

## 動く日銀、金利変動の容認

発表日：2018年7月31日（火）

～2018年7月の会合～

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

日銀は7月末の決定会合で様々な見直しを行い、副作用対策へと舵を切った。副作用を考慮したことは、大いに褒めてよいことだろう。目を引くのは、2019年10月の消費増税による景気変動を念頭に置いて、フォワードガイダンスを設定した点だ。深読みすると、政府に消費増税の予定を反故にさせない構えとも受け取れる。

### 出口に向けた布石

日銀は7月末の決定会合で長期金利の変動を容認することを決定した。事前には、こうした変動容認を黙って今までの枠組みのまま行うのではないかと言われていた。ステルス金利変動ではなく、わざわざ公表資料に明記したところが今までと違っている。ETF・J-REITの買い入れも、「市場の状況に応じて、買い入れ額は上下に変動しうる」と運用方針を明記した。年間80兆円の長期国債の買い入れでも「弾力的な買い入れを実施する」と記した。ステルス・テーパリングの見える化へと進んでいる。

今回の大きなポイントは、「政策金利のフォワードガイダンスの導入」である。2019年10月の消費税率の引き上げまでは「当分の間、現在のきわめて低い長短期金利の水準を維持することを想定している」と記した。このフォワードガイダンスは「当分の間」というところに力点はある。日銀は今回の措置を出口と関係ないというが、この文学的表現をこれからは微修正して、出口へと向かっていくことが感じられる。この手法は、まさしく総合判断である。つまり、機械的なインフレターゲットの色は大きく薄まった。4月末の達成期限の廃止に続く“脱リフレ”の第2弾である。

原田委員は反対票を投じて、「物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当」だと反対理由を述べている。インフレターゲットから総合判断に変わったことがはっきりとわかる。原田委員は、皮肉なことに機械的なインフレターゲットをやめたことを反対票を投じたことで明確に伝えてしまっている。

もうひとつ重要なのは、2019年10月まではフォワードガイダンスを働かせるというコミットメントが、消費増税を人質にしている点である。仮に、消費増税をやめれば、このフォワードガイダンスが反故になって金利変動が起きる可能性がある。

このタイミングは、ECBが利上げに動く予定される2019年夏よりも後の時期と重なっている。ECBが利上げに動く、それに対してそれほど遅れることなく、日銀も出口へと動けるような構えを採っている。ここは、黒田総裁が2期目の任期内で、出口戦略をしっかりとやるぞという気構えが表われたところと言える。

### 副作用対策に動く

今回の方針は、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」という名前を付けている。今ひとつメッセージ性が伝わらない。黒田総裁は会見で、展望レポートで物価見通しを引き下げて、2%の達成がまだまだ先になると、今度は副作用が強まって緩和継続ができなくなると困るので、副作用対策をしっかりとやって我慢強く緩和を続けましょう、と言っている。

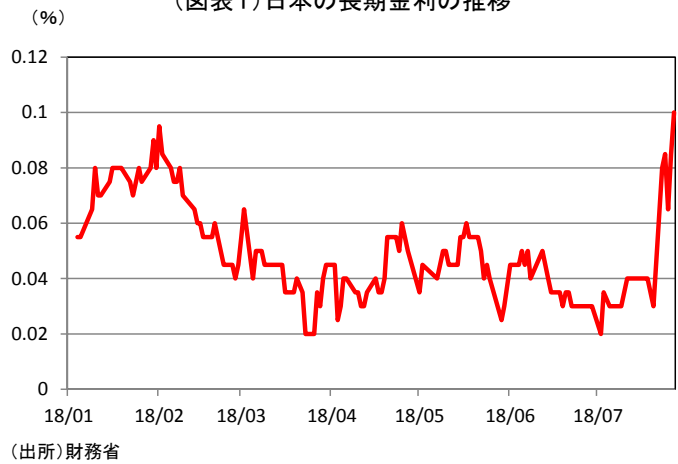
対策のひとつは、長期金利変動を容認して、金利上昇に対して過敏に買入オペを打つのは手控えることである。すでに、最近の長期金利は、日銀の姿勢を受けて少し金利上昇していた(図表1)。黒田総裁は変動幅を2倍、つまり $\Delta 0.2\% \sim 0.2\%$ の範囲で動くことを容認すると言った。これは、国債市場機能をごく一部回復させて、金利上昇は金融機関が債券を買ってくるのを待つ姿勢をとるとのことだろう。高い長期金利で債券を

買えることは金融機関の収益にプラスである。ただ、その位では金融機関の収益は本質的にはよくなる気がしない。

また、年間 80 兆円をより減額することも、民間金融機関に買い入れのチャンスを与えることになる。そのことは、先にある出口のところ、市場が自律的に金利上昇を抑える能力を高めることにもなるだろう。

さらに、日銀当座預金に課されるマイナス金利も、現在の平均して 10 兆円程度から、5 兆円程度へと変更する方針である。これは、大手行など預金が集って、マイナス金利の適用が避けられない先には痛みを和らげることになる。

(図表1) 日本の長期金利の推移



(出所)財務省

### 物価が上がらない数々の要因

今回の会合は、事前に物価動向の点検をすると発表されていた。そのため、展望レポートでは、「賃金・物価に関する分析資料」が付属されている。詳しいことは別のレポートに譲るが、日銀の執行部はこれまでに需給ギャップがプラスになり、失業率が2018年5月は2.2%（6月は2.4%）にまで下がったのに、賃金・物価が思いのほか上がりにくいことに強いいらだちがあったのだろう。その不満を分析することを今回の点検で行った。

確かに、コアCPIの推移はまるで1.0%のところに天井があるように伸び率が頭打ちになっている（図表2）。コアCPIが2%に向けて上昇しない理由を、2016年9月の総括的な検証に続いて行っている。

その意味は、巨大緩和を続けても物価は2%上昇に容易に達しないのだから、緩和強化よりも副作用の手当てを優先する方が賢明だという判断である。総裁は、2%の達成時期は「わからない」と正直に言っている。だからこそ、政策の費用対効果からみて、費用＝副作用の方を重くみた。

物価が上がりにくい理由としては、(1)デフレ的慣行、(2)競争激化、(3)技術進歩などが挙げられている。理由はともあれ、副作用対策を行ったことは評価できる。

総裁会見では、国債市場の機能低下だけが副作用のように話していたが、それは違う。本当の副作用は、巨大緩和が金融機関の収益に打撃を与えて、そのことが今後、金融システムに取り返しのつかないダメージが及ぶことである。何としてもその前に舵を切ってほしい。

(図表2) 消費者物価の推移



(出所)総務省

### 8月に控える新通商協議

ところで、なぜ日銀は今のタイミングで、金利変動の柔軟化に動いたのだろうか。リフレ的発想で見ていると、その謎は全く理解不能だろう。

筆者もこの点は不可解だが、対米関係にあるとみている。7月19・20日にトランプ大統領は、FRBの利上げに不満を漏らし、ドル高にも文句を言った。為替は、タブーの領域でなくなっている。日本にとって、トランプ大統領が為替に注文を付けてきたならば大変なことになる。日銀が円安を誘導していると言われるのが、日本にとって一番困る。今は、EUと中国への言及に止まっている。

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。

今回、日銀がことさらに金利上昇の容認をアピールする理由は、「円安誘導にあらず」と強調したかったからであろう。8月からは、新しい日米通商協議が始まる。その手前で、日銀は一芝居を打ちたかった。出口へと少しずつ縛りを緩めたかった日銀は、そのタイミングをうまく使ったと言える。これは、筆者のうがった見方である。

### 海図なき航海へ

日銀が出口に向かって布石を打ったとしても、本当の出口までの道のりは遠い。物価が2%まで上がりにくい理由を述べたところで、それは短期金利を上げてよい理由にはならない。

金融システムを脅かす副作用対策は、利上げの理由には格上げされまいだろう。多くの人にとって、出口に向かうロードマップが今回の措置で大きく書き換わったとは思えない。

唯一わかったことは、以前に思っていたよりも日銀を拘束する外部からの力は弱いということだ。日銀には独立性があるし、政策を見直す自由度もある。足りないのは市場とのコミュニケーションだ。

この先が、海図なき航海だとすれば、市場機能を回復するとともに、市場との対話にもう少しリスペクトして臨んでほしい。