

失って初めて気づく緩和効果

～われんばかりの副作用議論～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一(Tel:03-5221-4523)

<相次ぐ出口の布石??>

- ・日銀金融研究所が発行した小枝早大准教授の論文、「主な意見」、「展望レポート」、「金融システムレポート」には金融政策の副作用に関する言及があり、これらが出口の布石であるとの見方が広がりつつある。当然のことながら、いかなる政策にも「効果」と「副作用」が併存するが、QQE実施以降の金融政策は「副作用」が注目を集める傾向があり、最近は特にその傾向が強まっているように思える。以下で最近話題になった主張のポイントと筆者の見解を示す。

日銀金融研究所論文（11月5日発表）

- ・小枝早大准教授は論文” Macroeconomic Effects of Quantitative and Qualitative Monetary Easing Measures” 「量的・質的金融緩和のマクロ経済効果」で①日銀のバランスシート拡大のみではインフレ率と生産が確実に上昇・増加するわけではない、②名目政策金利を引き上げた場合、インフレ率はそれ以上に早期かつ大きく上昇するため実質金利は低下する、③物価目標（の閾値）を引き下げた場合、トレンド成長率が十分に強い下では生産・物価に悪影響はでないと指摘。
- ・こうした大規模緩和の修正を主張する声は目新しいものではないが、11月15日の日経電子版「日銀、金融緩和の出口『発信』の虚実」、16日の日経新聞朝刊が「『脱マイナス金利』の波紋」と題した記事でこの論文を紹介したことで大きな話題となった。日銀金融研究所が発表し、謝辞には多くの著名学者が名を連ねていたことから、日銀の「代弁」といった連想が働いたほか、原田委員の名があったことで「リフレ派の取り込み？」との思惑も生じた模様。
- ・確かに日銀金融研究所から発表されたことは一定のインパクトがある。しかしながら現実問題として、論文の主張どおりに政策変更をするのは相当な困難が伴う。予想インフレ率を引き上げるために政策金利を引き上げると日銀が言えば、市場関係者とのコミュニケーションは「絶交」となり、金融市場がコントロール不能に陥るリスクがある。過去に発表してきた日銀スタッフによる分析ペーパーの多くの内容が覆されるほか、YCC導入を「予想物価上昇率の引き上げのための方策」と位置付け、「実質金利低下の効果を長短金利の操作により追求する『イールドカーブ・コントロール』を、新たな枠組みの中心に据える」とした2016年9月21日の声明文も書き換えが必要になる。副作用解消のための副作用が極めて大きく、本末転倒に思える。

「主な意見」(10月30-31日開催分、11月8日発表)

- ・11月8日に発表された金融政策決定会合における「主な意見」では「長期金利を長期にわたり『ゼロ%程度』に誘導した場合に、インフレ期待への影響がかえって低減しないかどうか注意が必要である。枠組みとしては緩和方向を維持しつつ、金利変動幅や金利操作目標年限等について、柔軟に検討していくことが重要である」との記述があった。
- ・マイナスの政策効果(銀行収益圧迫に伴う貸出抑制、年金を含めた家計の運用難)によって、かえって金融引き締めの環境を作り出してしまい、そうした下で予想物価上昇率が低下(実質金利が上昇)してしまうとの懸念か、或いは名目金利を長期間ゼロ程度にすることで、人々が「長期間インフレ率が上がらない」と認識(日銀からみれば誤認)してしまうとの懸念だろう。こうした考え方は、名目金利引き下げが予想物価上昇率引き上げ(≒実質金利低下)に寄与するというフィッシャー式を前提にした日銀の公式的見解に反する。とはいえ、一方で「ゼロ金利」はデフレの代名詞的存在でもあることから、人々の心理を読むという点において的を射た主張と言える。例えば身近な預金金利が復活すれば、人々は「デフレが終わった」と認識(錯覚)するかもしれない。
- ・その他にも「地域金融機関では、貸出金利が低下傾向にある中で相対的にリスクの高いミドルリスク企業向け貸出等を増やしており、仮に景気後退局面となり信用コストが顕在化した場合には、加速度的に収益悪化が進む恐れがある」、「金融システムに関するリスクの点検に当たっては、モデルで必ずしも描写しきれない構造変化など、様々な要因についても目配りする必要がある」といったように、副作用に対する議論が目立ち、それらが出口の布石であるとの見方が散見された。
- ・筆者の知る限り、YCCが予想インフレ率を下押しする可能性に触れたうえで、金利操作目標年限の変更など具体的な代替案を示した発言が「主な意見」や議事要旨に記載されるのは初めてであった。その意味で衝撃的な発言であったが、忘れてはならないのは、それが政策変更の議案を提出するほど強い主張ではなかったということ。現時点でその主張はマイルドであり、多用な意見のうちの一つということだろう。仮に議案が提出されても、リフレ派が複数名存在し、かつこれまで「現状維持」に票を投じ続けてきた経緯を踏まえれば、複数の賛成票が投じられる可能性は低いだろう。

展望レポート(10月31日発表)

- ・展望レポートでは金融政策運営の「第2の柱」のリスクに関する記述が下表の通り変更された。声明文に目立った変更がなく、経済・物価見通しを含めた景気認識にほとんど変更が施されなかったこともあってか、当該箇所注目が集り、一部では出口への布石といった思惑が生じた。
- ・しかしながら(日銀が認識する)金融機関収益の下押し要因に「金融機関間の厳しい競争環境」が加わったことは、金融政策ではなく、過当競争の是正等の構造的問題の解決が急務であり、それに則した政策対応が重要であるとの主張だろう。金融仲介機能を維持するためには、金利水準の議論のみならず、マクロプルーデンスを強化していく必要があるとの認識に思える。この点は、金融システムレポートで「リスクに応じた金利設定を行っていくことがより重要」、「金融機関は貸出の収益性改善に加えて、非金利・役務収益の強化や抜本的な経営効率化を図っていくことが必要」といった主張が繰り返し記載されている。

前回	今回
低金利環境が続くも、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している	低金利環境や金融機関間の 厳しい競争環境 が続くも、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、 先行きの動向には注視していく必要がある。

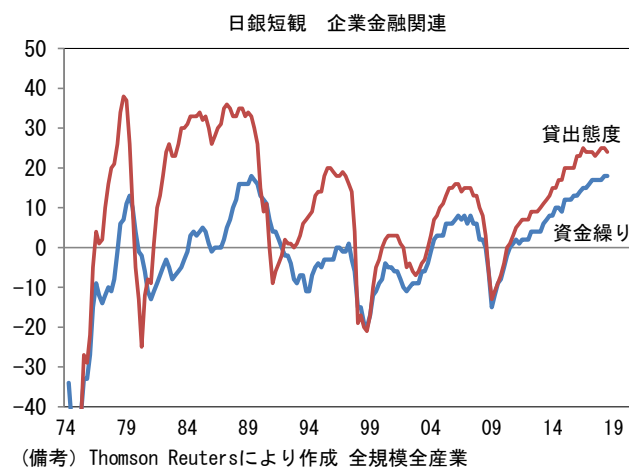
金融システムレポート（10月22日発表）

- ・4月と10月に発表される「金融システムレポート」は、マイナス金利の弊害が広く議論された2016年以降、そこでの主張が「出口の布石」として認識される傾向がある。今回発表分は、全体の評価こそ「金融システムは安定を維持している」で据え置かれたものの、金融不均衡の蓄積についてはその語気がやや強まった印象。金融活動の過熱度合いは「バブル期にみられたような過熱感はうかがわれない」とされつつも、前回までの「目立った過熱感はうかがえない」との比較で警戒トーンが強まった。
- ・本文ではGDP at Riskという分析がなされ、低金利の影響が累積的に作用するも、経済の下方リスクが（上方リスクとの比較で）大きくなっているとの分析が示された。また、いつもながら地銀を念頭に金融機関の過剰なリスクテイクに対する警戒感に重点が置かれた。紙面の多くが「ミドルリスク企業」「不動産業」向けの貸出残高が膨張していることに割かれ、リスクに応じた適切な上乗せ金利が設定されているか否かの分析が重点的に示された。地域金融機関を中心に低採算先貸出比率が上昇していることを指摘し、景気後退期にそれらが不良債権化することで金融システムの安定が脅かされるとの懸念が示された。なお、日銀が定義する低採算貸出先とは、財務内容が相対的に悪い企業のうち、景気循環を均してみた信用リスク対比で金融機関が貸出金利を低めに設定している企業である。
- ・直近数回の金融システムレポートでは①不動産業向け貸出残高が増加傾向にあること、②ミドルリスク企業向けの貸出にあたってリスクに見合った適切な金利を要求していないこと、など銀行の経営戦略で対処可能な問題が多く指摘されていた。金融システムレポートで金融緩和の「副作用」が議論され、それが出口の布石になるとの声が一部にあるようだが、過去数回の金融システムレポートをみる限り、そうした気配は感じられない。

もはや注目されない緩和効果

以上、みてきたように金融緩和の副作用に関する議論が増え、それが出口の布石であるとの見方が広がっている。他方、政策効果に関する議論は少ない。最も可視的でわかり易いのは「円安・株高」だが、最後に市場が“噴いた”のは2014年10月のQQE 2発動直後であり、もう4年の時が経つ。そうしたなかで現在の金融緩和の効果が可視的に捉えられるのは、貸出態度判断、資金繰り判断（日銀短観、日本政策金融公庫）等である。金融緩和の効果を客観的に判定するうえでは、借り手である事業法人がその時々の金融環境をどう捉えているかを重視すべきであるが、目下のところ、銀行貸出態度と資金繰りは極めて緩和的な状態にあり、経済の運営主体である事業法人が前向きな資金調達をしやすい環境が醸成されている。

- 2019年10月の消費増税など景気の下振れリスクが残存する状況下、副作用に配慮して出口戦略に着手すれば、金融市場の混乱によって金融機関のバランスシートが毀損するなどして、かえって副作用が大きくなる恐れがある。政策委員はそうした危険を犯すことに消極的とみられ、フォワードガイダンスに忠実な政策運営に徹するとみられる。消費増税の6ヶ月後にあたる2020年春頃まで、現在のYCCが据え置かれるとの予想を維持する。――



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、第一生命保険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。