

# 超金融緩和の「出口」に向けた課題

東京財団政策研究所Webinar

日本銀行による金融正常化はいつ実施されるのか：時期と課題

——2024年3月14日——

東京財団政策研究所主席研究員

早川英男

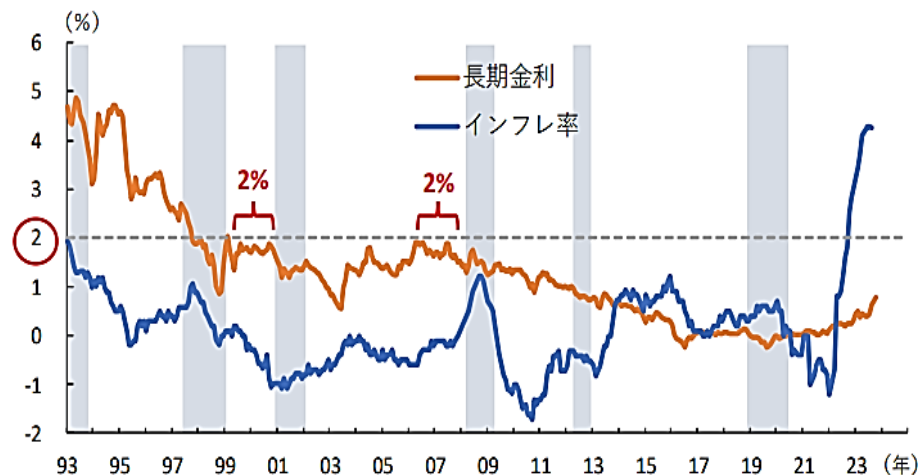
# 「異次元緩和」の成果と限界(1)

- 黒田日銀は2013年4月に、2年程度で2%インフレを達成するとして、大胆な金融緩和を始めた。円安、株高が実現し、「デフレでない状態」には至ったが、成長率は高まらず2%インフレも実現しなかった。
- 14年春には景気回復や円安を背景に企業収益は大幅に改善し、インフレ率も1.5%まで高まった。しかし、賃金は殆ど上昇しなかったため、好循環には至らなかった。
- 結局、16年秋に金融緩和の「総括的検証」を経て、長短金利操作(YCC)という持久戦体制に移行。
- YCCの下では、長期金利に上昇圧力が加わらない限り、長期国債の大量買い入れは不必要となり、金融緩和の持続性は格段に高まる。また、この体制では、2%の早期達成より「異次元緩和」の副作用軽減が強く意識されていた(強気の発言と慎重な行動のダブル・スタンダード)。
- しかし、YCCが維持できたのは日本以外の先進国も低成長、低インフレ、低金利というJapanificationに陥っていたためだった。



出所) 第一生命経済研究所:「Market Side Mirror」(23年11月14日)

図表1 日本の長期金利とインフレ率の推移



(注) 1. シャドー部は景気後退期

2. インフレ率は消費者物価指数(生鮮食品及びエネルギーを除く総合、消費税調整済み)の前年比変動率、長期金利は新発10年国債利回り(月中平均、直近は23年10月2~16日平均)

出所) みずほリサーチ「日本経済『金利2%時代』を振り返る」(23年10月)

# 「異次元緩和」の成果と限界(2)

• 一昨年になって世界インフレを背景に海外中銀が急激な利上げを始めると、YCCの弱点が一気に露呈することとなった。

1 海外との金利差が拡大すると、急激な円安が発生した。

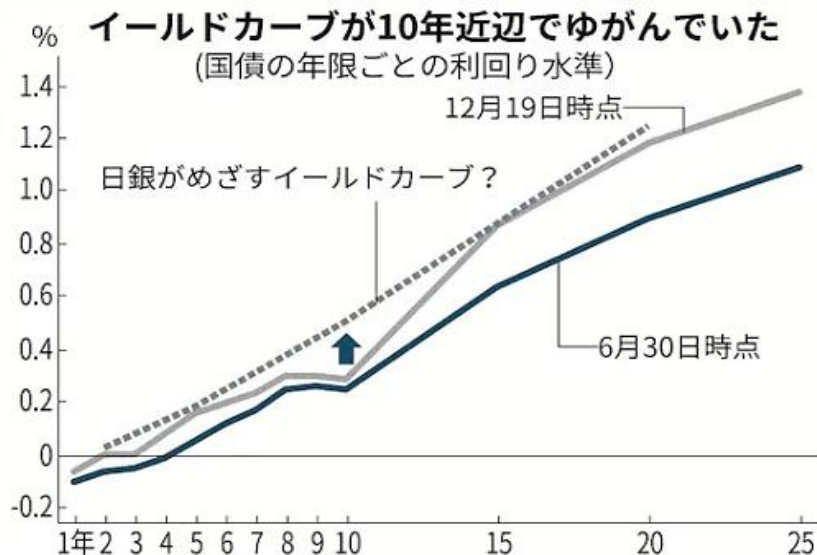
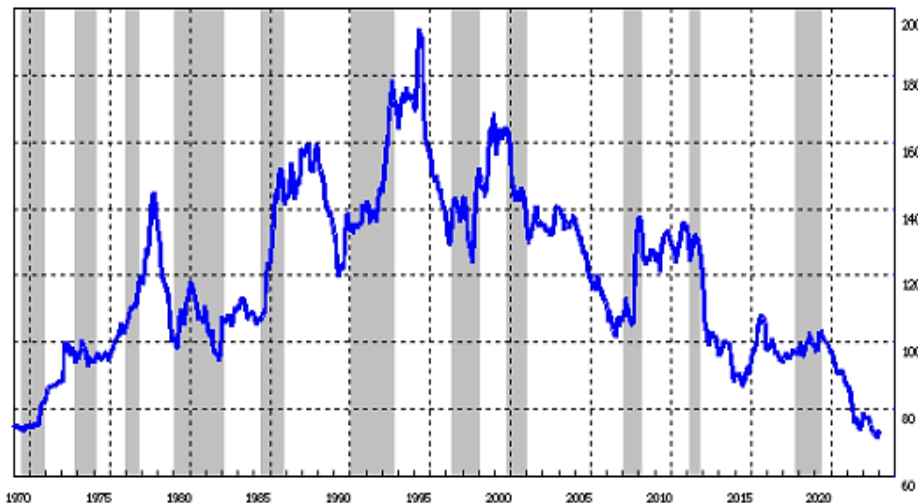
➢ 通常は海外金利が上昇すると長期金利が上昇して、そのショックを一部吸収するが、YCCでは長期金利が固定されているため円安が増幅される。物価高の下で円安は「悪い円安」と捉えられた。

2. 日本でも長期金利の上昇予想が高まり、投機的に長期国債が売られたため、イールドカーブに大きな歪みが生じた。

➢ 長期金利の上昇を抑えるため、日銀は「指し値オペ」を導入、巨額の国債購入を強いられることとなった。

• 結局、日銀はこうした副作用に耐え切れず一昨年12月にYCCの変動幅を0.25%から0.5%に拡大した(YCCの「終わりの始まり」)。

実質実効為替レート指数 (2010年=100)



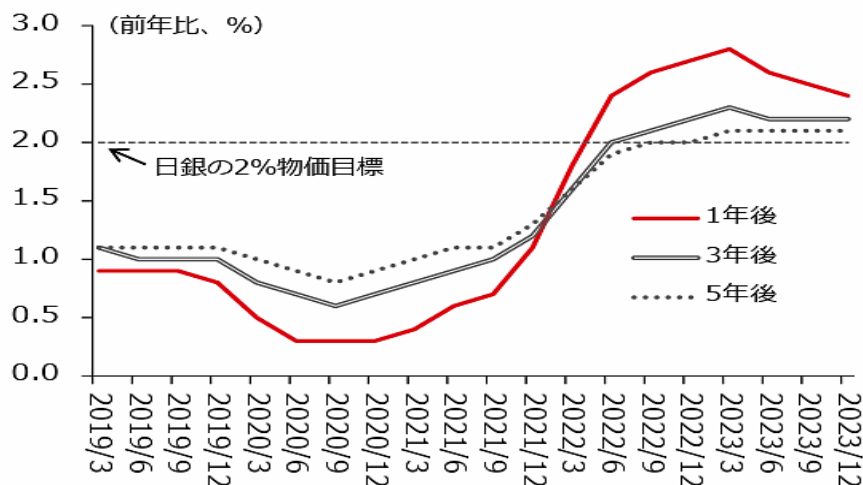
# 植田日銀の金融政策

- 植田和男総裁の審議委員時代の最大の貢献は、世界に先駆けてフォワード・ガイダンス(FG)を発案したことにある。
  - 1999年にゼロ金利政策を導入した時、日銀は「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」ゼロ金利を続けると約束した。こうした将来の政策に関する約束を当時は「時間軸政策」と呼んだが、現在ではFGという世界標準の金融政策となっている。この政策を主導したのが当時の植田委員。
  - 翌年のゼロ金利解除に反対票を投じたため、植田総裁はハト派とみなされることもあったが、これもFG重視の故。植田氏の眼には当時の経済情勢はデフレ懸念が払拭される状況にないと映っており、いったん約束を破るとFGは将来も信用されないと懸念したのだろう。
- FG重視が意味するもの：黒田氏のサプライズ重視とは正反対
  1. 量的緩和の効果には懐疑的：量的緩和が有効なら、ゼロ金利でも量を増やせば済む(FGは不要)。Krugman提案＝量的緩和と考えていなかった。
  2. YCCIには不信感：FGに基づく政策を行なう時、市場が中央銀行の約束をどれだけ信じているかが重要。そのための最大の情報源であるイールドカーブを自ら管理してしまうのは極めて不適切。
- 結局、植田新総裁が目指す金融政策は、超低金利と強力なFGの組み合わせという正統的なものとなる可能性が高い。ただし、植田氏は極めて慎重な性格であり、政策委員間のコンセンサスも重視するため、政策の正常化は時間を掛けて慎重に進める可能性が高い。
  - 植田総裁は最初の金融政策決定会合で1～1年半を掛けて過去25年間の金融政策のレビューを行なうことを決めた。

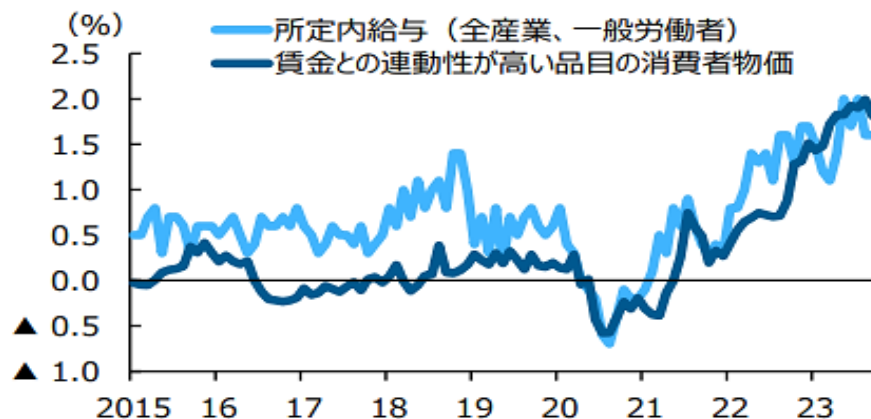
# 昨年7月のYCC修正とその後

- 日銀は市場の予想に反して昨年7月の金融政策決定会合でYCCの修正（長期金利の上限0.5%→1.0%）を決定した。これは物価見通しの上振れを意識したもの。
- 昨年春頃まで日銀は物価高を「輸入インフレに伴う一時的なもの」と見做してきたが、7月にはインフレがより持続的と考え直した（23年度見通し+1.8%→+2.5%）。
- 物価がさらに上振れると長期国債が売られるリスクを考慮し、YCCを早めに修正（YCCはFGが効かない）。
- 日銀は10月にも、長期金利が1.0%を上回ることを容認する再修正を決定（1.0%は上限から目途へ）。
- 長期金利の変動幅に明確なレンジを設けるという意味でのYCCは形骸化。「過度な変動には介入する」という為替介入に近づいている。
- このようにYCCについては市場の予想に先回りする形で柔軟化を進めている一方、マイナス金利の廃止を含めた金融政策の大枠転換には慎重だった。

## ▽企業の物価見通し



## 賃金と消費者物価（前年比）



# 2%物価が実現しつつある理由

## 1. 世界インフレの進行

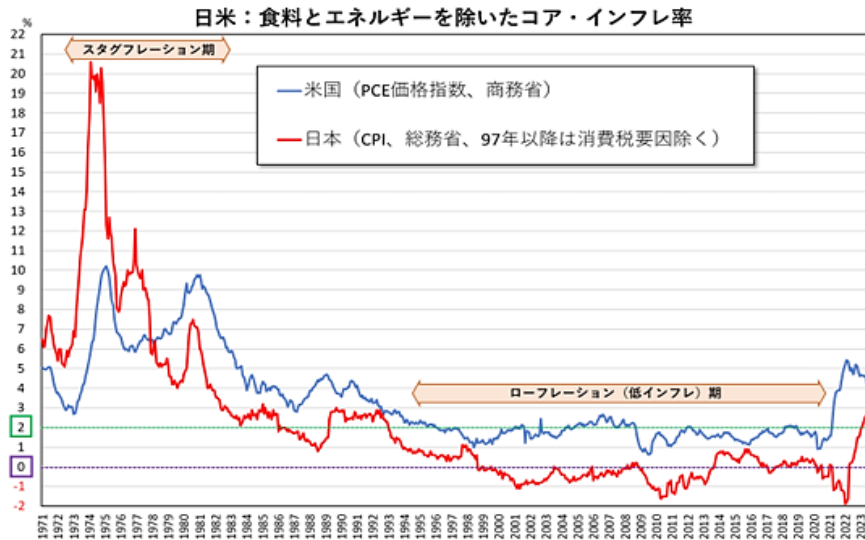
- 1980年代から日本のインフレ率は欧米に比べ2~3%低かった。日本がデフレに陥った後も両者の乖離が拡大した訳ではない。欧米のインフレ目標政策でインフレ率が2%程度になると、並行して日本はゼロ・インフレないしデフレになった。
- コロナ後の世界インフレで欧米のインフレ率が2桁近くなると、日本のインフレ率も上昇。

## 2. 人手不足の深刻化

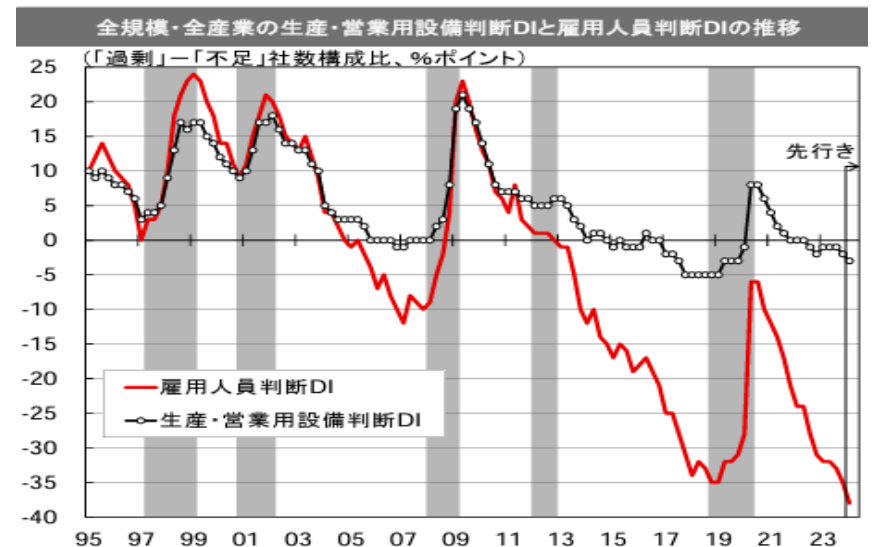
- 「ルイスの転換点」を超えた日本では人手不足が深刻化し、賃上げ機運が高まっている。

## 3. コロナからの経済正常化と過剰貯蓄の蓄積

- 賃金上昇に先立って物価が上がると、個人消費が圧迫され、企業も値上げに慎重になる。リーマン・ショック直前の08年夏には、インフレ率が2%台半ばに達したにもかかわらず、日銀は利上げをストップした。
- 今回はコロナからの経済正常化と過剰貯蓄に支えられて、実質賃金低下の割に個人消費が大きく落ち込むことはなかった。



出所) 加藤出「かんぽフォーラム講演資料」(23年11月)

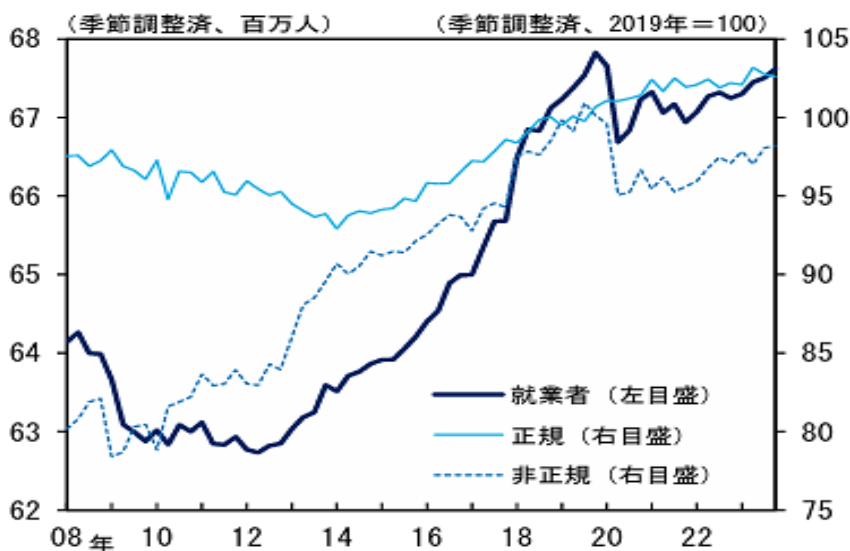


出所) 三菱UFJ銀行「日銀短観(2023年12月調査)」

# 今春にもマイナス金利を解除

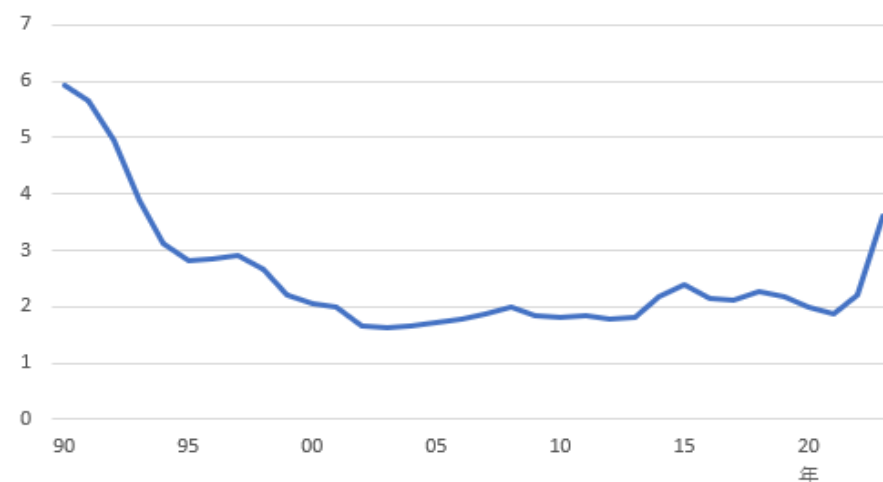
- 20か月以上のコアCPI2%超にもかかわらず、日銀はマイナス金利を維持。賃金上昇を待つ姿勢だった。
  - その賃金についても、春闘賃上げ率は昨年の3.6%を上回り、今年は4%台の見通しとなった。フワード・ルッキングな金融政策なら既にマイナス金利を解除していてもおかしくないが、日銀は意図的なbehind the curve戦略（過去の「失敗」からの反省）。
- 春闘の結果を待って今春にもマイナス金利を解除の方向（1月時点のFGはまだ金融緩和方向だったから、3月にFGを修正した後、4月にマイナス金利解除が自然か）。
- 現状を意図的なbehind the curveと捉えるなら、マイナス金利解除後は連続的な利上げもあり得る（自然利子率が小幅のマイナスでも、中立金利は1%台後半）。
  - ただし、まずは実質賃金のプラス転化を目指しつつ、様子を見ながら利上げか。

図表22：就業者数



出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望 (2024年1月)」

春闘賃上げ率 (%)



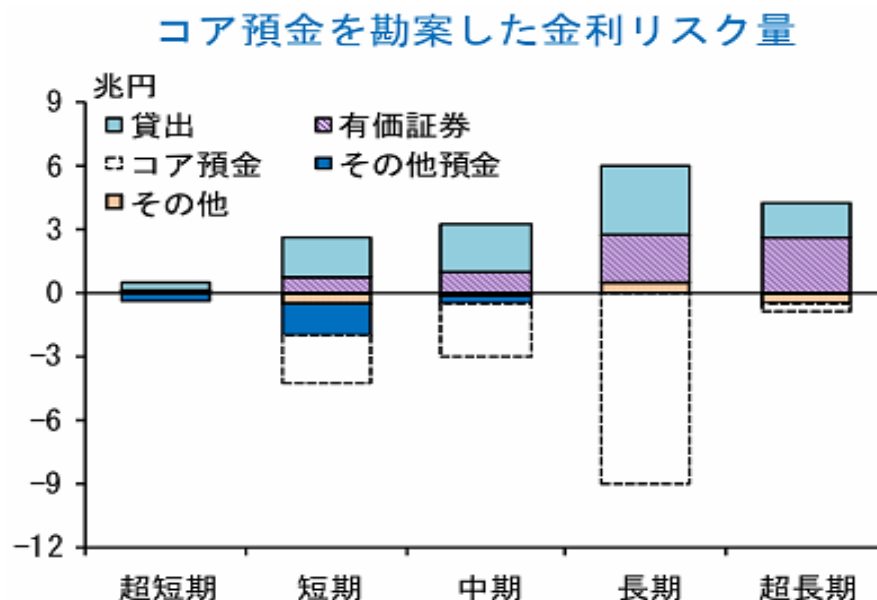
資料) 厚生労働省「民間主要企業の春季賃上げ要求・妥結状況」 7

# 利上げの影響(1): 企業・金融機関

- 金利上昇によって企業の金利負担は増えるが、日本企業の自己資本比率は趨勢的に上昇しており、マクロ的なリスクは小さい。
- 懸念材料はコロナ期のゼロゼロ融資が返済期を迎えていることで、実際に最近の倒産件数は増加。しかし、倒産の絶対数が多い訳ではなく、マクロ的に企業金融が逼迫するような事態は想定し難い。
- 金融機関にとっては、金利上昇は収益改善要因。
- 直面する資金需要の弱い中小金融機関には超長期債などに過大な投資を行って含み損を抱える先も少なくない。ただ、米国のSVBなどと違って日本の金融機関の預金は粘着性が高いため、資金調達のための長期債売却で損失の顕在化を強いられる心配は少ない。



出所) 東京商工リサーチ、TSR データインサイト (23年 12月 31日)



出所) 日本銀行「金融システムレポート: 概要」(2023年 10月) <sup>8</sup>



# 利上げの影響(2)：日銀財務

- 長期にわたってYCCを続けてきた結果、日銀が保有する国債の利回りはほぼゼロに低下。利上げのため準備預金への付利を引き上げれば、日銀は赤字、債務超過に陥る(日銀は国債の含み損を計上する必要はない)。
- 山本謙三氏(金融経済イニシアティブ代表、元日銀理事)の最新の試算によれば付利を2%まで上げると、最大20兆円超の債務超過になる。事の是非は別にして、ETFの含み益が債務超過を抑制している。
- 日銀が債務超過になっても、金融政策の遂行に支障が出るとは限らない。実際、FRBは既に債務超過になっているが、金融引き締めを継続している。
- もちろん、全ては市場がどう受け止めるか次第。親会社である日本政府を含めて円への信認が失われれば、円安→インフレ率上昇→金利上昇→日銀財務のさらなる悪化という形の悪循環が発生し得る。

## (参考3)長短金利上昇の日銀試算への影響(2023年9月末基準)

仮定1：長短金利以外は変動しないものと仮定。ETFの含み益不変。同分配金は23年度上期をベースとした年間推定額が不変。

仮定2：長短金利の上昇は、試算簡単化のため、いっときに上昇したあと、その水準が続くものと仮定。

仮定3：当座預金残高は9年かけて平時の水準(30兆円程度)に戻ることを仮定。国債残高もこれに応じて9年かけて450兆円程度の圧縮を仮定。

### バランスシートの資産超過・負債(債務)超過

	現状	当座付利金利1%の上昇	当座付利金利2%の上昇
法定準備金・資本金+債券取引損失引当金	役10兆円の資産超過(含む債券取引損失引当金)	3兆円程度の資産超過 [ボトム時]	23兆円程度の債務超過 [ボトム時]

# 利上げの影響(3): 財政

- 2%インフレが実現し、利上げが行われれば当然利払い費は増える。それでも $g > r$ ならば、国債残高/名目GDP (D/Y) 比率は低下し得る。
  - 実際、足もとでは名目成長率が急上昇する一方、利上げはまだ始まっていない状況の下、D/Yは低下。
- しかし、 $g > r$ が続く保証はない。Blanchardは $g > r$ の可能性が高いと主張するが、これは基軸通貨ドルの「大いなる特権」に支えられたもの。
  - 中長期財政試算の成長実現ケースでD/Yが大きく低下するのは、 $g$ が $r$ を大幅に上回り続けるため、物価が上がっても日銀が長期金利上昇を抑制できると期待しているように見える。しかし、こうした状態では円安が進んで $r$ に上昇圧力が加わるのが黒田日銀末期の経験。
- さらに、D/Yが250%を超え、毎年巨額の借り換えが必要な日本では、市場が財政健全化に疑念を抱けば、ロールオーバーに困難を来す恐れ(英国トラス政権の経験)。

