

緩和長期化に踏み込む日銀 物価目標達成への道筋は依然不透明

市場調査部上席主任研究員

野口雄裕

03-3591-1249

takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

- 日銀は9月の金融政策決定会合（9/20・21）で、政策効果の総括的検証を行うとともに、政策目標の重点をこれまでのマネタリーベースの拡大から10年国債利回りなどの金利水準に変更した
- 国債買入れ額は現状程度の買入れペースをめどとするとしているが、国債利回りの水準をターゲットとすることで今後の買入れ減額が可能となる。政策の持続性を高める効果が期待できる
- 適格的要素が強いインフレ期待の引き上げが物価目標達成に向けた最大の課題だ。日銀はフォワードガイダンスを強化したが、物価目標達成への道筋が依然不透明な状況は変わらない

1. 日銀は「量」から「金利」に政策の重点をシフト

日銀は9月の金融政策決定会合（9/20・21）で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。マネタリーベースの拡大方針は維持しているが、これまでの「量」の拡大から「金利」目標に政策の重点を変更する内容となった。

金融市場調節方針として、長短金利の目標水準が示された（イールドカーブ・コントロール（図表1））。具体的には短期金利について日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用するとともに、長期金利については10年国債利回りが概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れが行われる。買入れる国債については幅広い銘柄としつつも、7～12年程度としていた平均残存期間の定めは廃止された。

図表1 イールドカーブ・コントロール

施策	内容	賛否
金融市場調節方針	<ul style="list-style-type: none"> ・短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用 ・長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入れ対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する 	賛成7 反対2
長短金利操作のための新型オペレーションの導入	<ul style="list-style-type: none"> ・日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ） ・固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長（現在は1年） 	賛成8 反対1

（資料）日本銀行等より、みずほ総合研究所作成

日銀はイールドカーブ・コントロールを行うため、新型オペレーションの導入を決定した。イールドカーブの水準が現状程度の水準から大きく変動することを防止するため、金利が上昇した際に日銀が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）が行われる。また固定金利の資金供給オペを行う期間を現状の1年から10年に延長することとした。

長期金利水準を目標とする金融政策の事例は戦時中の米国に見られる。米国では国債保有の主体が国内銀行であった中、国債発行増による急速な金利上昇に伴う金融機関への影響を回避するため、長期金利を2%程度の水準で固定化する「釘付け（ペギング）」が実施された。日銀が導入したイールドカーブ・コントロールは金利を固定するものではなく、景気回復などに伴い金利水準を今後引き上げていく可能性がある。日本国債の利回りは米国債利回りなど海外金利との相関が高い。海外金利の変動などに日銀がどのように対応していくのか注目される。市場とのコミュニケーションを図るうえで、政策委員が想定する国債利回りの見通しなどを示していくことも必要と考えられる。

2. 緩和長期化に踏み込む。今後の国債買入れ動向に注目

政策のフレームワークを「量」から「金利」にシフトすることにより、国債買入れ額を柔軟化することが可能となった。金融緩和の持続性を高める効果が期待できる。

今般の政策変更により、今後は10年国債利回りの目標水準が達成できれば、現状の国債買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）を維持する必要はなくなる。市場では現状ペースでの国債買入れが早晚困難になるとの見方が強まっていたが、今回の政策枠組みの見直しはこうした懸念に対応するものとなった。「量」を重視する一部政策委員の存在から「金利」への政策シフトのハードルは高いと考えていたが、マネタリーベースを増加するとの方針を維持したことでクリアしたと考えられる。黒田総裁は国債買入れが限界に近づいているとの見方を否定しているが（図表2）、プレスリリースにおいては、予想物価上昇率引き上げの不確実性から、「持続性があり、状況に応じて柔軟に対応できるスキームが必要」との見方が示されている。

図表2 黒田総裁会見要旨（2016年9月21日）

<p>政策枠組みの変更について</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・「量」重視の政策に手詰まり感があつたわけではない。長期金利を短期金利と同様に完全にコントロールできるとは思わないが、イールドカーブ・コントロールは十分にできる。 ・経済の成長を促すもっとも適切なイールドカーブ実現のために必要な国債買入れ額は経済や金融市場の状況で変わる。イールドカーブが最も適切な形になるよう残存期間の制約もとって柔軟に幅広く国債を買い入れることが重要。
<p>国債買入れについて</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・国債買入れ額が増減することはあり得る。もっとも次回までの金融調節方針は10年国債利回りが現状程度、国債買入れ額も80兆円をそのままめどとしている。 ・国債買入れペースが減るとしても、緩和縮小ではない。消費者物価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を拡大する方針を継続する

（資料）日本銀行等より、みずほ総合研究所作成

また、金融機関収益への影響などを見極めながらイールドカーブをコントロールできれば、政策の持続性のみならず政策効果を高めることにもつながる。総括的検証ではイールドカーブが低い水準でフラット化することが、金融機関収益にマイナスの影響をもたらすことが示された（図表3）。マイナス金利導入後のイールドカーブは超長期債利回りが大きく低下し、フラット化している（図表4）。イールドカーブの各年限の動きが需給ギャップに与える影響も分析されており、短中期ゾーンの金利低下による金融緩和効果が大きいとの分析結果が示されている。黒田総裁は、「経済の成長を促すもっとも適切なイールドカーブ実現のために必要な国債買入れ額は経済や金融市場の状況で変わる。イールドカーブが最も適切な形になるよう柔軟に幅広く国債を買い入れていくことが重要」と発言している。

ただし、イールドカーブの形状を維持するため国債買入れ額を減額すれば、市場がテーパリングと判断する可能性がある。今次会合では現状のイールドカーブを維持し、国債買入れについても年間80兆円増額するペースで買い入れる方針は変えていない。しかしながら、みずほ総合研究所では2018年にも国債買入れが困難になると予想しており、今後、買入れペースを減額する必要性が高まると考えている。日銀のコミュニケーション力が問われることとなろう。

3. 物価目標達成への道筋は依然不透明

日銀は、インフレ期待を引き上げるためフォワードガイダンスを強化した。しかしながら、適合的要素が強いインフレ期待を引き上げられるかは明確ではない。物価目標達成への道筋が不透明な状況に変化はない。

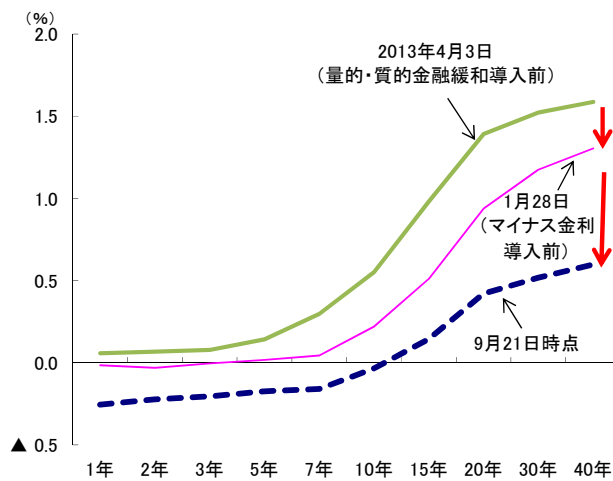
9月会合では、「オーバーシュート型コミットメント」としてフォワードガイダンスを強化することが決定された。これまでは金融緩和を「2%の物価目標を安定的に持続するために必要な時点まで」継続するとしていたが、新たなフォワードガイダンスでは、マネタリーベースの残高拡大を、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで」とし、実績値を確認するまで金融緩和を続けるとの文言に修正された。

図表3 総括的検証における分析

(1)「量的・質的金融緩和」のメカニズム	・「量的・質的金融緩和」により実質金利が低下。実質金利は自然利子率を十分下回り、金融環境は改善。
(2)2%の実現を阻害した要因	・①原油価格下落、②消費増税後の需要の弱さ、③新興国経済の減速等により、適合的要素が強い予想物価上昇率が弱含みに転じた
(3)予想物価上昇率の期待形成メカニズム	・マネタリーベースと予想物価上昇率は、短期的というよりも、長期的な関係を持つ。マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントが重要
(4)マイナス金利と国債買入れによるイールドカーブの押し下げ	・中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えるうえでマイナス金利と国債買入れとの組み合わせが有効
(5)イールドカーブ引き下げの効果と影響	・経済への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大 ・イールドカーブの過度な低下、フラット化は、金融機能の持続性への不安感を高め、マインド面を通じ経済活動に悪影響を及ぼす可能性

（資料）日本銀行等より、みずほ総合研究所作成

図表4 イールドカーブの変化



（資料）Bloombergよりみずほ総合研究所作成

これまでは物価目標2%に達していなくても達する見通しが高まれば金融緩和の縮小に動く可能性があったが、今般導入されたフォワードガイダンスでは、実績ベースで2%を確認できるまでマネタリーベースの拡大が続くことになる。日銀の狙いは、金融緩和を長期間続けるメッセージを出すことで、インフレ期待を引き上げる点にある。総括的検証では、マネタリーベース拡大のインフレ期待への影響が分析されており、マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントの重要性が指摘されている。

しかしながら、マイナス金利政策が長期化すれば、インフレ期待引き上げの効果が低下する可能性がある。黒田総裁は、「(マイナス金利政策の)金融機関体力への影響は累積的なものであることを踏まえ、政策の金融機関体力への影響は、その継続期間によっても異なり得る」と発言している。マイナス金利政策長期化により金融機能の持続性に対する不安感が高まれば、マインド面などを通じ経済活動に悪影響を及ぼすリスクが高まる可能性がある。マイナス金利から脱するためには、金融緩和に加え、政府の成長戦略などで自然利子率を引き上げる取り組みが必要となる。日銀はプレスリリースで、デフレからの脱却と持続的な成長の条件として「政府の財政運営、成長力強化の取り組み」を強調している。

日銀は次回の金融政策決定会合(10/31・11/1)で経済・物価情勢の展望(展望レポート)を発表する。2017年度中としている物価目標達成見通しが見直されるのか注目される。年末にかけては世界経済の不確実性を高める材料が多くなる。日銀は、経済・物価見通しのリスク要因として、①英国のEU離脱問題を巡る不透明感が国際金融資本市場や世界経済に及ぼす影響、②中国をはじめとする新興国や資源国に関する不透明感、③米国経済の動向やそのもとでの金融政策運営が国際金融資本市場に及ぼす影響、④金融セクターを含む欧州債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、⑤地政学的リスクを挙げている。リスク回避から円高が急速に進む場合は、マイナス金利幅拡大などの緩和策が行われる可能性も考えられる。日銀への追加緩和期待が高まり易い状況が続きそうだ。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。