

出口が見えない日銀の金融政策

【ポイント】

1. 日銀は7月の展望レポートにおいて物価安定の目標の達成時期を「2019年度頃」とし、異次元緩和開始以来、6度目の先送りを行った。
2. 金融緩和が長期化するほど、出口戦略のいっそうの困難化、金融仲介機能の低下といったリスクは膨む。
3. 物価安定の目標の位置づけを柔軟化し、金融政策の継続条件との関連性を弱めていくべきと考える。
4. 将来の出口戦略における負の影響を最小限にとどめ、日銀あるいは通貨の信認を維持し続けるために徹底した情報開示と市場参加者・国民との対話が必要である。

欧米諸国の金融政策が転機を迎えている。今秋にも米国ではFRB（米連邦準備制度理事会）が過去の量的緩和政策によって膨らんだバランスシートの縮小に着手し、ユーロ圏ではECB（欧州中央銀行）が資産買入額の縮小を議論しようかという段階にある。また、7月にカナダ中銀が7年ぶりに利上げを実施するなど、金融政策の正常化に向けた動きがみられる。これに対し、日本では金融政策は全く出口が見えない状況である。本稿では、物価の情勢を振り返りつつ、日銀の金融政策について考えたい。

1. 日銀は6度目の目標達成時期先送り

7月20日に公表された日銀の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、成長率見通しが上方修正された一方、物価見通しが下方修正された。景気判断については「緩やかに拡大している」として従来の「緩やかな拡大に転じつつある」から一歩進め、先行きについても企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するとの見方を示し、2017年度から2019年度にかけての実質GDP成長率の見通しを+1.8%、+1.4%、+0.7%へと上方修正した（図表1）。少なくとも2018年度までは、ゼロ%台後半と日銀が推計する潜在成長率を上回って推移するとの見通しである。これに対し、物価見通しについては、2017年度から2019年度にかけて+1.1%、+1.5%、+1.8%へと下方修正し、物価目標の達成時期を1年後倒しし「2019年度頃」とした。2013年4月に異次元緩和を開始して以降の日銀の政策委員の大勢見通し（中央値）をみると、年月を重ねるごとに物価見通しは下方修正が繰り返される結果となっている（図表2）。物価目標達成時期

図表1. 日銀政策委員の見通し

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
			消費税率引上げの 影響を除くケース
2017年度	+1.5~+1.8 <+1.8>	+0.5~+1.3 <+1.1>	
4月時点	+1.4~+1.6 <+1.6>	+0.6~+1.6 <+1.4>	
2018年度	+1.1~+1.5 <+1.4>	+0.8~+1.6 <+1.5>	
4月時点	+1.1~+1.3 <+1.3>	+0.8~+1.9 <+1.7>	
2019年度	+0.7~+0.8 <+0.7>	+1.4~+2.5 <+2.3>	+0.9~+2.0 <+1.8>
4月時点	+0.6~+0.7 <+0.7>	+1.4~+2.5 <+2.4>	+0.9~+2.0 <+1.9>

(資料) 日銀「展望レポート」より富国生命作成
(備考) <>内は政策委員見通しの中央値

の先送りは今回で 6 度目であり、しかも、その 2019 年度の物価見通しについてのリスク評価については、政策委員の 9 人中 8 人が下方リスクの方が高いと評価している状況である。このように、異次元緩和開始から 4 年余りが経過した現在においても、物価目標の達成は見通せる状況にない。

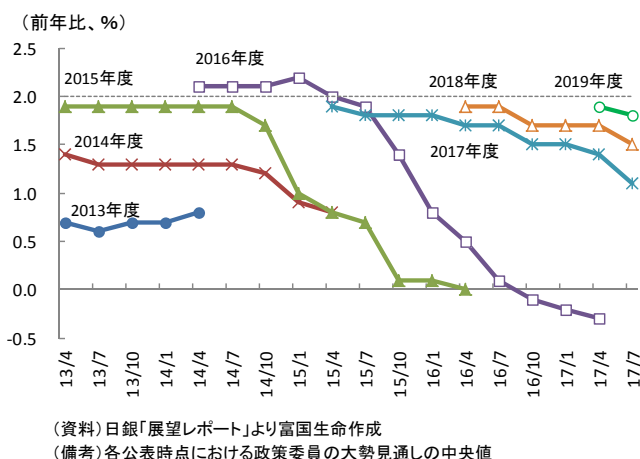
2. 根強いデフレマインド

人手不足の深刻化、あるいは需給ギャップが改善するなかでも、賃金・物価が想定されたほど高まらないことがある種の謎となっている。足元 6 月の失業率は 2.8% とほぼ完全雇用とされる状態にあり、需給ギャップについても日銀の推計によればプラス圏まで浮上している (図表 3)。こうした状況下、本来であれば、賃金・物価の上昇率が加速してもおかしくないものの、6 月の生鮮食品を除く総合で前年比 +0.4%、日銀が重視している生鮮食品及びエネルギーを除く総合では同 0.0%にとどまっており、インフレ率に上昇加速の兆しはみられない (図表 4)。

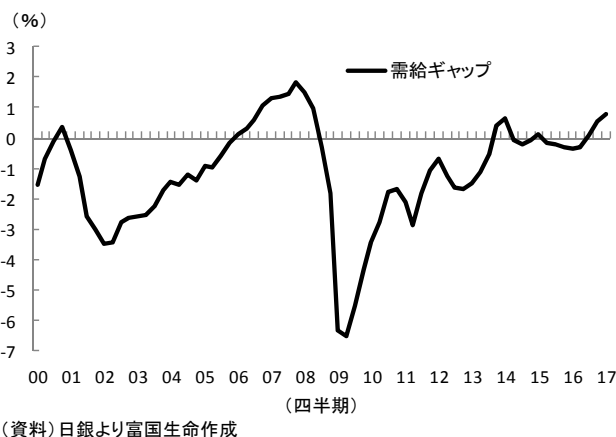
展望レポートでは、携帯電話通信料の値下げなどの一時的な要因の影響だけでなく、「賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っている」こと、すなわち根強いデフレマインドが、インフレ率の上昇を抑制していると指摘している。企業は人手不足に見合った賃金上昇はパート労働者などにとどめ、省力化投資の実施やビジネス・プロセスの見直しで賃金コストの上昇を吸収しようとする傾向がみられるという。先行きについて日銀は、需給ギャップの引締まりが続けば、こうした対応もやがて維持できなくなり、賃金上昇を起点とするインフレ率加速に繋がるとの見方を示している。

しかし、こうした企業・家計のデフレマインドは長い年月をかけて形成されてきたものであり、すぐに転換されるものでもないだろう。デフレマインドは適的な期待形成、すなわちバックワードな要因によるものと考えられるが、足元でも伸び悩む物価情勢を踏まえれば、たった 2、3 年で大きく変わり得るものとも思えない。また、デフレマインドが

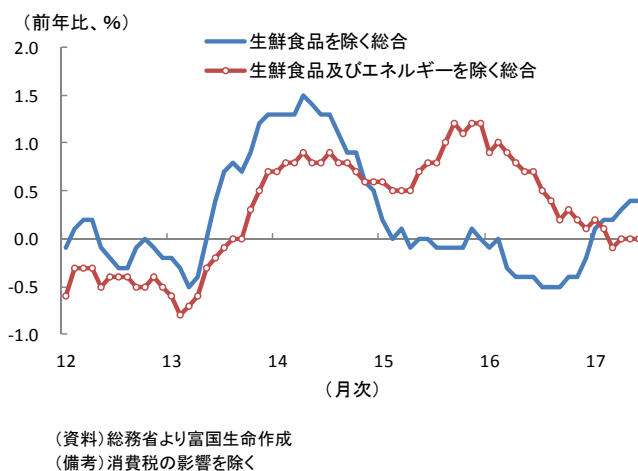
図表 2. 日銀政策委員の物価見通しの変化



図表 3. 需給ギャップの推移 (日銀推計)

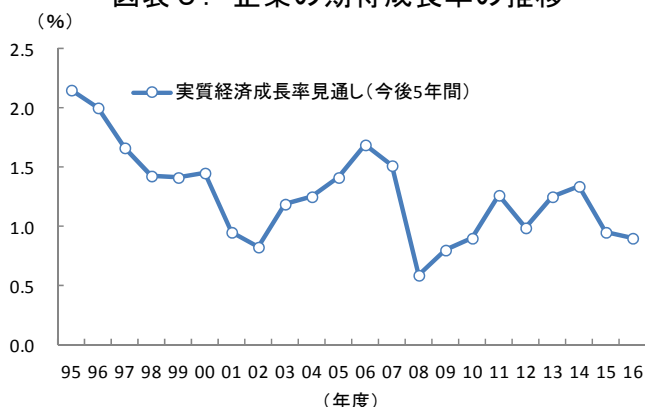


図表 4. 消費者物価上昇率の推移



中長期的な成長期待が低いというフワードルッキングな要因による可能性も否定できない。企業の期待成長率をみると異次元緩和開始以降、全く高まる兆しがない（図表 5）。人口減少社会にあるわが国においては、国内需要の拡大は見込みにくく、企業が先行きの成長に自信を持ってないことが、積極的な価格引上げ、あるいは賃上げスタンスを抑制する要因の一つになっていると考えられる。強まる人手不足感を背景に供給制約を企業が強く意識し、先行きの成長期待がさらに低下する恐れもあろう。いずれにしても、こうした状況のもと、今後需給ギャップが改善していくなかでも、企業・家計に染みついたデフレインドが早期に払拭され、賃金・物価上昇率が本格的に高まっていくことは想定しにくい。

図表 5. 企業の期待成長率の推移



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より富国生命作成

3. 金融緩和の長期化により膨らむリスク

労働市場はほぼ完全雇用を達成し、需給ギャップも明確にプラスの状況となるなか、さらに需給の逼迫を促すような政策は妥当なのだろうか。高すぎる物価目標を追い続け、日銀の金融緩和政策が長期化すればするほど、リスクは膨らんでいく。まず挙げられるのは、国債買入れなどによる日銀の資産膨張である。日銀の国債保有残高は、6月末には427兆円、うち長期国債は393兆円と国債発行残高の45%に達している。対GDP比率でも、日銀の国債保有残高が100%を超えるのも時間の問題である。こうした資産の膨張は日銀が出口に向かう際のリスクを高める。出口局面では、金融機関が日銀に預ける当座預金に対する付利金利を引き上げていくものとみられるが、日銀が大量に保有する国債利回りは低く、金融機関への支払金利が国債利回り収入を上回ることが想定される。また、年間6兆円もの買入を続けるETF等で市場変動にともなう減損発生といったリスクもある。金融緩和政策の長期化によってバランスシートの拡大が続けば出口戦略の困難さがいっそう増すとともに、日銀財務の悪化度合いも大きくなり、通貨に対する信認の毀損や、国庫納付金の減少を通じた政府財政収支への負の影響も懸念される場所である。もう1つのリスクとしては、低金利環境が継続すれば、銀行などの金融機関の収益がさらに圧迫されていくことが挙げられる。超低金利が続けば、過去の比較的高金利の貸出あるいは債券が期限を迎えて超低金利の貸出あるいは債券に置き換わっていく。この低金利環境がさらに長期にわたれば期間の経過とともにその影響は蓄積し、銀行などの金融機関の収益悪化、金融仲介機能の低下を通じて経済に悪影響をもたらすリスクも高まっていく。

4. 出口戦略の入口に向けて

日銀は金融政策運営について、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続し、また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する、としている。また、物価安定の目標を2%とする意義について日銀は、①消費者物価指数の上方バイアス、②景気悪化局面における

金融政策の対応力維持のためある程度の物価上昇率を確保しておいた方が良く、③多くの中央銀行が2%の物価目標とする政策運営を行っているため長期的に為替レートの安定に寄与すること、の3点を挙げている。

しかし、現実離れた目標を追い続け、金融緩和を長期にわたって継続することは、前述のとおり、日銀の資産膨張にともなう出口戦略のいっそうの困難化、金融仲介機能の低下といったリスクを増大させる。高すぎる目標を日銀は軌道修正すべきなのではないだろうか。日銀は2015年4月から目標達成時期を明示し、その先送りを繰り返してきた(図表6)。強いコミットメントで期待に働きかける意図もあるかもしれないが、繰り返される先送りが逆に期待を萎ませているようにも思われる。一方で、2%という物価目標の水準については主要先進国におけるグローバルスタンダードとなっており、物価目標の水準を引き下げた途端、金融市場において円高が急速に進行する恐れもあるため、一度掲げた目標水準を単純に引き下げることは難しい面もある。できるだけ早期に達成するという方針は維持しつつも、2%の達成は中長期的な目標として位置づけ(目標達成時期の具体的な提示をとりやめ)、物価安定の目標と金融緩和の継続条件の関係性を弱めていくべきと考える。

また、日銀は来るべき金融緩和政策の出口を前に、十分な信認を確保しておくことも重要な課題である。米国では、FRBは量的緩和を続けるなか、将来の利上げ局面におけるFRBの財務への影響について2012年12月のFOMCで議論し、2013年1月にFRBスタッフによるディスカッション・ペーパーの形でシミュレーションを公表した。また、FOMCメンバーが予測する将来の政策金利見通しを公表しどのようなペースで利上げが進んで行くのか、バランスシートの縮小についてもどの程度のペースで行うのかを情報発信するなど、市場との積極的な対話に努めている。一方、日銀においては、2%の物価目標に遠い現状では、出口戦略を示すのは時期尚早として公表していない。しかし、公表されないことで却って市場参加者は疑心暗鬼になり、日銀の信認も低下することになる。市場参加者からの信認が不十分なまま出口へ向かえば、国債市場が必要以上に動揺し、乱高下するリスクも高まる。FRBよりもはるかに大きく膨らんだバランスシート規模を持つ日銀の出口戦略は困難を極めることは想像に難くない。負の影響を最小限にとどめ、日銀あるいは円という通貨の信認を維持し続けるために、生じうる国民負担についての理解を予め得ておくことが不可欠である。日銀は出口戦略に関する議論を早期に開始し、徹底した情報開示と市場参加者・国民との対話を通じて、信認を確保しておくことが必要である。

日銀の金融政策の理念は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」とされている。物価安定の目標を2%と定めるが、物価の安定はあくまで手段であり、それが最終目的という訳ではない。物価安定の目標の達成に拘るあまり、国民経済の健全な発展が阻害されるようなことはあってはならない。

(財務企画部 大野 俊明)

図表6. 物価目標達成時期の見通し

	目標達成時期の見通し	
2013年 4月	2年程度で	
2015年	4月	2016年度前半頃
	10月	2016年度後半頃
2016年	1月	2017年度前半頃
	4月	2017年度中
	10月	2018年度頃
2017年 7月	2019年度頃	

(資料)日銀「展望レポート」より富国生命作成