

BOJ Watching

発表日: 2018 年 8 月 9 日(木)

今後の金融政策

～フォワードガイダンスをどう修正するか～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
首席エコノミスト 熊野 英生 (Tel: 03-5221-5223)

7 月末の政策の枠組み修正から、金融政策の理解について定説はない。見直しが緩和強化か、出口戦略なのか見極めにくい。筆者は、一連の動きが出口における長期金利上昇を抑える体制への準備だとみている。日銀は 2019 年 10 月までにまだ仕掛けてくるだろう。

どうみてもサプライズ

日銀が 7 月末の会合で緩和見直しを決定して、数日間が経過した。会合後の反応をみていると、イールドカーブなどにはそれほど大きな変化は起きていない。長期金利も、変動幅の上限を 0.1% から 0.2% へと引き上げたが、すぐに 0.2% に跳ね上がることはなかった。理由は、この見通しが緩和強化なのか、出口戦略なのか、今ひとつわかりにくいところにある。今もって、政策評価には定説はない。

しかし、日銀の金利上昇容認が予想外だったことは間違いない。例えば、7 月の日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査」では、先行きの長期金利の誘導目標が 2018 年末までに 0.1% 以上に変わるとみていた人は予想人数 39 人中 4 人に過ぎない。確かに、誘導目標は 0% のままだが、事実上の上限が 0.2% となったので、これはサプライズに違いない。

もうひとつ、日銀は 2019 年 10 月の消費税率引き上げによる景気変動を見極めるため、「当分の間」、長短金利が低い状態を維持する。フォワードガイダンスを新設して緩和強化をアピールした。この変更は、あと 1 年間で数ヶ月間は現状の長短金利が続くことを示すものだ。しかし、長短金利は、安倍首相が自民党総裁に 3 選されて 2021 年 9 月まで現状維持されるとみていた人は相当数いたはずだ。これも、事前に予想されていなかったという点でサプライズだ。

出口戦略なのか

改めて今までの見方を整理しておこう。異次元緩和は、物価 2% を安定的に超えるようになって、マイナス金利や長期国債の買入れが変更されて、引き締め＝緩和終了となる見通しだった。今も、そういう見通しを信じている人は多い。

ところが、日銀は今までの取り決めに破る訳ではなく、書かれていなかったことを次々に始めた。2016 年 9 月のイールドカーブ・コントロールの導入、2018 年 4 月の 2% 達成期限の廃止、そして 7 月の金利変動幅の拡大である。

これらは何の脈絡もなく修正しているのではない。長期金利の過度な上昇を抑える体制をつくる準備という点で一致している。例えば、日銀が長期国債の買入れをほとんどしなくなると、国債消化は市場の売買に委ねられる。すると、金利変動幅は広がる。日銀が債券市場への介入を弱めることで市場機能を徐々に回復させる。2% の達成期限も、それがなくなること、長期金利は徐々に日銀の需

給コントロールがない世界で金利の居どころを考え始める。もともと、物価2%になると信じている人はごく稀なので、達成期限がなくなっても、支障はない。

日銀は少し前から「量と金利は一体」という言葉を使っている。この抽象的表現を翻訳すると、長期国債の買入れを日銀がしなくなると、金利変動幅は大きくなるが、「私たちは長期金利上昇に対して、以前のような上昇を抑え込む過剰な介入はしません」と言っているのだ。

出口に対しては、これまで長期金利上昇への警戒感が強かった。2%の物価になってから緩和解除するのでは、長期金利が跳ね上がって、実体経済に悪影響が及ぶという警戒感である。だから、物価が2%に達しない時期から、長期金利上昇を容認しておいて、ガス抜きをする。日銀は、長期国債の買入れを減らして、金利形成を市場に任せるという訳である。

今回の対応は、明らかに出口戦略である。そう見えないような手品を私たちは見せられている。手品は、マジシャンが自分から絶対に種明かしをしないルールになっている。出口だとは絶対に言わない。

フォワードガイダンスの効果

「枠組み」を修正することは、従来のルールを修正することに等しい。今回、政策金利のフォワードガイダンスが導入された。この修正は、物価2%に到達していなくても、金利変動幅を広げるという表現を使って、長期金利上昇を認めることを示している。金利上昇の見通しを立てたい人は、物価だけでなく、「当分の間」という表現がどう変わるかに注目することになる。

思考実験をしてみよう。2019年10月までに「当分の間、現在のきわめて低い長短金利」を修正することはあるだろうか。このフォワードガイダンスは、物価だけではなく景気を基準にしている。消費税増税の不確実性が薄らぐと、この文面が書き換えられて、金利変動幅が0.3~0.5%へと広がることがあり得る。日銀は、その時々に見える先行きの景気情勢によって、方針を変更できる。インフレ目標の縛りは弱まり、時間軸を主体的に日銀が動かせる。これがフォワードガイダンスの意味だ。

出口はどうか？

普通に考えると、日銀が長期金利の変動幅を0.3~0.5%へと広げるのは2020年初となる。2019年10~12月のGDPが速報されて、反動減が小さいとわかるときだ。その頃には、ECBも利上げをしているだろう。

おそらく、あと1年後の2019年8月には、時間軸はもっと前倒しになっているだろうと筆者は読む。最大の理由は、副作用対策が長期金利の上限0.2%では不十分だからである。金融機関の運用環境は、この程度の金利上昇では改善しない。日銀が副作用対策に耳を傾けたことは、今後大きくなっていく金融機関の声に反応して、金利変動幅の上限をさらに引き上げる観測を強めるだろう。

もうひとつの要因は、米長期金利である。FRBの利上げがより進み、インフレ圧力が強まってくると、2019年中盤には長期金利は3%台へと上昇するだろう（もちろん、低下する可能性もある）。そのとき、日本の長期金利の上限0.2%は低すぎる天井にみえるかもしれない。日銀は、無理に金利上昇を抑え込まない方針を採る可能性がある。

出口を考えるとときに最大の縛りは2%である。日銀は、金利変動幅を広げるという方法で、実質的な利上げを行っていると思われるが、そこには限界もある。短期金利のマイナスをゼロ%ないしプラ

スに変更するときには2%の達成が現実味を持たなくてはならない。2%の達成なしに短期金利は動かせないと判断される。

しかし、日銀は今後別の枠組み変更を行ってきて、その縛りを形骸化するという見方もできる。4月に2%の達成期限を廃止、7月に金利変動幅の拡大、と急ピッチで日銀は、リフレ政策の骨を抜いてきている。今後、10月の展望レポート、2019年に消費税増税が近づいたとき、いろいろな局面で枠組みを見直すことはあり得る。

私たちは、気が付いたならば巨大緩和の出口の手前に立っているという日銀マジック・ショーのまだ途中に居ると現状を考えておく方がよい。

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。