いよいよ出口戦略を語る

～黒田総裁の真意はどこに～

発表日:2017年5月22日（月）

第一生命経済研究所　経済調査部
担当　熊野英生（℡：03-5221-5223）

5月16日に黒田総裁は、公式の場で初めて出口戦略について言及した。なぜ、今、黒田総裁は出口を語ることを決めたのか。そこでは、日銀が出口戦略のための十分なツールを持っていると言っている。これは、長期金利ゼロ%をターゲットにしたイールドカーブ・コントロールを指すと考えられる。

なぜ、今、そうした発言をするのか？

黒田総裁は、5月15日に開催されたウオールストリート・ジャーナル主催のイベントで出口戦略について言及した。これまで木で鼻をくくったように、「議論は時期尚早」と述べてきたので、筆者にはいよいよ出口戦略にコメントできる距離感まで近づいたのかと驚いている。

内容は後述するとして、なぜ今言及を始めたのかについて考えてみたい。まず、出口を語るための条件が揃ったかと考えると、これはまだである。消費者物価２％上昇までの道筋は見通せない。だとすると、黒田総裁の任期が2018年３月までと迫ってきていることが大きい。つまり、出口戦略と言う課題は後任総裁に託される。そのとき、黒田総裁としては大きな宿題を託する上での責任として、出口戦略の準備をしてバトンタッチをする必要がある。その責任の一端を果たそうとして、今、一歩踏み込んだのだと考えられる。

こう説明すると、いくつかの発言は理解しやすくなる。「日銀は（出口戦略のための）十分なツールを持っている」、「（出口戦略は）誰が次の総裁になっても、うまく対応できると確信している」、といった発言は、自分の退任に向けての地ならしとも受け止められる。また、次の総裁が出口戦略に取り組まなくてはいけないとすれば、それは人選を大きく制約する可能性もある。だから、すでに誰でもできるという趣旨の発言をして、ハードルを低くしようという配慮もあるだろう。やはり、出口戦略を完全に避けて黒田総裁は退任できない宿命にあるということだ。

長期金利ターゲットの評価

黒田総裁は、出口戦略を実行するための「十分なツールを持っている」と言う。おそらく、それは長短金利操作目標付き量的・質的金融緩和の枠組みを指すのであろう。出口戦略とは、長期国債の買入れを通じてマネタリーベース残高を年間80兆円ペースで増加させる体制を見直して、日銀がバランスシートの圧縮へと進んでいく政策を指す。そのプロセスでは、日銀が今の体制を見直したときに、長期金利が跳ね上がるリスクを封じ込める必要がある。ポイントを絞ると、①長期金利上昇抑え込むツール、②長期国債の買入れの減額（テーパリング）、の２つが出口戦略を考える上での核心である。

2016年９月に総括的な検証を行って、日銀は長期金利をゼロ%に安定させるスキームへと軸足を移した。現時点では、マネタリーベース残高を80兆円ペースで増加させる方針を継続しているが、それを止めて、長期金利ゼロ%ターゲットだけにすることは可能だ。長期国債の年間買入れペースは80兆円よりも縮小して、事実上のテーパリングを実行できる。また、長期金利上昇に対しては、０%のターゲットを0.1～0.5%へと上方に修正して緩やかなコントロールに変えていく。この０%のターゲットの見直しも、現時点では否定しているが、いざとなれば機動的に動かせる。

問題点は、長期金利上昇が起こったとき、実勢よりも低いターゲットを敷いていると、日銀のバラン

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。見通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。

スシートはかえって膨張する可能性があることだ。例えば、米長期金利が３％まで上昇して、日本の長期金利が１％まで上昇する圧力が生じたとしよう。日銀が長期金利のターゲットを0.1%と低く設定すると、必要となる国債の買入れは膨大なものになる。１％に設定すると、コントロールは比較的容易かもしれない。日銀は今後そうした長期金利の制御能力を試しながら、本格的なテーパリングをどこかの時点で実行するのだろう。黒田総裁は、長短金利操作目標のツールに自信を持っているに違いない。

不確実性は大きい

日銀の長期金利ターゲットが本当に金利上昇を制御できるかどうかには不確実性がある。例えば、米長期金利が３～４％へと上昇したときに日本の長期金利には現在よりも大きな上昇圧力がかかる。ここで０％に長期金利を据え置こうとすると、継続的に長期国債を買い続けなくてはいけない。もしかすると、長期国債の買入れ規模は現在よりも増えてしまうかもしれない。市場にある長期国債をすべて買い戻すことでしか０％の金利コントロールができないという結果になることもあろう。すると、出口ではなく、買入れの半永久的な継続となる可能性もある。

果たして、長期金利の実勢が上昇したとき、０％を固定し続けられるか。そして、日銀がその中で保有国債の減額ないしはテーパリングに着手できるかは、実行してみなければ判断することができない。筆者は、実勢を超えて跳ね上がる金利を抑え込むことは可能だとしても、人為的な低金利を長期間続けることはできないと考える。したがって、出口戦略に着手すると、長期金利ターゲットを小刻みに上げながら、買入れを最小限に止めるバランスを模索していくことになると推論する。

確かに日銀は、出口戦略のツールを持っているが、政府が極端な長期金利の低位安定を求めてきたときに、長期金利のターゲットを自分本位に動かすことができるかどうかは疑問が残る。おそらく、今後、日本の長期金利が上昇する実勢になるときは、賃金が上昇してインフレ率もしっかりと上昇トレンドを描くことになるだろう。設備投資も増えて、多少の金利上昇では腰折れしなくなる。日銀が長期金利ターゲットを引き上げるのは、ファンダメルンタルズが大きく改善していることが必須の条件になる。日銀がテーパリングを明示的に示して、バランスシートの圧縮へと動くには、経済情勢と無関係には動けないことは肝に銘じておく必要がある。

将来、こうした経済好転が起こったとき、当然ながら日銀の出口戦略は時期尚早だと言われ、その時の日銀総裁は批判の矢面に立つことになる。長期金利コントロールにも不確実性が残るだろうから、少しずつ金利コントロールのターゲットを上方にスライドする準備期間を設けることになろう。最近も、日銀が０％の長期金利ターゲットを変更するのではないかという観測があった。それに対して、ボードメンバーは否定的だったので、思惑は一旦沈静化している。今後、長期金利を人為的に０％に据え置くのは不自然となったとき、日銀の情報発信は変わっていくと考えられる。

財政再建が進んでいる重要性

出口戦略に着手するために、経済情勢以外に重要な条件がある。それは、日銀が長期国債を買わなくなることに対して、政府が文句を言わないことである。政府は、なるべく長期金利は低くあって欲しいと考えるので、日銀には出口戦略を実行して欲しくないバイアスがかかる。多分、長期金利上昇リスクを強調して、寝た子を起こす必要はないというプレッシャーをかけるだろう。

一方、日銀は政府が長期金利の上昇をいつまでも量的緩和で封じてくれるものだと胡坐をかくことを恐れる。政府が国債増発に無頓着になることを警戒するのだ。筆者も、日銀が出口戦略を公開して、政府の財政規律を刺激する方が好ましいと考えている。

だから、政府がある程度財政再建の約束を履行するのを確認しながら、その先に出口戦略を用意しているという構えを描くことが望ましい。

ひとつのメルクマールは、2020年度の基礎的財政収支の黒字化（以下、ＰＢ黒字化と略）である。政府が約束通りにＰＢ黒字化を履行すると、国債発行残高の増加は金利負担の要因だけになる。現在は、新規国債発行額＞国債費という状態である。国債費＝利払費＋償還費だから、新規国債発行額－償還費

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。見通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。

＞利払費となる。国債発行残高の純増（＝新規国債発行額－償還費）が利払費を大きく上回る状態とも言える。これを 2020 年度までに国債の純増＝利払費に抑え込んで、国債の元本相当分の増加をゼロ以下にしようというのがＰＢ黒字化の意味である。

つまり、2020 年度以降は、政府が利払費さえ必要以上に増やさなければ、国債の元本部分は減っていくのだから、債務管理は成功する。政府債務の発散は、ＰＢ黒字化によって一応管理されたことになる。

おそらく、市場で消化する必要のある国債発行額は、2020 年度以降は増えにくくなるから、日銀がテーパリングを行っても国債の市中消化を脅かしにくいだろう。逆に言えば、国債の増発圧力が強い中では、日銀がテーパリングを開始すると相対的に債券需給を崩す可能性が高い。だから、日銀が出口戦略を実施しても、長期金利上昇を防げるように、政府が国債発行の増加ペースを横ばい程度まで制御しておく必要がある。

筆者は、日銀が出口戦略を公式に示したとしても、実際にテーパリングを行うのは相当先になるとみている。なぜならば、テーパリングを行うと、長期金利上昇リスクが高まるからだ。政府がＰＢ黒字化するのを見極めて、日銀は金利上昇リスクのあるテーパリングに踏み出せばよい。最も早いシナリオを考えると、2019 年 10 月に消費税 10%の約束を守って、ＰＢ黒字化への可能性が高まったタイミングとなろう。それまでは政府が財政規律を失わないように、出口戦略の意思をはっきりと表明することに意義がある。

黒田総裁が出口戦略に言及したことは非常に好ましい。問題は、今後、後任総裁がどう具体的なシナリオを設定するかにかかっている。

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。見通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。