

テーマ：新総裁の下での金融政策が金利に与える影響を考察
～長期ゾーンまでを買い対象にするなど大胆な策を～

発表日：2013年2月19日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

新日銀総裁下での追加的緩和措置を織り込む日本金利

日本が円安誘導を行っているのではないかという疑念の下で開催されたG20も無事乗り越え、デフレ脱却を目的とした日銀の超緩和政策を含むリフレ政策と、その副産物として避けられないであろう円安の進展に対しては、あくまでも国内経済立て直しのための経済政策という枠から外れない限りにおいてはという条件の下で、国際的な理解を得られた。これにより、市場の関心事はデフレ脱却に向けて、日銀がより大胆な金融政策を打ち出していけるのかどうか、すなわち、近いうちに政府から発表されるであろう新日銀総裁候補が、そうした政策を積極的に遂行できるかどうかに移っている。

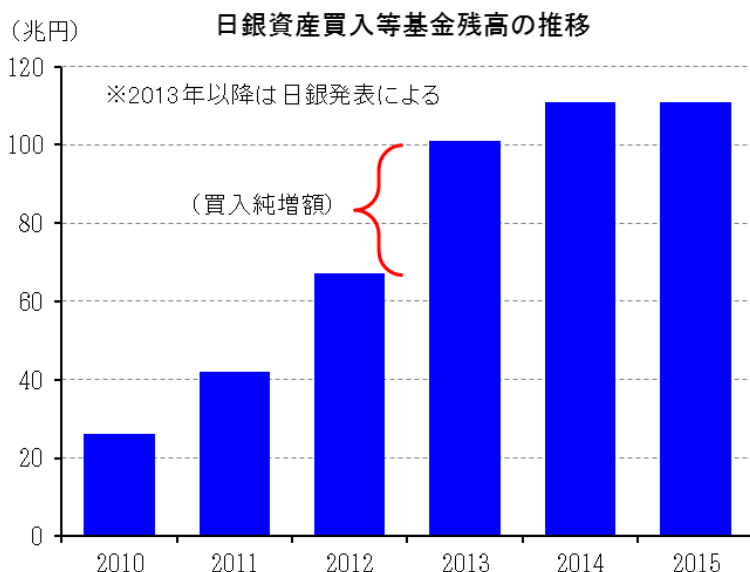
市場では、メディアなどで“候補”として上げられている複数の人物について、「〇〇氏なら大胆な緩和策を進める」、「〇〇氏なら調整型で、期待ほどには緩和が進まない」などと一喜一憂している。しかし、安倍首相は再三にわたって早期のデフレ脱却実現の責任は日銀が負うとの考えを述べていることから、いずれの人物が次期総裁になったとしても、非常にハードな仕事をこなさなければならないことには変わりがない。現実的には、一定程度の円安の進展がデフレ脱却に寄与することは間違いなく、順調に進んだとしても数年先になるであろうデフレ脱却に向けて、円安の流れを変えるような政策では“責任をとらされる”リスクがある。

日本の債券利回りを見ると、残存期間4年までの債券利回りが、日銀が当座預金の超過準備額に対して支払う金利（付利）として設定してある0.1%を下回るようになった。残存期間2年以上の国債利回りが恒常的に同水準を下回るようになったのは、衆議院の解散により市場で政権交代気運が高まって以降であることから、新政権の下で日銀は付利の撤廃を含む緩和策を打ち出すことを確実視していることが窺われる。これに対し、日銀はこれまで2%のインフレ目標導入など、政府が掲げるデフレ脱却のための政策に応じる姿勢をとってきたが、付利の撤廃は行っていない。市場は、新総裁の下での付利撤廃を期待していると考えられる。

資産買入もいずれ上方修正へ

インフレ目標の導入などを決定した今年1月の金融政策決定会合では、国債などの資産買い入れ期限を定めない“オープン・エンド型”の導入も決定したが、その実、緩和策としての“量”の拡充という点では市場の失望を買った。すなわち、日銀によれば、本年中に現行方式の資産買入を完了し、2014年初から毎月一定額の金融資産を買い入れる方式を導入（期限は定めない）、同年の基金の残高は10兆円程度増加するとしたことで、2014年以降は日銀が国債などの資産買い入れのために実質的に供給するニューマネーは劇的にペースダウンすることが判明した。さらに、日銀は2015年からは基金の残高は維持されるとしていることから、将来的には量的緩和圧力自体がそれ以上は増えないとの印象を持たせている。

これら1月に日銀が決定した量的緩和政策は、FRBが行っているQE3によるMBS



と国債の買い入れ（合計で月850億ドル）が、保有する債券のうち償還された分はそのまま再投資する分を除いた“ニューマネー”であることと比較すれば、明らかに見劣りする。実際、当該政策を発表した当日の円相場は、その内容が伝わった後には円高が急伸する格好で“期待はずれ”の意を示した。

もっとも、2%のインフレ目標という日本経済の構造的な問題からすれば極めて高いハードルを掲げたことを勘案すれば、それが1～2年程度で達成できるとは到底考えにくく¹、いずれニューマネーを増やす格好での量的緩和の拡充を迫られよう。その場合、足元でF R Bが採用しているような償還債券は再投資して上で、それ以外に月〇〇兆円の資産買入という形へと、これまで日銀が意識してきた残高を中心に据えたものから、ニューマネーの供給量を意識したものへと、より充実したものに変更されよう。

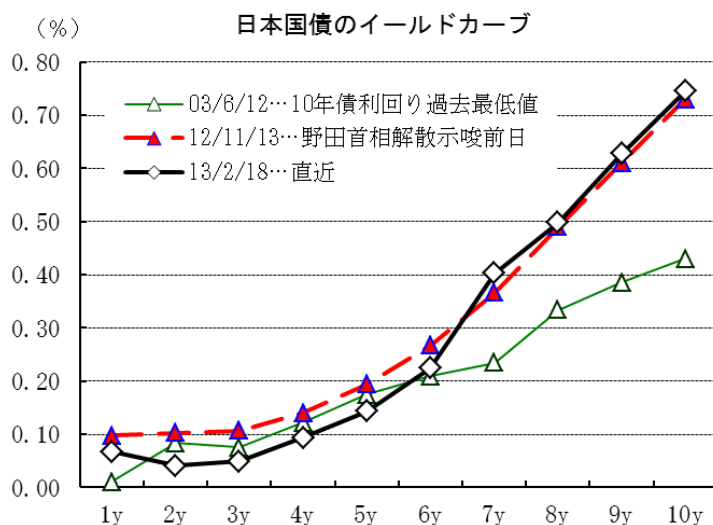
イールドカーブは“右へのシフト”が続く

国債利回りのイールドカーブを見ると、野田首相（当時）が解散方針を打ち出す前日（2012/11/13）に比べて、残存期間5年までの国債利回りが低下する一方、7年以上の残存期間の国債利回りはほぼ横ばいにとどまっていることがわかる。このように、イールドカーブが中期ゾーンまでの金利低下を中心として全体的に右側へシフトするような変化の背景には、日銀は今後買入対象となる国債をこれまでの残存期間3年までのものから拡大し、残存期間5年程度のものまでが対象になるとの期待が中期ゾーンまでの金利を低下させる一方で、足元で高まっている景気回復期待が、買入対象外となる長期ゾーンの金利低下を抑えていることが挙げられる。

こうした日銀の政策は、新総裁の下で付利の撤廃、買入対象国債の拡大など、拡充は避けられないとみられる。しかし、拡充したからといってデフレ脱却までの期間が大幅に短縮されるわけでもない。理屈で言えば、物価が上昇に転じるためにはGDPギャップが逆転する必要がある、1～2%の実質GDP成長率であれば1年半程度の時間を要する。ただし、GDPギャップが逆転しても、物価が上昇に転じるまでには1年以上のタイムラグがある。さらに、物価が上昇したとしても、ある程度の期間継続しなければ人々の物価に対する期待は大きくは変わらない。デフレから脱却するためには、“待っていれば値段は下がる”という消費者の買い控えに繋がる期待を払拭する必要がある。実際のインフレと消費者の期待インフレの間には2年程度のタイムラグが存在することを勘案すれば、デフレ脱却と言えるのは順調にいても4～5年後だ。この間、日銀は2%のインフレ目標を掲げて量的緩和政策を維持していくならば、前述したような量的緩和政策の更なる拡充により、買入対象となる国債も拡大すると見込まれる。そうなれば、より残存期間の長い国債にも金利低下圧力がかかることになる。要するに、日本国債のイールドカーブは今後更に右へとシフトしていく公算が大きく、買入対象となる残存期間の国債利回りは付利が撤廃される下ではゼロへと近づいていく。

長期金利はいずれ上昇する

ここで問題となるのは、日銀が買い入れる対象となる国債が拡大するにしても、残存期間の短いものから順に対象となることによって、買入対象となる短～中期ゾーンの金利がゼロに近づく一方で、買入対象外となる



¹ 日銀が政策を遂行する上で指標としている物価は「生鮮食料品を除く消費者物価」であるため、たとえば原油価格の上昇などによってエネルギー価格が高騰した場合、2%以上のインフレ率が達成される可能性は否定できない。しかし、それは政府が企図しているデフレ脱却という観点でのインフレとは異なると考えられる。ここでは、エネルギーと食料品を除いた所謂欧米型のコア消費者物価の概念で示す。

長期ゾーンの金利が景気によって左右するなどして比較的高い水準にとどまることにより、イールドカーブの形状が今以上に歪な格好となる恐れがあることだ。これは資金の貸し手となる銀行などの金融機関にとっては利ざやを稼ぐ上で好環境となるが、借り手となる企業や家計には余計な負担になる。足元では、金利をいくら引き下げても、あるいは量的緩和を拡充しても、民間部門の資金需要が限定的であるため景気の押し上げに繋がらない。しかし、景気が回復し、円安の進展によって海外との価格競争力が縮小し、さらには成長戦略の遂行などによって、資金需要が持ち直す余地は十分にあると筆者は考える。

特に、今後世界経済が回復基調を辿れば、世界的に金利には上昇圧力がかかり、日本でも景気に応じて金利には上昇圧力がかかりやすくなる。なかでも、米国経済においては住宅市場の回復傾向が持続的なものになりつつあり、併せて家計のバランスシート調整も進展、住宅バブル発生前に近い状態まで改善してくると見込まれる。すなわち、再び消費主導による自律的な景気回復軌道に米国経済は乗ることが予想されるが、そうなればQE3打ち切り期待を背景に金利上昇圧力は一段と高まろう。

過去を振り返れば、03年には“VaRショック”と呼ばれる国債利回りの急騰局面が見られた。これは、①景気の減速や様々な不透明要因により、世界的に金利の低下傾向が続いていたが、米国では景気が持ち直し傾向を強め、金利が上昇に転じ始めた、②同様の背景から、日本を含めて株価は上昇基調に転じ、所謂“リスクオン”の状態に転じていた、③そうしたなかで、デフレや日銀による量的緩和政策下で、景況感の改善や海外金利の上昇とは一線を画す形で日本の国債利回りだけは超低水準での推移が続いていた——環境下で起こった。今局面も、年後半以降は似たような環境になると見込まれ、金融機関の債券投資が一部価格差益を狙ったものであることを勘案すれば、金利が急騰するリスクは否定できない。03年当時は、結局日銀から金利急騰を押さえる積極的なアプローチはなく、その後10年債利回りは1.5%程度を軸とした水準での推移が続いた。これは景気に見合った水準と言えなくもないが、①できるだけ早くデフレから脱却する、②新たな成長分野を開拓していくための投資を促すために、資金調達コストも極力低く抑える必要がある——といった観点からは、景気実態よりも低めに金利を抑制することは重要だ。こうした観点からも、短～長期ゾーンまで満遍なく買入対象とする政策転換を考慮に入れる必要は高いと考えられる。



※文中データ出所：日銀、Bloomberg