

## テーマ：日銀の金融政策を考える

2017年9月19日(火)

～米景気後退後の対応を考えておく必要～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

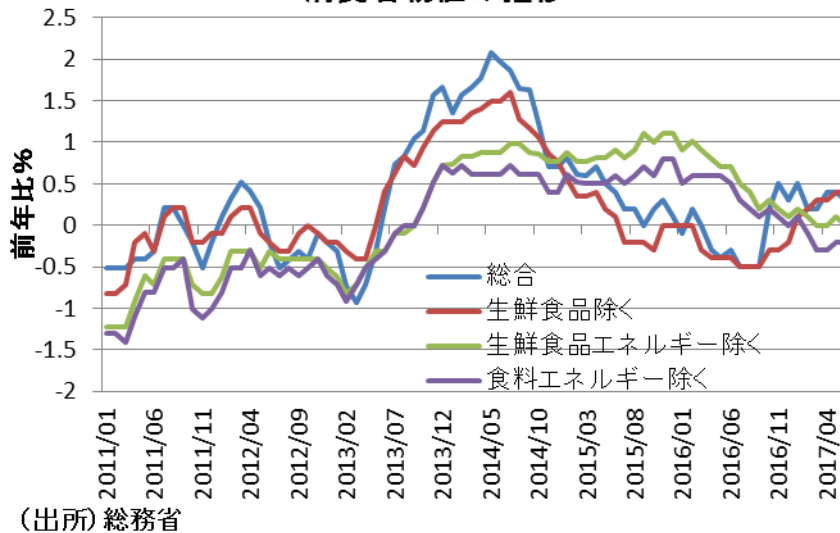
(要旨)

- 日銀が大規模な金融緩和を続けているにもかかわらず、物価が伸び悩んでいる背景には、企業の価格転嫁メカニズムが破壊されていることがある。欧米は量的緩和政策によりデフレを阻止したが、日本は染みついたデフレマインドの払拭のために相当大胆なことをやらないといけない。
- 今の金融政策の枠組みであるイールドカーブコントロールには限界がある。イールドカーブコントロール政策は、世界経済が好調なときは威力を発揮し、特に米国が金融引き締めを行っているときは、大きくプラスに働くが、リセッションを迎えた米国が金融緩和に転じれば、今のスキームでは円高を抑え込めない可能性がある。
- 米国が金融緩和に再び動いたときには新たな政策が必要になるだろう。国債を買う量を増やすことは限界が近づいているため、海外から『為替介入』と指摘されなければ外債購入が一案となる。しかし、現実的には難しいとなれば、現状では追加緩和のために吸い上げる国債が足りないため、政府が永久債を発行してそれを日銀が買い入れるといったヘリコプターマネーに近い政策を採る可能性もあるだろう。
- 米国経済が好調なうちに、いかに日本経済を正常な状態に近づけることができるかが最大のポイント。日銀保有国債の永久債化等の政策は日銀が勝手にできないため、政府と日銀で新しいアコードを結ぶことを考えないといけない。
- 賃金が本格的に上がらなければインフレ率2%目標の達成は難しいが、このためには大規模な金融緩和に加えて、解雇規制の緩和や転職支援などで硬直的な労働市場を変えないといけない。
- 日銀は物価以外にも金融政策の目標を掲げることを検討すべき。特に、賃金や名目GDP等の目標の方が国民生活にプラスに効くことを説明しやすいことからすれば、こうした目標に掲げ直すことも検討に値する。そして政策目標を変えれば、インフレ率が2%に届かなくても出口に向かえる可能性がでてくるのではないだろうか。

### ●物価伸び悩みの背景

日銀が大規模な金融緩和を続けているにもかかわらず、物価が伸び悩んでいる。この背景には、企業の価格転嫁メカニズムが破壊されていることがある。つまり、過去15年以上のデフレのトラウマで企業経営者が値上げに臆病になっている。合理的な経営判断では値上げをして収益を確保した方が良い場合でも、値上げをすると売れなくなると企業が過剰に心配している。すなわち、値上げよりもコスト削減で収益を稼ぐ方へバイアスがかかっている可能性がある。欧米は量的緩和政策によりデフレを阻止した。しかし、日本は染みついたデフレマインドの払拭のために相当大胆なことをやらないといけないだろう。

## 消費者物価の推移



### ●金融政策でこれ以上何ができるのか

今の金融政策の枠組みであるイールドカーブコントロールには限界がある。なぜなら、今は舟の帆を張り、米景気回復などの追い風が吹くことで前に進んでいるからである。この背景には、期待インフレ率が上昇して世界各国の長期金利に上昇圧力がかかれば、ゼロ近辺にアンカリングしている日本の長期金利との金利差が拡大し、円安になりやすいことがある。しかし、期待インフレ率が低下して世界各国の長期金利に低下圧力がかかれば、ゼロ近辺にアンカリングしている日本の長期金利との金利差が縮小し、円高になりやすい。つまり、向かい風が吹くと後退してしまうため、数年以内に日銀は試練のときを迎える可能性があるだろう。

というのも、リーマン・ショック以降、米国経済は8年以上にわたって景気拡張を続けている。しかし、残念ながら永遠に上昇し続ける景気はない。過去の米国におけるGDPギャップと景気後退期の関係からすれば、早ければ再来年にも米国の景気後退が始まり、米国が再び金融緩和に動く可能性がある。そうなれば、今の仕組みのままでは間違いなく円高になるだろう。つまり、イールドカーブコントロール政策は、世界経済が好調なときは威力を発揮し、特に米国が金融引き締めを行っているときは、大きくプラスに働くが、リセッションを迎えた米国が金融緩和に転じれば、今のスキームでは円高を抑え込めない可能性がある。

## 米国のGDPギャップ

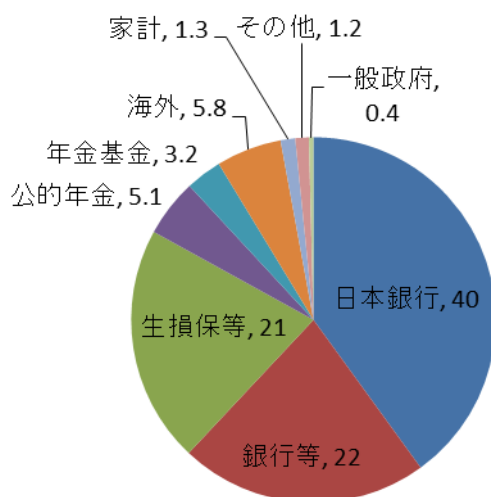
～プラスになってしばらくすると景気後退～



だからといって、今すぐにもう一段の緩和を日銀がやるべきとは考えていないが、米国が金融緩和に再び動いたときには新たな政策が必要になるだろう。しかし、国債を買う量を増やすことは限界が近づいている。このため、海外から『為替介入』と指摘されなければ外債購入が一案となろう。つまり、海外からの批判を度外視すれば、外債購入等による量的緩和政策拡大の選択肢があると思われる。しかし、現実的には難しいとなれば、現状では追加緩和のために吸い上げる国債が足りないため、政府が永久債を発行してそれを日銀が買い入れるといったヘリコプターマネーに近い政策を採る可能性もあるだろう。

そうした意味では、米国経済が好調なうちに、いかに日本経済を正常な状態に近づけることができるかが最大のポイントになると思われる。なお、日銀保有国債の永久債化や政府の永久債発行の政策は日銀が勝手にできることではない。このため、政府と日銀で新しいアコードを結ぶことを考えないといけない時期に来ているともいえよう。

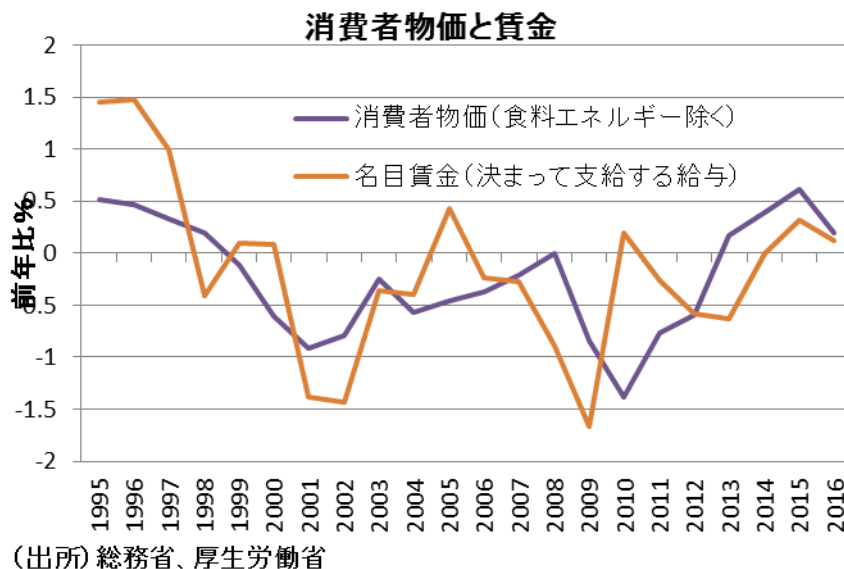
日本国債の保有比率(2017年1Q)



(出所) 日銀

### ●金融政策だけでインフレ目標2%の達成は可能か

やはり賃金が本格的に上がらなければ、インフレ率2%目標の達成は難しいだろう。しかし、このためには大規模な金融緩和に加えて、解雇規制の緩和や転職支援などで硬直的な労働市場を変えないといけない。つまり、転職などにより雇用の流動性が高まることで賃金は上がりやすくなる。しかし、日本は年功序列制、定年制により未だに多くの会社では、同じ会社で長く働くほど恩恵を受けやすい。また、退職金も若いうちに辞めると恩恵が少ない。このため、企業経営者からすれば、賃金を上げなくても従業員は辞めないため、できるだけ賃金を引き上げせずに収益を確保する方がやりやすいということになる。この仕組みを変えなければ、なかなかインフレ目標2%達成のハードルは高いままだろう。



### ●物価上昇以外の政策目標

筆者は、日銀が出口に向かう場合、欧米がそうであるように必ずしもインフレ率が2%まで高まる必要はないと考えている。日銀は物価以外にも金融政策の目標を掲げることを検討すべきだろう。特に、賃金や名目GDP等の目標の方が国民生活にプラスに効くことを説明しやすいことからすれば、こうした目標に掲げ直すことも検討に値する。そして政策目標を変えれば、インフレ率が2%に届かなくても出口に向かえる可能性がでてくるのではないだろうか。

