

金利上昇リスクと出口戦略

発表日：2017年5月25日（木）

～もっと先送りできないか～

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

出口戦略の意義を伝えることは難しい。長期金利を日銀が完全にコントロール可能ならば、永久に出口など論じる必要がないという人もいるだろう。その点は、（１）財政規律を担保するため、先々の出口戦略を念頭に置く必要があること、（２）インフレ率が安定的に上昇すると、日銀の長期金利コントロールは難しくなり、必要以上の金利上昇圧力を貯めないことしかできなくなる。市場原理を学び、日銀の限界を知らなくては出口戦略になかなか同意できないだろう。

敢えて、先送りできないかという反論を考える

日銀の出口戦略について改めて考えてみる時期が来た。黒田総裁自身が、これまで封印していた発言を解禁した理由は、そろそろ議論を始めるにはよい頃合いだという意識があったに違いない。

議論を始めるに当たって、ひとつの思考実験を行ってみたい。日銀が本格的に長期国債の年間買入れ額を減額（テーパリング）したならば、長期金利上昇リスクが高まる。金利上昇リスクがあるのならば、敢えて出口戦略など行わなくてよいと言われたときにどう答えるべきか。日銀は、低金利の弊害が最も顕在化した時点で、出口戦略に言及すべきであり、まだ「時期尚早」だという考え方も説得力を持つ。この問いは、できるだけ長く、量的緩和を続ける方針の下、まだ出口戦略を先送りすることができないかという形にも変換できる。

この問いにうまく答えられなければ、日銀が出口戦略を語ることは多くの人にとって納得できないだろう。もう少し説明を加えると、日銀がテーパリングに踏み出すと現在までの超低金利が維持しにくくなる。これが寝た子を起こして、金利上昇を誘発する。むしろ、出口戦略の議論などは一切せずに、可能な限り、現状維持をしても差し支えないのではないか、という発想である。なぜ、今なのかという合理的な説明を、超低金利を望む人々からは求められる。

狙いは財政規律

なぜ、今、出口戦略なのかという理由は、財政運営の関係を抜きには考えられない。そもそも、日銀が大量の国債購入を始めたときから、政府の国債消化が日銀に強く依存する可能性はあった。この認識は、前の白川方明総裁が徹底して長期国債の大量購入に反対していたことからわかる。黒田総裁も、こうしたリスクは十分に承知していたはずだ。それでも、当初は安倍政権が計画通りに消費税率を引き上げて、財政再建を行ってくれると考えていたから、2013年4月に黒田緩和を実行できた。しかし、政府は2015年11月と2016年6月の二度に亘って、消費税10%の増税を先送りしてしまった。さらに、最近では税込見直しも下振れする可能性が高まって、これ以上の自然増収を当てにしにくくなっている。税収が増えにくくなると、財政赤字は縮小せず、国債消化は日銀の量的緩和に依存せざるを得なくなる。黒田総裁の政策に対しては、従来から政府をバックアップするつもりが、却って財政規律を弛緩させ、消費税先送りを容認する結果をもたらした。黒田総裁からすれば、誤算はあったが、自分が総裁である限りはヘリコプターマネーやシムズ理論といった財政の無制限拡張論に向かわせないという気概はあるだろう。しかし、自分は今すぐ退任してしまう。ならば、今、自分の任期が迫っている時に、出口戦略について公言して次期総裁が出口政策を封印できなくしておく必要があったのだろう。なぜ、今、黒田総裁が出口戦略に言及するのかという大きな理由は、次の総裁に出口戦略という宿題を明確にバトンタッチしたいからだと考えられる。これによって、次期総裁は、必ず出口戦略に対する心構えを問われる。黒田総裁のように「時期尚早」の一点張りで逃げることはできなくなるのだ。

その一方で、財政再建を急ごうという政治的機運は薄らいでいる。教育費をもっと拡充して、費用は国が面

倒をみるべきだという意見も強まっている。黒田総裁の目からみれば、財政再建のプライオリティが下がっている中で、自分が舞台から消えることは心配で仕方がないと映るだろう。だから、日銀はいつまでも国債残高を増やし続ける訳ではないというメッセージを、出口戦略への言及という形で伝えるのだろう。そうすれば、政府は日銀が主導する債券市場への介入がいつかはなくなるという自覚を持ち、しかるべく2019年10月には消費税10%の増税を行う。基本的な狙いは、後退している財政規律のラインを、もっと厳守してもらうところまで引き戻したいのだろう。

出口戦略の原理

出口戦略の目的は、財政規律以外にもうひとつある。長い目で見た長期金利の安定である。基本的な原理を3つに整理して示してみよう。

- (1) 経済が正常化して、インフレ率が上がると長期金利も上がる。このとき、日銀は長期金利上昇を止められない。
- (2) デフレ予想が根強く残り、インフレ率が安定的に上昇しないときは、日銀は長期金利を低位に抑え込める。国債の需給が悪化したときは、日銀の買入れ効果は大きい。
- (3) 日銀が国債買入れを抑制するのは、経済が正常化する手前になる。もしも、経済が正常化しているのに需給コントロールを強めると、その後、長期金利上昇が起こると、そのショックは反動によって大きくなる。出口戦略を説明するのは、経済が誰の目にも正常化する手前になる。経済正常化による長期金利上昇に対しては、過度な上昇を避けるというスムービング・オペレーションになる。

まず、(1)について、原理的な説明をすると、物価と長期金利の関係からいつか低金利は維持できなくなる。物価上昇が進むと貨幣価値は減価するから、債券価格は物価上昇分だけ割り引かれる。債券価格が下落して、長期金利は上昇する。金融の世界では当然の公式だが、人々にはデフレが長引くと貨幣価値は永久に変わらないという錯覚が生まれる。これがデフレ予想であり、黒田総裁が変えたいと願っているマインドである。つまり、デフレを終わらせるということは、本来、長期金利上昇を受け入れるということである。この原理を、黒田緩和は麻痺させて長期金利ゼロ%を国債の需給管理によって実現する。反面、インフレ予想が定着すれば、長期金利は上昇する。これは、長期金利の実勢が上向くと、無理な国債需給の管理を終えなくてはいけないということだ。長期金利ゼロ%ターゲットを上方修正して、いずれはテーパリングを行って、量的緩和も終了する。米欧の中央銀行が金融緩和の終了を示し始めたことは、日本の長期金利にも次第に上昇圧力が加わっていくことが予想される。

インフレに向かえば、長期金利は上がらざるを得ないという原理は、政治的にはすんなりと受け入れられない気がする。この原理を納得せずに「人為的に国債を日銀が買い支えれば長期金利は低く抑えられる」という見方に押し切られると、それも歪みをもたらし、都合が悪い。なぜならば、人為的な介入を続けるほどに反動を貯め込んでしまい、将来の金利上昇が避けられなくなるからだ。無理な介入は先々の長期金利上昇を招き、逆効果と心得たほうがよい。この点は、日銀の出口戦略を理解する原理的説明と言える。

次に、(2)についてである。なぜ、2013年4月以来の黒田緩和が長期金利を低位に安定化できたのかという背景には、物価見通しが低かったという点がある。物価が上昇しにくければ、国債の需給コントロールによって長期金利を低く誘導できる。逆に、物価が本格的に上昇してくると、いくら国債需給を管理しても長期金利は上がる。

今後は長期金利ターゲットを動かすだろう

整理して言い換えると、日銀は「悪い長期金利上昇」は制御できるが、「良い長期金利の上昇」は止められないということだ。これは、需給要因での金利上昇（悪い長期金利上昇）については、日銀が抑える手段を持っているということだ。日銀にできることは、長期金利上昇のスピードをできるだけ緩やかにして、過度な金利上昇を回避することである。1998年の運用部ショックや2003年のV a rショックのような一時的な金利上昇は起こるとしても、それは長続きせず実勢に合わせて低下していく。こうした金利変動を均していくことは日銀の役割だろう。しかし、金利変動を均すことと、長期金利水準を極端にゼロ%近くに釘付けにすること

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。

は意味合いが違っている。

基本は、物価上昇率がプラスに維持されると、長期金利はそれを織り込んでいく。デフレ脱却への確信が弱ければ、長期金利は低位に留まり、インフレ予想が明確に共有されていけば、長期金利は上昇する。現時点からみれば、長期金利はまだ低位のままであろう。

出口戦略が長期金利が低位のうちから語られる理由は、過度な金利上昇を避けるためである。実勢のインフレ予想が上向きになって長期金利上昇の圧力が生じる手前から、人為的な介入は行わないと日銀が宣言することで、反動は起こりにくいという予想が成り立つ。そのことが、長い目でみて、長期金利の安定に適うという考え方である。

おそらく、米欧長期金利が上昇し始めると、日本の長期金利もそれに反応して上がるだろう。ここで日銀は長期金利のターゲットを0.1~0.5%程度へと上方修正するだろう。このとき、日米長期金利差は拡大して円安は進む。金融引き締めではなく、海外金利の上昇に同調させて長期金利を動かしたただけだと説明されるだろう。円安は進むので金融緩和の効果は増したことになる。もちろん、物価上昇率が高まるので、インフレ・ターゲットとも整合的になる。

今後の日銀の政策は、海外経済の追い風を円安圧力として利用して、相対的な緩和効果を浸透させる方針だろう。結果的に長期金利はじりじりと上昇するが、それによって景気が腰折れすることにはならない。

難しい移行期対応

金融政策が難しい舵取りを迫られるのは、「悪い長期金利上昇」から「良い長期金利上昇」へとスイッチしていくプロセスである。その移行は、教科書的な黒から白への転換ではなく、まだら模様にならざるをえない。日銀は、目の前の長期金利上昇が自然なものか、一時的な需給の消化不良なのかを見極めながら、長期金利の変動に応じて長期国債の買入を減らしていく。これは、金利形成を債券市場の手に委ねていく過程でもある。現在の長期金利ターゲットは、今後、そうした移行の過程で上限設定を柔軟化していくと考えられる。

2016年9月のイールドカーブ・コントロールの導入は、出口戦略そのものではないが、出口戦略を行っていくための布石だったのだろう。まだ、マネタリーベース残高80兆円を維持する方針は公式には変えていないが、現状、長期国債の年間増加ペースは60兆円程度に下がっている。これも長いプロセスの中の準備だと言える。

多くの人が、「経済が正常化するまで、量的緩和を止めてはいけない」という考えを自然に受け入れている。しかし、よく考えると、日銀が長期国債の買入を柔軟に増減させるのは、経済が正常化する手前になる。なぜならば、良い長期金利上昇がいつから始まるかは先見的に知ることができないからだ。例えば、長期国債が何かのショックで跳ね上がったときは買入れを増やして牽制すればよい。逆に、「良い長期金利上昇」のときは、過度に金利を抑えるような買入れの増加を行っても反動を貯めるだけだ。そうしたときは、手探りの状態で少しずつ長期金利ターゲットを引き上げる。つまり、金利上昇が悪いか良いかはしばらく見極めがつかないので、場合によっては量的介入をしないとアナウンスして、反動を貯め込むような行動はしない旨を伝える。実際は、長期金利ターゲットを少しずつ引き上げて、一定以上の長期金利上昇は容認しないというスミージング・オペレーションになる。「経済が正常化する」のを気長に待って、量を減らすという方針を堅持すると、かえって過剰介入を招くことになりかねない。

改めて日銀の役割とは

究極的には、長期金利をコントロールすることは無理である。日銀が行っているのは、需給バランスが崩れた時の一時的介入である。現在は、デフレ予想が残っているから、長期金利を低位に抑えられる。出口戦略とは、デフレを前提にした長期金利安定のための量的緩和を見直していくプロセスである。難しいのは金利上昇を極力抑えながら、日銀がそれを進めていくことである。いずれは金利上昇は止められなくなるけれども、今は最小限金利上昇を抑えるというミッションを負う。これを実行するための長いプロセスに今はようやく差し掛かったと言える。総裁人事と、政府の財政規律を維持するという複雑な方程式の中で黒田総裁は立ち回らなくてははいけない。

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。