

日銀は「点検」を経て何を行なうのか

～早まる金融政策正常化への足取り～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 日銀が新たな「点検」を実施との報道

12月の日銀金融政策決定会合において、日銀は、市場の意表をつく形で、10年国債利回りの変動許容幅を拡大した。黒田総裁自身、こうした変動は事実上の利上げに当たるとして、公の場で再三否定していただけに、小職にとっても青天の霹靂だった。さすがに先月動いたばかりで、2ヵ月連続で動く可能性は低いとみていたが、1月12日に、17、18日の決定会合で、大規模な金融緩和策の副作用を点検するとの報道が流れた。当レポート執筆時点で日銀からの正式発表はまだないが、事実であれば、同時になんらかの政策変更・修正が発表されることになるだろう。点検だけでは、余計な憶測が独り歩きして、金融市場が不安定化してしまう。2021年3月の点検の際も、同時に政策修正を発表した。先月、点検なしに変動許容幅の拡大を実施したということは、今月は、それ以上の変更や修正、追加対策が打ち出される可能性が高いということになる。

2. 利上げではないとの説明がつく必要

しかし、オペ等の技術的な対応はともかく、金融政策の運営方針そのものの変更となると、過大な期待は禁物である。現状では日銀と政府の政策協定（アコード）も、できるだけ早期に達成としている2%の物価目標も、依然有効であるためだ。物価目標が未達という前提に立つ限り、「金融政策は変更したが利上げではない」という説明がつかなければならない。

たとえば、すでに適用される金融機関が限定され、形骸化しつつあるとはいえ、マイナス金利の解除は明らかな利上げである。10年国債利回りの変動許容幅のさらなる拡大ですら苦しいが、±0.75%ならぎりぎり同じ説明が可能だろう。これは候補のひとつだが、変動許容幅の拡大だけなら「点検」を挟まなくてもできる。その場合、すでに形骸化している0%という目標水準を撤廃するのも許容範囲かもしれない。0%という数字がある限り、レンジは上下対称に拡大する必要があるが、現状でもすでに下限の▲0.5%は非現実的な水準になっている。目標水準がなければ、今後は上下非対称なレンジ変更が可能になるという点で、自由度が増す。

他には、これまでもたびたび市場で候補に挙げられていた、金利の操作目標を10年国債から5年国債に変える手法も考えられる。すでに、2016年の総括検証で、より短いゾーンの金利低下の方が緩和効果が大きいといった分析を実施済みなので、利上げではないとの説明はつけやすい。残存期間5年前後でイールドカーブがいびつになっては同じことの繰り返しなので、変動許容幅は広めにとることになるだろう。

いずれの修正も、YCC（イールドカーブ・コントロール）撤廃に向けたステップにすぎない。市場がそう受け止めるのは確実で、債券売りが加速するリスクがある。イールドカーブ全体の急変動を防ぐため、広範な年限で指値オペを継続する等の措置は残す必要があるだろう。あとは後任の総裁に引き継ぐまでなんとか持ち堪えられるかどうか焦点となる。

市場との不毛なせめぎ合いを避けるため、この際、YCCは撤廃し、金融政策の枠組み自体を抜本的に変えてしまう可能性もゼロではない。新しい姿を現時点で予想するのは困難だが、どのみち現状では、「金融引き締めでは

ない」という説明がつくことが条件となる。したがって、抜本的な枠組み変更は、新総裁の下でアコードの書き換えと同時に進めるのがやりやすい。来週修正が行われる場合、基本的に、黒田総裁が立つ鳥跡を濁さず、新総裁がフリーハンドを確保できるよう、置き土産としての性格を持つものになるはずである。

3. 点検は12月時点で決まっていたのか

今月の会合で、点検と政策変更があることを前提に、その背景を考えてみたい。12月の政策修正の理由は、イールドカーブの歪みと債券市場の機能低下が、企業金融等にマイナスの影響を与える恐れがあるというものだった。世界的に長期金利に上昇圧力がかかるなかで、日本の場合は10年国債利回りの上限を0.25%に抑えていたため、イールドカーブの残存期間10年部分がへこんだいびつな形状となっていた。しかし、変動許容幅を±0.25%程度から±0.5%程度に拡大した後も、こうした状態は改善されなかった。他の年限にも上昇圧力がかかっているため、イールドカーブの形状は結局政策修正前と大差ない。したがって、もう一度修正が必要という判断はもってもらいたい。

しかし、こうした動きが日銀にとってまったく想定外だったとは考えにくい。ある程度予想された動きと考えるのが自然で、そうでなければ見通しの甘さを疑われる。そもそもイールドカーブの歪みは、前回の政策修正の主たる理由だったのだろうか。債券市場の機能低下は昨日今日始まった問題ではない。異次元緩和の開始当初から再三指摘されてきたにもかかわらず、これまでは緩和継続が優先とのスタンスで首尾一貫していた。市場機能よりも金融緩和を優先するのが黒田緩和の本質であり、それは目標が量から金利に変わった後も大きく変わっていなかった。唐突だった政策修正の背景にあるのが、水面下での岸田首相と黒田総裁のなんらかの申し合わせだったのだとすれば、点検についても、段階的な政策修正ありきで、前回の会合前から予定に組み込まれていたと見るのが妥当である。前回の会合後の立案だとすると、点検や政策変更の詳細を詰めるにはいかにも時間が足りないのではないのか。

4. 物価目標の達成宣言は可能か

今回ということではなく、新総裁就任後もにらんだ政策変更のパターンを考えてみたい。日銀としては、当然ながら、物価目標の達成宣言と同時に政策変更を実施するのが最も望ましい。これなら「金融政策は変更したが利上げではない」等の苦しい説明は必要ない。来週、物価目標の達成を宣言する可能性は低いですが、達成を前提にするなら、政策変更の理由に副作用を持ち出す必要もないことを考えれば、足元の物価の動きを見る限り、近い将来のシナリオとしては、あながち不可能ではなくなっている。

すでに12月の東京都区部のCPI（消費者物価指数）はコアで前年比+4%台に乗っている。今回の展望レポートでは、コアCPIの見通しを上方修正するとの報道がすでに流れている。前回10月の展望レポートでは、2022年度が前年比+2.9%、2023年度が同+1.6%、2024年度が同+1.6%となっていた。報道によれば、これを、2022年度については同+3%前後、2023年度を

(図表1)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	22年1月	22年4月	22年7月	22年10月	23年1月展
		展望レポ-ト	展望レポ-ト	展望レポ-ト	展望レポ-ト	望レポ-ト(当社予想)
2022年度	実質GDP	3.8	2.9	2.4	2.0	2.0
	コアCPI	1.1	1.9	2.3	2.9	3.0
2023年度	実質GDP	1.1	1.9	2.0	1.9	2.0
	コアCPI	1.1	1.1	1.4	1.6	1.8
2024年度	実質GDP	-	1.1	1.3	1.5	1.6
	コアCPI	-	1.1	1.3	1.6	2.0

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

前回の同+1.6%を上回るものの、2%には届かない水準、2024年度を同+2%近くとする案が浮上しているという。当研究所では2023年度を同+1.8%と予想しているが(図表1)、ここまでくれば2%まであと一步である。

足元では2%を大きく下回るが、2年先は2%に届くという予想を出し、順次先送りを余儀なくされるというの

が、黒田体制の前半で繰り返された物価見通しのパターンであった。しかし、足元では2%どころか4%に届く勢いにあり、先行きの見通しもすべて2%を超えるということになれば、様相は大分異なる。物価目標の達成を宣言できれば、マイナス金利の解除を含め、基本的にはなんでもできる。問題はやはりこれまでの説明との整合性である。黒田総裁は、物価が上昇するだけでは不十分で、あくまで賃上げと景気回復との好循環が必要であり、物価の数字だけには注目しないと述べていた。12月の例もあり、過去の発言との多少の矛盾は無視する可能性もなくはないが、黒田総裁の下ではやはり難しいだろう。市場の力に敗れ去ったとの印象も拭い難いものとなり、黒田緩和10年の評価にも影響しかねない。

5. 年後半には再び2%を割り込む可能性

より悩ましいのは、2023年の後半以降、コアCPIの上昇率が再び前年比+2%を割り込む可能性が低いことである。日銀にとっては、政策判断の誤りを追及されるリスクがある。実際、コアCPIが急上昇しているとしても、寄与度ベースで約7割は食品とエネルギー価格である。サービス価格の上昇率は同+0.7%にすぎず、2%の安定的な達成が見えてきたとは言えない。

2022年は、115円/ドルから150円/ドルまで約35円の円安が進んだこともあり、輸入原材料価格の影響を受ける多くの企業はまだ自社製品への価格転嫁が十分できていない状況である。食品や電気代などは数ヵ月先の値上げまで決まっている。しかし、エネルギー関連価格高騰の主因である原油価格はすでに落ち着いた推移に転じている。円安も一巡し、円/米ドル相場はピーク時から20円/ドル前後円高方向に戻っている。再び急速な円安や原油高が進むことがなければ、年後半には物価上昇率は明確に鈍化に向かう可能性が高い。

それまでにインフレ期待が定着するかどうか、持続的に2%を維持できるかどうかのカギになるが、日銀自身が物価が上がらない理由として挙げた「適応的期待」はやはり根強いのではないか。なにしろ、日本が経験した最後のインフレは1979年の第二次オイルショックである。1980年代後半のバブル経済下でも、一般物価は比較的落ち着いていた。40年間かけて定着した「適応的期待」を覆すのは容易ではないとみている。

6. アコードの書き換えの可能性

ただ、日銀は再び2%を割り込む可能性を過度に恐れる必要はないかもしれない。その場合、見通しを外した批判自体は避けられないにしても、それまでにアコードを書き換えることで、物価目標の位置づけを低下させる時間的余裕があるためである。たとえば、アコードのなかで物価目標があくまで中長期的な目標であることを確認できる表現にすれば、2%をたとえ割り込んでも、慌てて金融緩和に舵を切る必要はなく、正常化への歩みを止めずに済む。

岸田首相はおそらくアコードの書き換えに前向きと考えられる。昨年後半以降、岸田首相はアベノミクスと距離を置く姿勢をさらに明確にしてきている。昨年の中半くらいまでは、「(アコードの書き換えを)現時点では考えていない」と述べるケースが多かったが、最近では「新しい日銀総裁とどういった約束で政策を進めていくのか、連携のあり方を確認する」といった、明確に否定しない言い回しに変えてきている。

抜本的な政策変更を急ぎたいのであれば、アコードの書き換え前でも可能ということだが、必ずしも急ぐ必要はないということであれば、性急な物価目標達成宣言は避け、アコードの書き換え作業と並行して新しい枠組みを考えるということになるだろう。

7. 追加緩和含みの正常化になる可能性も

金融政策の正常化=引き締め方向とは限らない。むしろ、景気減速で長期金利が低下傾向にある局面の方がやりやすい。同じ柔軟化でも、「金融緩和」との主張が可能になるためである。同様の手法は過去にも実施してい

る。コロナ禍に見舞われた2020年4月の金融政策決定会合では、追加金融緩和措置の一環として、それまで「80兆円を目途」としていた年間の長期国債の積み増し額を、「無制限」に変更した。しかし、後から振り返ってみれば、これは買い入れ額を無制限に縮小するための措置に他ならなかった。すでにコロナ前から、80兆円という数字が日銀の重荷になっていたのは明らかだった。

景気後退局面であれば、10年国債利回りの変動許容幅の拡大も、債券売り攻撃を浴びることなくできる。この場合でも、のちのちの金融政策の自由度を確保するため、0%という目標水準は撤廃し、レンジのみ拡大する方法が考えられる。ターゲットとなる年限の10年から5年への変更等も違和感なくできるだろう。当研究所では、米国景気のソフトランディングは依然難しいと見ており、2023年前半には景気後退入りすると予想している。次なる一手が、日銀が金融緩和と主張する正常化になる可能性も、決して低くはないだろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411