

出口に向けた理論武装

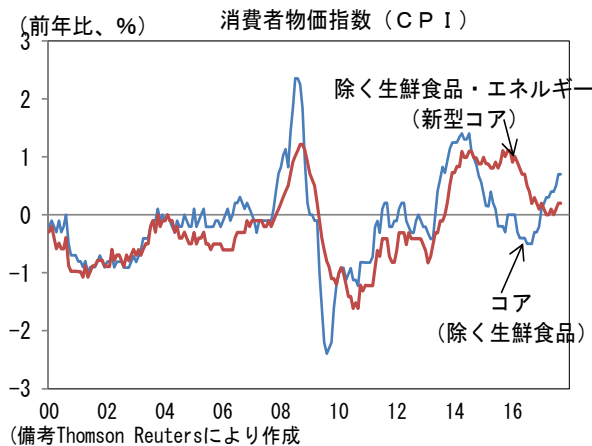
2017年11月30日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

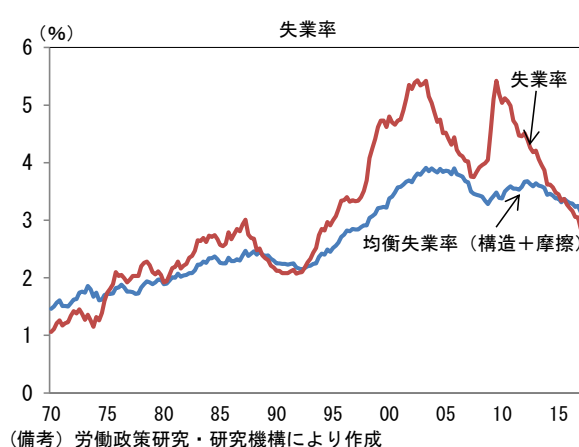
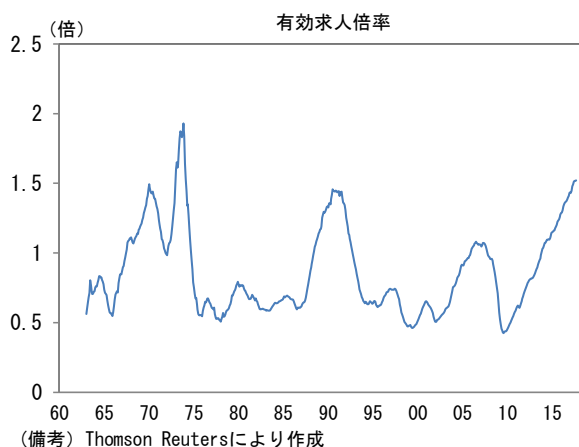
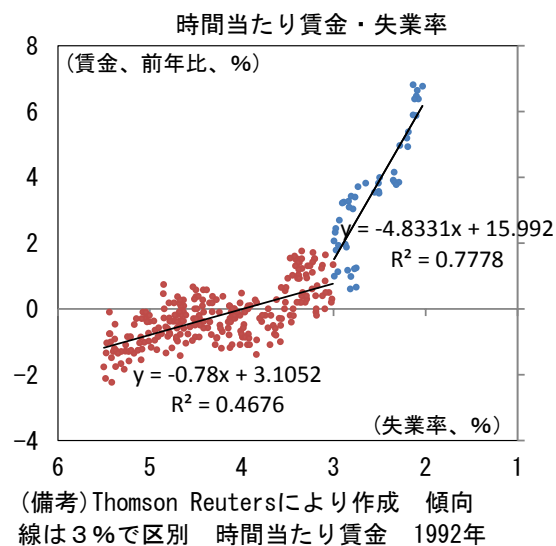
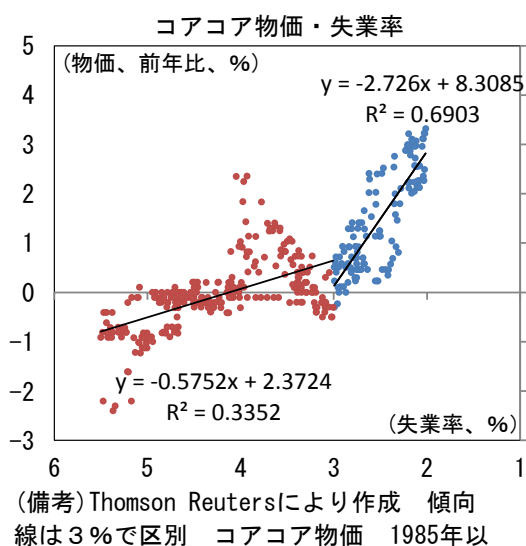
日銀は2018年後半に2%目標の達成を待たず、出口戦略第一弾としてYCCの調整を開始するだろう。具体的手段としては、10年金利を15-30bp程度引き上げる、あるいは操作対象の年限を5年や7年に短縮することが予想される。

2%目標の到達前に出口に向かう理由として、筆者はこれまで、物価目標の再定義によって政策目標が柔軟化される展開を予想していたが、28日の衆院予算委員会における安倍首相の発言を額面通りに受け止めるとその可能性は幾分低下した印象。安倍首相は、2013年1月に政府と日銀が定めた2%の物価目標、いわゆるアコードについて「もはやデフレではないという状況をつくり出すなかで、経済の好循環が着実にまわり始めている」とし、「共同声明の内容を現在でも妥当と考えており、改定する必要があるとは考えていない」と発言した。

もっとも、物価目標の再定義が議論される可能性が完全に排除されたわけでない。消費者物価の前年比上昇率2%という目標は、他中銀に比べて厳格かつ達成が難しく、その目標に幅を持たせることは有意義なことだろう。2%目標を1%に引き下げる、あるいは2%±1%といった具合に数値そのものを変更することは得策とは思えず、また日銀もそれを選択することはないと予想するが、FEDに倣って賃金をより重視する姿勢に転じることはあるだろう。消費者物価に加え、賃金を新たにインフレ指標として採用すれば「一人当たり賃金」、「時間当たり賃金」、「ULC」など何れかの尺度が高い伸びを示すことで政策目標に近づく可能性が高まる。政策目標を複数設定することの利点は、その何れかが達成していれば、政策のゴールが見えるということにある。実際、それを上手く利用しているのがFEDだろう。FEDはPCEコアデフレータが僅か1.3%まで鈍化しているにもかかわらず、労働市場の改善を理由に将来的にインフレ率が高まるとの自信を固持し、断続的な利上げを実施している。日銀流に換言すれば、「物価上昇のモメンタムが維持されている」というこの条件を満たせば、引き締め方向への政策変更が正当化されることになる。



2018年も失業率の低下傾向が続くとの前提に立てば、物価と賃金が加速度的に上昇する可能性があるだろう。米国でもフィリップス・カーブが不可解なほどフラット化している現状に鑑みると、そうしたシナリオが描きにくいとはいえ、日本のフィリップス・カーブを俯瞰すると、失業率が3%近傍でインフレ率が高まらないことを殊さら強調する必要がないのも事実。過去、日本のフィリップス・カーブは失業率3%前後を境界線に2本の傾向線が存在する非線形の関係が観察されており、それが再現されるのであれば失業率が2%台に突入した後、相応のタイムラグを伴ってインフレ率が加速度的に上昇する可能性はある。かつて物価が2%超で推移した頃との構造変化を踏まえると、さすがにコア物価（除くエネルギー）が2%近傍まで上昇する姿は描きにくいものの、時間当たり賃金であれば2%超の上昇を遂げて不思議ではない。有効求人倍率が1970年代の水準まで高まっていることもあって、空前の人手不足に注目が向かいがちだが、冷静に考えてみると目下の失業率は漸く均衡失業率を下回った段階である。インフレ率が高まるのはこれからだろう。



もともと、失業率の低下にもかかわらずインフレ率が一方向に加速しないという「謎」が続くことも想定される。ただし、その場合でも日銀はYCCを調整する相応の理由を用意している。それは黒田総裁が最近になって言及した「リバーサル・レート」である。リバーサル・レートとは、金融緩和が望ましくない効果を生み出すか否かの分水嶺となる金利水準を差し、それ以下の水準にイールドカーブが抑制されると、金融仲介機能への悪影響を通じて金融緩和効果が弱まる、もしくは逆効果を生み出すというもの。主たる提唱者はブルネルマイヤー・プリンストン大教授だが、思い返してみれば、日銀が16年9月に実施した総

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。

括検証で言及した「イールドカーブの過度なフラット化が、金融機関の収益圧迫を通じて金融機関の体力に累積的な影響を与え、金融仲介機能が阻害される恐れがある」という考え方そのものであり、既に日銀が採用しているものだ。

ポイントとして抑えておくべきは、金融機関への影響が“累積的”としている点だろう。16年9月の総括的検証でも「金融機関体力への影響は累積的なものであることを踏まえると、政策の金融仲介機能への影響は、その継続期間によっても異なり得る」との言及があった。金利の低下は、初期段階において保有債券の評価額を押し上げるものの、その後は新規貸出利鞘の段階的縮小や、保有債券のロール時に再投資利回りの低下をもたらすため、それが長期化すると金融機関の収益圧迫を増幅することになる。つまり、時間の経過と共に金融緩和の副作用が増幅するという認識である。こうした状況はリバーサル・レートの上昇に他ならず、日銀が出口に向かう合理的な理由の一つになる可能性がある。

とはいえ、さすがに日銀が金融システムへの悪影響を懸念し、それを一番の理由に出口へ向かうとは思えない。飽くまでリバーサル・レートは、金融緩和の副作用を点検する、もしくはマイナス金利の深掘りに距離を置くための議論に過ぎないだろう。しかしながら、2%の物価目標が達成されるまで金融政策を全く調整できないという不都合な状況に陥りつつあるなか、日銀がこうした理論武装を始めたことは、YCCの調整に向けた地均しとして認識しておきたい。