一生涯のパートナー
第一生命
Dai-ichi Life Group

第一生命 年金通信

第一生命経済研究所レポート selection

No.2016－101

2016 年 9 月 21 日
団 体 年 金 事 業 部

金利コントロールへの回帰

～９月会合における「長短金利操作付き量的・質的緩和」の導入～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の熊野首席エコノミストによる「金利コントロールへの回帰 ～９月会合における『長短金利操作付き量的・質的緩和』の導入～」をお届けいたします。（別添参照）

本年金通信は、「総括的検証」を踏まえた日銀の金融政策決定会合の内容解説及び今後の展望について記したレポートとなっております。是非ご一読下さい。

以上

第一生命保険株式会社

DLRI DAI-ICHI LIFE RESEARCH INSTITUTE INC.

BOJ Watching

日本銀行分析レポート

金利コントロールへの回帰

～９月会合における「長短金利操作付き量的・質的緩和」の導入～

発表日：2016年9月21日（水）

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

日銀は「総括的な検証」を踏まえて、政策の枠組みを変更する方針を発表した。すなわち、10年金利を０%にするターゲットを定めて、長短金利操作付きの量的・質的緩和とした。筆者は、このままでは量的限界に２～３年で行き当たるフレームワークを変更したことは評価する。反面、２%を超えるＣＰＩの目標を再設定して、マネタリーベース拡大を強調している点は、さらなる深みにはまるリスクを強く感じる。

何が変わるのか

９月 21 日の決定会合で決定されたのは、政策の枠組み変更であった。日銀の発表文では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入決定とある。すなわち、①長短金利の操作を行うイールドカーブ・コントロールと、②ＣＰＩ２%を安定的に超えるまでのマネタリーベース拡大の２つである。後者は、青天井に資産買入額を膨らませるニュアンスをもっており、為替市場には円安のアピールになっていると理解できる。

これまで、私たちエコノミストは、日銀の長期国債買入れがもう２～３年で行き詰るとみて、従来の枠組みが限界に突き当たると予想していた。今回、10 年金利（長期金利）が概ね０%で推移するよう長期国債を買っていく方針に変えたことで、行き詰まりを予想する必要はなくなる。所詮、量を「主」にすると、金利は「従」になり、金利を「主」にすると量は「従」になる。従来は、量を「主」にしていたのを、今回から金利が「主」になるように見直してきた。この点は、無理のない枠組みへの移行ということで、筆者は素直に評価をしたい。

メリットとデメリット

10 年金利のターゲットを０%にすることは、10 年超の超長期ゾーンの金利は０%以上になることを暗示させる。この効果は、長期金利がマイナス域にまで沈み込んでいたことで、超運用難に苦しんでいた金融機関にはメリットと言える。無論、「10 年金利がゼロは低すぎる」という評価で芳しく思わない金融機関もあろうが、日銀が弊害に目を向けたこと自体は好ましいことである。

一方、デメリットはマイナス金利自体が継続されることである。一部には、今回、マイナス金利の深掘りがあるとの観測も出ていたが、それは思い止まった。まだ、マイナス金利自体を動かす余地を残していて、引続き金融機関には我慢比べを強いている。ここを撤回して、ゼロ金利に戻していれば、もっと好ましかったはずだ。そう考えると、10 年金利のターゲットが０%ではなくて、僅かなプラス金利でも良かったという考え方もできる。

そもそも金融仲介機能は、金融機関の収益に下押し圧力をかけると、機能低下を起こす。マイナス金利政策が導入された後、銀行貸出は不動産業・住宅ローン向けか、あるいは信用保証付きのものしか増えないと批判する人もいた。その背景には、銀行収益を圧迫すると、リスクテイクが今までよりも厳しくなるという理由があると考えられる。

２%を超えるまでに目標を格上げ

黒田総裁は、「総括的な検証」の中で、２%の物価目標が達成できていないことを総括の第一のポイントとした。

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。見通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。

そして、「時間がかかる」とコメントを加えたうえで、期待形成をより強化しようと考えた。それがＣＰＩを２％を超えるまでに格上げしたことである。従来は、平均的に２％になるとしていたから、ハードルは上がったことになる。筆者からすれば、飛び越えられないバーを、さらに上にもって行っても仕方がないと思うが、黒田総裁はそうではないらしい。

２％を実現できない理由について、原油安などによって足元の物価が下落し、「適合的な期待形成」が働いたと総括している。しかし、それでインフレ目標のバーを上に動かしたところで適合的な期待は変わりそうにない。インフレ予想の働く経路をもっと点検しないと、物価がコントロールできない「本当のところ」はわからないだろう。つまり、日銀の資産買入れは、今後とも、巨大な無駄玉を撃つリスクがある。

驚きのオペレーション

ややテクニカルな点であるが、イールドカーブ・コントロールを実施するためのオペは興味深い。固定金利オペを現在の１年から 10 年へと延長するのは大胆である。また、指値オペを使って、指定した金利に定まるまで国債を買うという手法も、どこまで有効なのかは、先行きがよく見えない。これらの点は、日銀にとってチャレンジだろう。

もっとも、そうしたオペの結果、貸出需要をどこまで刺激できるのはよくわからない。オペがテクニカルになる一方で、肝心の資金需要を掘り起こす影響力がどこまであるのかはもっと深掘りして欲しかった。

無制限緩和なのか

今後、２％を超えるまでマネタリーベースを増やそうとすると、長期国債以外に範囲を広げる必要に迫られる。おそらく、日銀は将来、それを行っていくのだろう。黒田総裁も、今まで金融政策に限界はないと言ってきたので、その主張が現実化していく予想が成り立つ。

筆者などは、２％超の物価上昇は無理だと考えているので、こんな方針を打ち出せば、マネタリーベースの増加は無限大になりかねないと考える。従って、多くの人々も同様に日銀の買入れが極端に大きくなると予想することは間違いあるまい。ここで思い出すのは、米経済学者ポール・クルーグマンの無制限緩和の考え方である。無論、物価上昇が可能になるまで無制限に資産買入れを行うのだから、いずれ物価上昇は実現できるのだろうというのは、机上で成り立つ議論である。まさか、それを現実に行うと表明するとは思わなかったというのが筆者の率直な印象である。きっと、黒田総裁の方針は、思い切った姿勢を強くアピールするためにブラフをかけているのだろうという読み筋である。

出口論なき総括

黒田総裁の任期は 2018 年４月まで、あと１年半を残すのみである。筆者は、黒田総裁は自身の責任を考えたうえで、何らかの出口論のヒントを示すのではないかと期待していた。しかし、それは示されなかった。逆に、「時間がかかる」と言って、長期戦、持久戦の覚悟をみせている。

その点、筆者には、黒田総裁は出口論まで展望して議論をリードする余裕がかなったと考えている。むしろ、出口よりは、マネタリーベース残高が無制限に拡大するような「深み」にはまってしまうリスクに踏み込んだというのが実情だろう。

ただし、量的ターゲットを金利ターゲットに切り替えたことで、自動的に無制限の買入れに向かう訳ではない。そうした量的拡大の今後がどうなるのかは、率直に言って、様子を見てみないとわからない黒田総裁にはこれ以上舵を切り間違えないでもらいたい。

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。見通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。