上昇するほどに、より大きな短期金利の引き締めを必要とする世界である。

一方、実質短期金利の考え方では、+1%物価上昇したときに、同様に+1%上昇する。実質短期金利の方が、テーラー・ルールよりも緩いルールとなる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。