

日本銀行の出口戦略

野村総合研究所 エグゼグティブ・エコノミスト

木内 登英



1. 異次元緩和10年の総括

(1) 限られた異次元緩和の政策効果

日本銀行の異次元緩和が開始されてから10年を迎える。その功罪について意見は様々であるが、当初、短期間での達成を目指すとしていた2%の物価目標が、10年経っても達成できていない、という点から成功でなかったことは明らかだろう。また、リーマンショックの影響が色濃く残っていた10年前と比べれば、経済・物価情勢は多少改善したとも言えるが、それさえも、どの程度金融緩和の効果によるものかは疑問だ。

〈目次〉

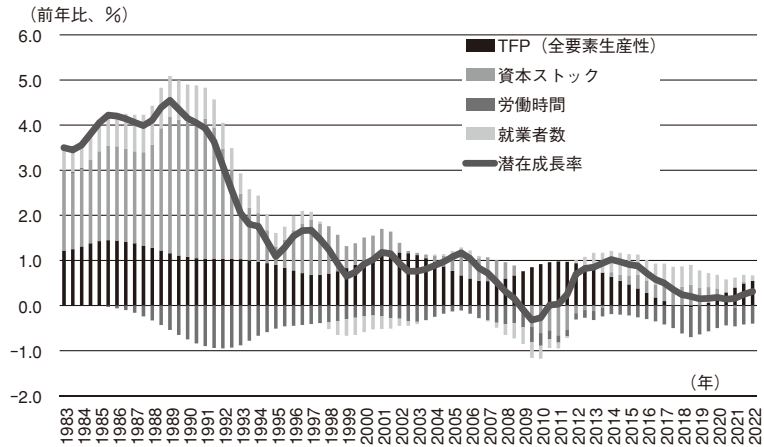
1. 異次元緩和10年の総括
2. 植田新総裁の政策姿勢
3. 金融緩和の枠組みの見直し
4. 日本銀行新体制の課題

日本経済が直面する様々な問題は、生産性上昇率や潜在成長率などで測る経済の潜在力、成長力の低下に起因するものが多い。それは、政府の構造改革、成長戦略、民間企業のイノベーション、労働者の技能の向上努力などによって克服することができる。他方、金融政策は、金利の変動を通じ現在と将来の需要の配分を変化させることで、現在の需要に影響を与えることができるものの、生産性上昇率や潜在成長率に直接影響を与えることはできない。

10年前に政府が強く掲げた政策目標の「デフレ脱却」も、経済の潜在力の向上なしには実現できないものだろう。それにも関わらず、「デフレ脱却」など、日本経済が抱える課題に積極的な金融緩和で取り組もうとした点に、そもそも誤りがあったのではないか。

また、金融緩和によって需要が刺激できれば、少なくとも短期的な経済環境を改善できるが、既に金利が低下する余地が限られる環

(図表1) 潜在成長率の推移



(出所) 日本銀行より野村総合研究所作成

境のもとで異例な金融緩和を始めたことから、それも実現できなかったのである。

実際のところ、10年間続いた異例の金融緩和のもとでも、金利の低下幅は限られた。短期金利は異例の金融緩和開始前の+0.1%から現在の-0.1%へと、わずか0.2%低下したに過ぎない。10年国債利回りは緩和開始前の+0.8%から一時小幅にマイナスとなったが、現在は+0.5%程度である。低下幅はわずか0.3%程度と限られる。

この10年間、日本銀行は様々な新しい政策を繰り出したが、政策効果が確実に期待できるのは金利の変化のみであり、国債、ETF（上場型投資信託）の買い入れなど量的な政策の効果は不確実である。

10年にわたる日本銀行の異例の金融緩和は、マイナス金利政策、YCC（イールドカーブ・コントロール）による長期金利のコン

トロール、資産買い入れ策といった非伝統的な金融政策の有効性が限られることもまた証明したのである。

日本銀行が10年前の異例の金融緩和を実施した後も、潜在成長率、労働生産性上昇率は低下傾向を続けた（図表1）。足元では一時的に上昇しているとはいえ、両者の影響を受けやすい賃金上昇率と物価上昇率もやはり低下トレンドを辿ってきた。異例の金融緩和に、そうした流れを転換させるほどの力はなかったのである。

(2) 高まる潜在的な副作用

他方で、顕在化しているもの、今後顕在化してくるものを含め、異例の金融緩和は既に様々な副作用を高めている。昨年来の円安加速、国債市場の混乱はその一端であるが、市場の流動性低下など市場機能の低下、金融機

関の収益圧迫、日本銀行のバランスシートの悪化などが挙げられる。

さらに、異例の金融緩和を実施することで、日本経済の再生にとって欠かせない経済の潜在力向上に資する政府の成長戦略、構造改革を阻害してしまった面もあるのではないかと。また、異例の金融緩和が財政の規律を低下させ、過去10年間に進んだ政府債務の増大が、将来の需要見通しを悪化させることを通じて、日本経済の潜在力を低下させてしまった面もあるだろう。

金融政策は「効果と副作用の比較衡量」に基づいて慎重に進めていくのが本道である。これに照らせば、効果が小さい一方、将来にわたって副作用が大きい現在の金融緩和を見直し、正常化していく必要があるだろう。そのうえで、柔軟に短期金利を調整することや銀行に対する資金供給量を適切に調整するという、伝統的な金融政策手法に戻していくことが重要だ。

■ 2. 植田新総裁の政策姿勢

(1) 植田新総裁の下で金融緩和の枠組みの見直しが進む

元日本銀行審議委員で東京大学名誉教授の植田和男氏は、4月に日本銀行の新たな総裁に就任する予定だ。総裁の交代によって、過去10年にわたる異例の金融緩和は、段階的に修正されていくことになるだろう。

植田氏は、理論と実践の両面で一流の金融

政策の専門家だ。金融政策運営では、マイナス金利政策、YCC（イールドカーブ・コントロール）、資産買い入れ策など個々の政策の効果と副作用を冷静に分析したうえで、副作用軽減のために必要な修正を順次施していくのではないかと。

植田氏は、「金融緩和を維持するのが適当」としているが、これは金融緩和の枠組みを見直しつつも、経済を支えるために金融緩和状態は維持する、という意味だろう。

2月には衆院と参院で、植田新総裁候補の所信聴取が行われた。予想されたことではあるが、日本銀行が事前に準備した想定問題を踏まえてかなり慎重な言い回し、いわば安全運転に終始した印象が強い。これには、将来の政策修正に向けて言質を取られないようにすることや、金融市場への影響に配慮する狙いがある。

「金融緩和の継続が適当」、「金融政策は経済、物価の先行きの見通しを踏まえて判断」といった、それまでの植田氏の発言が繰り返された。

他方で、それまで言及されてこなかった2%の物価目標の修正については、物価に前向きな兆候が見られることを踏まえて、現状では継続する考えを示した。

ただし、2%の物価目標の位置づけにかかわる、2016年1月の政府と日本銀行の共同声明に書かれた「できるだけ早期に実現を目指す」との表現の修正の有無については、決定会合での議論を踏まえて検討するとしてお

り、2%の物価目標を事実上中長期の目標に修正する可能性について含みを残した。植田氏はかつて、「無理せず2%の物価目標を中長期的に」との考えを示している。

(2) 現在の政策の問題点と金融政策の限界に言及

他方で注目されたのは、国債買い入れを通じた政策効果については、明確に否定したことだ。国債買い入れを増加させることで金利が低下するのであれば政策効果を発揮するが、もはや金利低下余地がないことから、国債買い入れを通じた政策効果には期待できないとの趣旨の発言も聞かれた。

さらに、過去10年にわたる異例の金融緩和が期待されたほどの効果を発揮しなかった理由については、金利低下余地が限られていたことを上げている。これらの点から植田氏は、量的な政策の効果に懐疑的である一方、金利を通じた金融政策についても、その効果に懐疑的であることが読み取れる。

また、実質賃金の上昇を通じて国民生活を改善させる、あるいは潜在成長率を高める生産性上昇の重要性に言及する一方、それは金融政策では対応できないもの、として、金融政策の限界にも言及したのである。

このような点を踏まえると、植田氏が今まで試してこなかったような金融緩和の新機軸を打つ出す可能性は低いだろう。植田氏は、短期金利操作を中核に据えた伝統的な金融政策に回帰する一方、短期金利の変動を柔軟に

行うことで経済の微調整を行う本来の金融政策の姿を取り戻すことを考えているのではないか。

(3) 本格的な政策修正は2%の物価目標見直しの後か

新体制下で、日本銀行がどの程度の規模、あるいはペースで修正を行うことができるのかについては、2%の物価目標の修正に大きく依存しているだろう。

植田氏は現在の政策について、「様々な副作用が生じている」とその問題点を明確に指摘している。他方で、現在の政策が「2%の物価安定の目標の実現にとって必要かつ適切な手法だ」とも説明している。これは、「2%の物価目標という高い目標の達成を前提とすれば、副作用を生じさせる現在の異例の金融緩和も正当化される」、と読むことも可能だろう。他方でこれは、「2%という無理な目標を柔軟化、修正すれば、副作用軽減を図るために、政策を修正することが適当になる」と読み換えることができるのではないか。

現時点で、植田氏が2%の物価目標の修正に直接言及しないのは、それを行えば、金融市場が政策修正期待を一気に強め、過剰に反応してしまう恐れがあるためだろう。さらに、2%の物価目標を含む政府と日銀の共同声明がどのように修正されるかは、政府と協議してみなければ分からないため、政府にも配慮して、それに予断を与えるような発言は避けているのではないか。

植田氏は、黒田路線を一気にひっくり返すのではなく、マイナス金利政策、YCC、資産買入れ策の個々の政策について、それぞれ効果と副作用を分析したうえで、副作用の軽減に資するような修正を段階的に講じていくことが予想される。その中で、マイナス金利政策、YCCは撤廃されていくだろう。それは、金融緩和の程度を縮小させる面がある一方、金融緩和状態は維持するだろう。例えば、いずれば短期の政策金利を-0.1%から引き上げてマイナス金利政策を解除することが見込まれるが、それでもしばらくは0%程度の低水準に金利を据え置くとみられる。マイナス金利を解除しても、金融緩和状態は維持されるのである。

これが、植田氏が語る「金融緩和の継続が適当」の真意であり、ゆっくりと時間をかけて、金融緩和の枠組みは大きく見直されていくのだろう。

■ 3. 金融緩和の枠組みの見直し

(1) 最初にYCC改革に着手か

植田氏が総裁に就任すれば、期待した効果が得られない一方で副作用が累積する、現在の異例の金融緩和の枠組みを見直し、実現が難しい2%の物価目標と結びついた硬直的な金融政策を柔軟化、正常化していくことが最優先の課題だ。

実際のところ、それは、日本銀行の事務方と一体で進められていくと予想される。金融

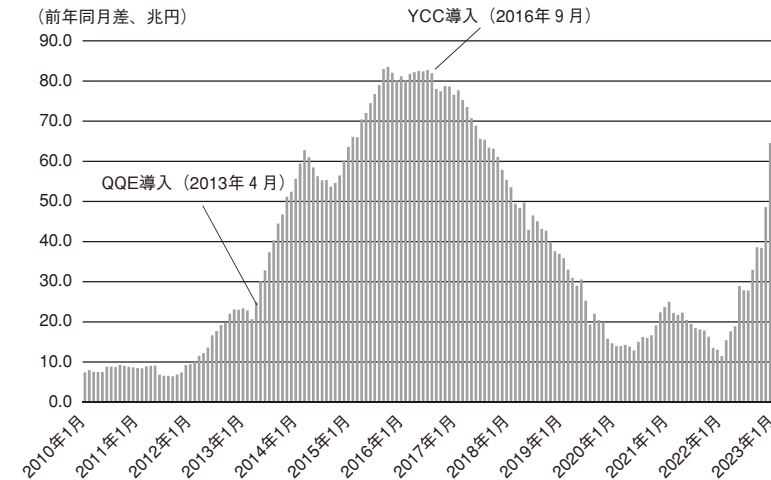
緩和に積極的な黒田総裁のもとでさえ、政策決定に大きな影響力を持つ事務方主導で、副作用の軽減を図る明示しない形での軌道修正、いわゆる「事実上の正常化」が進められてきたことを踏まえれば、新総裁のもとではその流れは加速する可能性が高いだろう。

他方、新総裁のもとでの日本銀行は、伝統的な金融政策姿勢に基づいて、金融機関の財務や金融市場に与える影響に十分注意を払いながら、慎重に金融緩和の見直しを進めていくだろう。それは日本銀行の伝統でもある。

長期国債利回りをコントロールする枠組みであるYCCを維持するために、大量の国債買入れを強いられていることが、日本銀行にとって当面の最大の懸念材料だ。日本銀行が保有する長期国債残高は、今年2月には前年同月差66.2兆円増加と1年前の同11.5兆円増加から急増した(図表2)

また、YCCには致命的な欠陥がある。例えば、米国の景気が堅調でインフレ率が上振れる中、米国の長期利回りが上昇する際には、米国経済の堅調さやインフレ率上昇の影響が日本経済にも及ぶ。さらに日米の利回り格差拡大で円安が進むことで日本のインフレ率も上振れやすくなる。それは、本来であれば日本銀行が金融引き締めの実施を求められる局面である。ところが、米国の長期国債利回り上昇によって、日本の10年国債金利が目標値並びに許容変動幅を上回るリスクが高まると、日本銀行は利回りの上昇を抑え込むために、国債の買入れを拡大させなくてはならな

(図表 2) 日本銀行が保有する長期国債残高の変化



(注) QQEは量的・質的金融緩和、YCCはイールドカーブ・コントロール
(出所) 日本銀行の統計より野村総合研究所作成

くなる。これは、マネーの供給を増やすことになり、金融引き締めとは逆の金融緩和の強化となってしまうのである。環境次第で、本来求められる金融政策とは全く逆の政策を強いられるというのが、YCCが抱える致命的な構造問題と言える。

このような点を踏まえると、新総裁の下で日本銀行がまず着手するのは、YCCの大幅な見直しだろう。本格的な金融緩和の枠組みの見直しではなく、現在の金融緩和の枠組みの柔軟化という名目で、日本銀行は最短では、今年6月の決定会合で、長期国債利回りをコントロールする枠組みであるYCCの大幅改革に踏み切る可能性がある。

ただし、米国発の銀行不安から金融市場の不安定な動きが続けば、YCC改革は来年以降に先送りされる可能性が出てくる。その場

合でも、YCC改革が最初に着手される政策修正となるだろう。

(2) YCC改革の5つの選択肢

YCCの改革は、1) 10年国債利回りの変動幅を現在の0.5%から0.75%に拡大する、2) 変動幅を1.0%に拡大する、3) 変動幅を撤廃する、4) 目標を10年から5年に変更する、5) YCCを廃止する、など5つの選択肢が考えられる(図表3)。

このうち可能性が高いのは、2)と3)だろう。その際には、10年国債利回りが上昇し、円高、株安など金融市場に大きな影響を与える可能性がある。

2016年9月に導入されたYCCは、金融緩和の枠組みの一つというよりも、国債買い入れを削減する狙いで導入された措置だ。しか

(図表 3) YCC改革の選択肢

- ① 10年国債利回りの変動幅を±0.75%に拡大
- ② 10年国債利回りの変動幅を±1.0%に拡大
- ③ 変動幅を撤廃
- ④ 利回り目標を10年から5年に変更
- ⑤ YCCを撤廃

し、昨年以來、YCCを維持するために、日本銀行は大量の国債買い入れを強いられることになってしまった。これは、実に皮肉な結果である。

(3) 本格的な金融緩和の枠組み見直しは2024年後半以降か

YCCの大幅見直しの後に、日本銀行が2%の物価目標を中長期の目標などに修正することで、柔軟な金融政策を取り戻す正常化を進める環境と整えることが見込まれる。これは政府と協議の上、2013年1月の政府と日本銀行の共同声明（アコード）を修正する形で実現されるだろう。

2%の物価目標が中長期の目標などへ柔軟化されれば、新体制のもとで日本銀行は、「様々な副作用」が認識されている現在の政策の修正を実施していくことが予想される。しかし、2%の物価目標の修正に否定的な意見も与党内にあるなか、議論は難航し、物価目標の柔軟化を含む共同声明の修正には相応の時間を要する可能性が考えられるところだ。

さらにこの先、米国発の金融不安や米国経

済の減速などから国内経済が不安定感を強め、また、FRB（米連邦準備制度理事会）の利下げ観測が金融市場に広まれば、円高リスクにも配慮して、日本銀行は政策修正を見合わせるのではないかと懸念されている。

こうした点を踏まえ、日本銀行がマイナス金利解除などの本格的な政策修正に着手するのは、2024年半ば以降になると予想したい。-0.1%の短期政策金利を0%に修正するなどのマイナス金利政策の終了、YCC廃止、オーバーシュート型コミットメント撤廃を踏まえた長期国債の残高削減、ETFのオフバランス化などの本格的な政策修正は、2024年半ば以降に順次着手されていくものと見ておきたい。

4. 日本銀行新体制の課題

(1) コミュニケーションの正常化

金融緩和の枠組みの見直しは、日本銀行新体制の最大の課題であるが、それ以外にも重要な課題が3点ある。最後にこの点に触れておきたい。

第1は金融市場や国民とのコミュニケーション

ヨンの正常化である。政策意図の分かりにくさは、黒田総裁のもと10年間続いてきた大きな問題である。金融緩和に前向きな総裁のもと、事務方主導で政策の柔軟化策、副作用対策など「事実上の正常化」が進められてきたため、緩和を修正するいわば「後退」の施策でも「前進」とする説明が続いてきたのである。

こうした情報発信、コミュニケーションは、日本銀行の政策、あるいは説明は分かりにくいとの認識を国民の間に広め、それが日本銀行に対する国民の信頼性低下につながってきた面があるだろう。

新総裁に求められるのは、既にみたように、過度に硬直化してしまった金融政策の柔軟化を行い、異例の金融緩和の正常化を進めることだ。それと並んで、政策意図をストレートに外部に伝えることで、政策への信頼を回復する、というコミュニケーションの正常化も大きな課題となる。

(2) 政府との政策協調のあり方の見直しを

課題の第2は、政府との政策協調のあり方の見直しだ。岸田政権は、2013年1月の政府と日本銀行の共同声明、いわゆるアコードの修正を新総裁と協議する考えを示唆している。日本銀行が2%の物価目標の達成に向けて積極対応を約束したとされるこの共同声明が、日本銀行の政策姿勢を硬直化させてしまった一因だ。それを見直すことを通じて、日本銀行により柔軟な金融政策運営を可能とす

ることを政府は意図しているのではないか。実際、共同声明の見直しを通じて、2%の物価目標は中長期の目標などに柔軟化されると見込まれる。

ただし、物価目標の見直しや金融政策の修正は、本来は日本銀行の単独の判断で進められるべきものだ。日本銀行の政策決定を巡っては、政府と十分な意思疎通を行うことが、日本銀行法第四条でも求められているが、日本銀行は、政府の意見を聞き、議論を重ねたうえで、最終的には独自の判断で金融政策を決定すべきだ。そして新総裁のもとでは、日本銀行も政府の経済・財政政策について、積極的に考えを伝えるべきだろう。政府と日本銀行が自由闊達に議論を交わしたうえで、最終的な政策はそれぞれの機関の判断に委ねられるというのが適切な姿である。政府よりも中長期の視点から経済及び国民生活の安定を考える日本銀行は、政府の政策に対しても有益な示唆を与えることができるはずだ。

(3) 財政の規律を緩めてきた弊害への対応

第3の課題は、過去10年にわたる異例の金融緩和が、財政の規律を緩めるという弊害を生み出したことへの対応である。現在、日本銀行が取得する長期国債は、銀行から入札方式で買い入れているものであり、財政法第5条によって原則禁じられている直接引き受けではない。しかし、政府が長期国債を発行した直後に日本銀行はそれを買入れることは、円滑な国債消化などの政府の国債管理政

策を助ける「財政ファイナンス」に近いもの、と考えられる。そのもとでは、国債を大量に発行しても金利は上昇しないとの認識が政府、国会で広がりやすく、それが、財政の規律を緩めているのである。財政規律が低下したもとで政府債務の増加が続くと、将来世代へ転嫁される負担が累積することになる。その分、将来世代による需要が低下するとの見方から中長期の成長期待が低下し、企業は投資、雇用、賃金を抑制してしまうだろう。その結果、経済の潜在力が損なわれてしまうのである。

日本銀行には、金融緩和の見直しを進め、国債市場が財政リスクを反映できるように市場機能を回復させることが求められる。また政府、国会に対しては、必要に応じて金融緩和を柔軟に見直していくとのメッセージを送ることを通じて、日本銀行の金融緩和に依存せず、金融市場の安定により責任を持った財政運営を促すことが重要だろう。

以上みてきたように、新体制となる日本銀行はまさに課題山積の状態にある。4月の就任直後から、新総裁はその政策手腕が大いに試されることになるだろう。

