

欧米と比べた正常化の遅れ

発表日：2018年6月19日（火）

～将来の円高リスクへの備え～

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

FRBは利上げ、ECBは資産買い入れの年末終了を決めた。そうすると、日銀はいつ正常化へ動くのだろうかと思いが浮かぶ。筆者は、むしろ2019年末のところでFRBの利上げが天井に近づき、ECBが利上げを開始しそうなタイミングが見えてきたところに注目する。日銀は、先々の円高圧力に備えて、過剰緩和を修正することが2018・2019年の課題になる。

ECBも利上げ見通し

日米欧の中央銀行が6月12～15日にかけて連続して政策会合を開催した。まず、FOMCではFFレートの引き上げを決める。これで、日欧との短期金利差は拡大した。

ECBの理事会は、6月14日に資産買い入れを2018年12月末に終了することを決める。テーパリングの完了である。日銀は政策を現状維持して、先々の緩和縮小の目途が立たない。

変化があったのは、先々の政策スタンスが微妙にシフトしていた点である。FRBは、フォワードガイダンスの文言を削減する。FFレートを長期的水準を下回った状態にして「緩和的」にするという姿勢ではなくなったということだ。つまり、先々、引き締め領域へと入っていく。

そうすると、今度は引き締めをどこで停止するのかに注目が移る。長期金利がずっと3.0%前後だとすれば、その水準には2019年末から2020年初の周りに到達する。FOMCメンバーの金利予想の中央値は、2019年末にはあと5回の利上げで3.00～3.25%となる。2020年に1回利上げをするのだと、2020年3月末の頃には3.25～3.50%となって、長短金利の逆転、すなわち逆イールドになる。

2019年末の時期は、米金利の利上げ打ち止めがより鮮明になっていると予想することができる。

それに対して、ECBは今回、政策金利を上げるタイミングのヒントを「少なくとも2019年の夏まで」は政策金利を据え置くという風に与えてくれた。単純に考えると、ECBの利上げは2019年10～12月という公算が高いと言えそうだ。

奇しくも、米欧中銀は、2019年末頃に片や金利打ち止め、片や利上げ開始に動きそうだ。そうした予想は短期金利が米欧間で拡大から縮小へと転じることを連想させる。

ドルとユーロの短期金利差が最も広がるのが2019年末頃になるといった見立ては、今後の物価・経済動向の変化を随時織り込まれていき、ドルとユーロの為替レートのバランスを調整していくことになるだろう。

黒田緩和の前提も変わる

2013年4月からの量的質的金融緩和は、円安を通じて物価を押し上げることで、物価目標を達成することを狙った。この枠組みは2016年9月のイールドカーブ・コントロールによって一層明確になったと筆者は考えている。

そこでの前提は、日米金利差を拡大させてドル高円安の圧力を生み出そうということだった。2019年末頃にFFレートの天井が来ると、限界的な金利差拡大を、もうそれ以上は演出できなくなる。もちろん、日銀がマイナス金利の深堀りをしないという前提で言えばの話である。

この見解は、ドル安圧力が短期金利差に反応するというシンプルな考え方であり、長期金利差で考えるともっと時間軸は短くなってしまふ可能性がある。

長期金利は、短期金利が天井に到達するよりも先に低下することがある。累次の利上げがインフレ率を落ち着かせると予想させると米長期金利が低下して、そのときは日米長期金利差は2019年末よりも手前で縮小し

ていくということになる。そうすると、イーロドカーブ・コントロールが円安を促して物価上昇率を引き上げていく作用は、2019年末までにピークアウトしてしまうことになりそうだ。

6月15日の日銀総裁記者会見では、米欧は金融政策の正常化に動いているのに、日銀はまだ動かないのかという質問が相次いだ。こうした質問は、米欧の正常化が日銀の正常化を連想させることから発せられたものである。

もっとも、その連想は、実体経済の前向きな変化が日本で起こっていなければ何の意味もない。問題にすべきことは、米国の利上げの天井が見えてきたのに、日本が相変わらず円安圧力という追い風を当てにした政策しかできていないことだろう。

本当は、日銀は円安圧力をきっかけにして、企業収益拡大から賃上げ、消費拡大、物価上昇への循環、メカニズムを駆動させて、過度に円安に依存した物価上昇の追及を止めていこうと考えていた。この点を検討すると、賃上げまでは起こったが、消費と物価までは十分に動かさなかったというところだろう。

黒田総裁に問うべきことは、2019年末までに米利上げが天井を迎えようとしている中、円安の追い風をじっと待っている政策でよいのですか、ということだろう。この疑問は、当初から狙っていた循環メカニズムが思ったほどワークしない状況が、あと1年半で大きく改善するのでしょうか、と言い換えることもできる。そして、このまま持久戦で2%目標が達成できるのか、と黒田総裁に問いたい。

正常化が遅れるデメリット

黒田総裁は、物価が2%まで上昇しないことに苛立ちを覚えている。そして、その理由を1998～2013年までデフレが15年間も続いたからだと説明している。こうした分析では、ではこの先に何をすればよいのかという建設的な展望は見えてこない。

例えば、資産買入れをもっとペースアップして、限界に達するのが早まることもいとわないようにするのか、あるいは弊害が大きくてもマイナス金利を深掘りするのがよいのか。そうした政策選択につながる発想は見えてこない。

日銀にとって厳しいのは、循環メカニズムが想定したほどに物価に与える効果が小さいことを認めたとしても、どうすることも出来ない点だ。この限界は、金融政策のみならず、財政政策にも共通する。とりあえず、金融・財政政策が必要になるという考えには賛成できても、金融・財政政策だけで経済成長率や物価上昇率をコントロールできるというのは精神論に聞こえる。なぜ、ここまで金融・財政政策を動員してもダメなのかにきちんと答えを出せないから、これ以上の追加緩和と財政出動は一時的な対応を除いて意味がない。

一方で、これ以上は限界だと考える人が多くなると同時に、物価1%上昇と継続的賃上げができていれば十分だと考える人も多い。筆者も、個人消費の半分が高齢者消費だから賃上げだけで消費を引っ張ることは限界があると考え。コアCPIは前年比0.7%になって1%程度のレンジを下回ったという人もいるが、上出来だろう。

経済政策を考えるときは、あまりに「今」に囚われると、先々への対応がおろそかになる。今で十分とみるならば、今のうちからもっと先々への備えをした方がよいだろう。

欧米の中央銀行が利上げを進めるということは、日米そして日欧の短期金利差が拡大していくことである。この流れは2019年末頃にはFRBの利上げが上限に達して終わる。その先は、逆に円高リスクに気をつけなくては行けない。

その円高リスクに備えるには、日銀も政策ののりしろを2018～2019年のうちに稼いでおく方がよいという考え方もできる。リフレ的発想な人は、日銀が緩和姿勢を後退させることはダメだと過度に厳しい。筆者などはほとんど効いていないから過剰緩和を取り除いても、ショックは限定的とみる。むしろ、過剰緩和を止めて、早いうちからのりしろをつくる方が先々の政策効果は大きくできる。

例えば、マイナス金利は、金融機関の収益基盤に打撃を与えている。厳しいのは、それがずっと継続しそうだとみられていることだ。もはやマイナス金利は、続けているプラス効果が限りなく小さくなり、弊害の方が大きい。ならば、円高になればマイナス金利を再開するという条件で今はゼロ金利に戻す方がよい。マイナス金利が一時的と考えられる政策に変わるだけで、金融システムへの不安は和らぐ。

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。

ステルス・テーパリングも、後からみれば、ほとんどマイナス効果はない。逆に財政ファイナンスの懸念を残していることの方が重大だ。

黒田総裁には、就任当初の 2013 年 4 月と現在の状況が大きく変化したことをよく考えてほしい。当初、円高を解消したことは賞賛された。その後、円安を一時的に進めたことはあまり賞賛されていない。それどころか、2017・2018 年はドル円レートは一定のレンジで推移していて、その中で物価は 1%に向かって安定してきている。為替は、過度な円高を止めることが望まれているのであって、円安誘導をしてほしいとはほとんどの企業は思っていない。為替は大きく変動しないことがプラスなのである。

「どうしても円安が必要だ」という発想は、物価は 2%を目指さなくてはいけないという固定観念がつくり出したものに過ぎない。黒田総裁は 2%というフィクションを強く信じるがあまり、手が届かないほどの円安を望んで、将来の円高への備えができないまま緩和を続けることになっている。

フェアな金融政策は、物価 1%で正常化と考えておく方が妥当である。日本企業は、2013 年頃と比べて収益基盤が強くなっていて、多少の為替変動や長期金利の上昇に対して免疫力を持つようになっている。

今一度、欧米中銀が正常化に動く中で、日銀は何をすべきかを戦略的に考えてほしい。