

2016年9月27日
No.2016-024

日銀金融緩和の新しい枠組みの評価と課題 ～政策の主役は日銀から政府へ～

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

《要 点》

- ◆ 9月21日、日本銀行は金融政策決定会合において、これまでの政策についての「総括的な検証」を踏まえ、金融緩和強化のための新しい枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。その具体的な柱は、①長短金利の操作を伴う「イールドカーブ・コントロール」、および、②消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定目標を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。
- ◆ 今回の総括に関する焦点は、①2年間でインフレ率2%達成という当初目標が形骸化していること、②「量」を中心とした異次元金融緩和手法において技術的な限界が近づいているのではないかという疑義が高まっていること、③金融市場でのマイナス金利政策の評価が芳しくないこと、④サプライズを狙った手法への批判が強いこと、といった疑義や批判に対してどこまで答えつつ、金融緩和方針を継続するかにあった。今回の措置は、こうした多方面の課題に対し様々な工夫を凝らして、できうる限り答えたものになっているといえよう。
- ◆ これにより批判をかわす体裁は整えたものの、円高進行など市場混乱のリスクを抱えた状態にある。それ以上に問題なのは、大胆な非伝統的金融政策に付随する根本的な問題への対応は打たれておらず、将来的な大混乱の芽を抱えたままの状態であることである。「マイナス金利」の目に見える弊害は、日銀の今回の「総括的な検証」でも示された通り、金融機関の利鞘を圧迫し、金融仲介機能を阻害しかねないというリスクである。より本質的な問題は、マイナス金利政策が自然利子率そのものを低下させる誘因になっているのではないかという点である。
- ◆ デフレ脱却に向けての今後の政策の主軸は、自然利子率を高める政策に据えるべきである。具体的には、中期的な名目賃金上昇率を政策目標に据えることが望ましい。わが国では、名目賃金の上昇圧力が余りにも弱いために、不採算事業が長らく温存され、生産性向上へのプレッシャーが弱まって、潜在成長率が低下してきたと考えられる。中期的な名目賃金上昇率の目標を国全体で共有できれば、企業は賃金を支払えるように事業構造を見直していき、生産性も上昇して自然利子率が高まっていく。さらに、「適切な期待形成」の影響が大きいわが国では、名目賃金こそが物価との相関性が高く、まさに名

目賃金の引き上げは予想物価上昇率の引き上げに貢献し、自然利子率の引き上げ、実質金利の引き下げの両面で、インフレ率の高まりに作用することが期待できる。

- ◆重要なのは、マイナス金利の深堀りをはじめとする追加的な金融緩和には十分に慎重であるべきで、円高が急伸などしてデフレスパイラルのリスクが高まるときに限って、あくまで受身的に用いる政策手段とすることであろう。今後の政策の主役は、日本銀行ではなくあくまで政府である。具体的には、専門有識者からなる経済・雇用情勢の客観的分析とそれに基づく望ましい賃上げ率を示す「第三者機関」を設置し、その内容を政労使会議の場でオーソライズする仕組みを提案したい。加えて、新たに設置された「働き方改革実現会議」では、同一労働同一賃金、長時間労働の是正とならび、不採算事業から高収益事業に働き手が円滑に移動することを強力に支援する、丁寧なジョブマッチングの仕組みや実践的職業能力が身に付くシステムの創出について合意し、具体策に着手することが望まれる。さらに、これらの実効性を上げるために、産業別・地域別に政労使の合議体を作り、それぞれの事情に応じた具体策に着手することを提案したい。

本件に関するご照会は、調査部・山田 久宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0930

Mail: yamada.hisashi@jri.co.jp

1 「総括的な検証」と新たな枠組みの概要

9月21日、日本銀行は金融政策決定会合において、これまでの政策についての「総括的な検証」を踏まえ、金融緩和強化のための新しい枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。その具体的な柱は、①長短金利の操作を伴う「イールドカーブ・コントロール」、および、②消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定目標を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。「イールドカーブ・コントロール」のより具体的な内容は、a) ▲0.1%のマイナス金利適用を維持すると同時に、b) 10年物国債利回りが概ねゼロ程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとした。買い入れペースは現状の年間約80兆円をめどとして増減を許容、平均残存期間の定めは廃止した。そうしたうえで、今後の追加緩和手段として、①マイナス金利の深堀り、②長期金利操作の目標の引き下げのほか、③資産買い入れ、④マネタリーベース拡大ペースの加速もある、とした。

「総括的な検証」では、これまでの「量的・質的金融緩和」「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の評価として、主として実質金利低下の効果を通じて、「物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった」とすると同時に、「日本銀行当座預金へのマイナス金利適用と長期国債の買い入れの組み合わせが有効であることが明らかになった」として、今回の「イールドカーブ・コントロール」手法導入の背景説明とした。また、マネタリーベースの拡大は、物価安定の目標に対するコミットメントや国債買い入れとあわせて、金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与したとして「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である」と結論づけている。一方、マイナス金利の導入がイールドカーブを押し下げたことについて、貸出・社債・CP金利の低下につながる半面、貸出金利の低下が金融機関の利鞘を縮小させているため、「イールドカーブの過度な低下、フラット化は、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」とした。

「総括的な検証」では、2%の物価安定目標が実現できていない原因も分析した。その原因として、①原油価格の下落、消費税率引き上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速とそのもとの国際金融市場の不安定な動きなどの外的要因によって実際の物価上昇率が低下したこと、②わが国では、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の影響が大きいこと、①の結果、予想物価上昇率が高まらなかったこと、を指摘した。そうした分析にもとづいたうえで、「フォーワードルッキングな期待形成」を通じた予想物価上昇率を高めるルートを強くするためとして、「オーバーシュート型コミットメント」採用の背景を説明している。さらに、「適合的な期待形成」の要素が強い予想物価上昇率を引き上げていくことには不確実性があり、時間がかかる可能性もある、として、枠組みの中心に「イールドカーブ・コントロール」を据えることで、「政策の持続性を高めることが適当」とした。

2 評価：さしあたりの批判はかわずも将来的な問題抱える

今回の「総括的な検証」とそれを踏まえて日銀がどのような対応を採るのかについての主要な論点は、①2年間でインフレ目標2%達成という当初目標が形骸化していること、②「量」を中心と

した異次元金融緩和手法において技術的な限界が近づいているのではないかという疑義が高まっていること、③金融市場でのマイナス金利政策の評価が芳しくないこと、④サプライズを狙った手法への批判が強いこと、といった疑義や批判に対してどこまで答えつつ、市場安定化につながる金融緩和方針をいかに継続していくかにあった。今回の決定は、こうした多方面の課題に対し、様々な工夫を凝らして、できうる限り答えたものになっているといえよう。

より詳しく見れば、①2年間でインフレ2%達成という当初目標が形骸化していることに対しては、総括的な検証において、2%の物価安定目標が実現できていない原因を分析したうえで、実質的に2年間での実現を半ば断念し、これまでの短期決戦から持久戦になることへの覚悟を示した。一方で、「オーバーシュート型コミットメント」の導入によって、金融緩和スタンスが後退したという印象が金融市場に広がることを回避した。②「量」を中心とした異次元金融緩和手法において技術的な限界が近づいているのではないかという疑義が高まっていることに対しては、総括的な検証では「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である」としつつも、「短期的にマネタリーベースの増加とインフレ期待が密接にリンクしているわけではない」（黒田総裁）と言及し、むしろ長期金利（10年債利回り）がゼロ%近辺で推移するよう促すという「イールドカーブ・コントロール」手法の導入により、事実上の「量」から「金利」への主要政策目標の転換を行った。

③金融市場でのマイナス金利政策の評価が芳しくないことに対しては、「イールドカーブ・コントロール」の導入で、一定程度、金融機関の収益確保の条件を整備するとともに、さしあたりのマイナス金利の深掘りは避けた。④サプライズを狙った手法への批判が強いことに対しては、今回の「総括的な検証」のプロセスに当たって、日銀事務局が金融機関に十分なヒアリングを行っていたことや、金融政策決定会合に先立って黒田総裁や中曽副総裁が行った講演で、考え方の方向性が示されていたなど、コミュニケーション重視のスタンスへの転換が窺われる。

こうした施策に対するマーケットの反応は区々である。新たな政策の発表後、金融機関収益の一段の悪化が回避されるとの期待から銀行株を中心に株価は上昇した。一方、為替相場の反応は複雑である。発表直後円安が進んだ後、日本の長期金利がやや上昇するのではないかといった見方やFOMCでの利上げ見送りを背景に、日米金利差の縮小観測から円高が進んだ。その後は介入警戒感もあり、一方的な円高には歯止めが掛かっているものの、政策発表前に比べて小幅円高で推移している。むしろ、日銀の実質的な政策の手詰まり感を指摘する声もあり、米大統領選も控えて円高進行リスクを抱えた状況にある。

つまり、今回の日銀の措置は、さしあたりの多方面からの批判をかわす体裁は整えたものの、円高進行など市場混乱のリスクを払拭できるようなものではないといえよう。しかし、それ以上に問題なのは、大胆な非伝統的金融政策を含む超低金利政策に付随する根本的な問題への対応は打たれておらず、将来的な大混乱の芽を抱えたままの状態であることだ。

そもそも非伝統的金融政策のロジックは、スウェーデンの経済学者、ヌークト・ヴィクセルの利子論によって次のように説明できる。経済・物価動向に中立的な実質金利の水準を「自然利子率」と呼ぶが、現実の実質金利がこれを上回ると物価が下落し、下回ると物価が上昇するため、緩やかなインフレを実現するには、実質金利を引き下げればよい。ここで実質金利は名目金利から予想物価上昇率を引いたものである。したがって、実質金利を引き下げるには名目金利を引き下げるか、予想物価上昇率を引き上げればよい。量的緩和は、中央銀行のコミットメントによって人々の予想物価上昇率の引き上げを狙ったものといえ、マイナス金利は、名目金利をマイナスにすることで効



果を狙ったものといえる。

今回の日銀の「総括的な検証」では、わが国では現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の影響が大きいため、量的緩和による予想物価上昇率の引き上げが不確実であることを認め、そのうえで、マイナス金利の深堀りや緩和状態の長期化（インフレ率の上振れ容認）を今後の政策の主軸に据えることとした、というのが論理的な帰結であろう。しかし、問題はヴィクセルの利子論が、現代のように複雑になった金融市場の動向、そして、「マイナス金利」という異常な状況で果たして理論通りに成り立つのかということである。

「マイナス金利」の目に見える弊害は、日銀の今回の「総括的な検証」でも示された通り、金融機関の利鞘を圧迫し、金融仲介機能を阻害しかねないというリスクである。この点は、同様の政策を先に導入した欧州中央銀行も直面しており、同行もマイナス金利の深堀りには慎重になっている。さらに懸念されるのは、マイナス金利が金融機関経営に悪影響があるとの観測が強いもとでは、マイナス金利の深堀り自体が株価を下落させ、リスクオフから円高を惹起しかねないことである。実際、それはマイナス金利導入の際に生じている。

しかし、より本質的な問題は、マイナス金利政策が自然利子率そのものを低下させる誘因になっているのではないかという点である。企業は限界利益率と市場金利を見定めたとうえで、設備投資の実行・不実行を決めるわけであり、市場金利が低ければそれだけ収益性・生産性の低い投資が行われることを意味する。確かに一時的に市場金利を人為的に引き下げれば、投資が活発化して景気が浮揚する。それに合わせて、市場金利が上がっていけば、収益性・生産性の低い投資が徐々に減少していくことで、自然利子率が大きく低下していくことはないであろう。しかし、長期間にわたって市場金利が人為的に引き下げられた状態が続けば、収益性・生産性の低い投資が増えて潜在成長率が低下し、自然利子率も低下していく恐れがある。そうした意味で、マイナス金利の深堀りで貸出金利がゼロに近づけば、それだけ収益性の乏しい低生産事業が増えていくことになる。

不動産バブルのリスクもある。2016年7月1日時点の基準地価は、全国ベースの商業地価の上昇率が9年ぶりにマイナスから脱し、とりわけ札幌、仙台、広島、福岡の4地方都市では6.7%の高い伸びとなっており、投機資金の流入も指摘されている。それ以上に気になるのは、人口減少の本格化が見込まれているなかで貸家建設が大きく増えていることである。消費増税の実施を想定した駆け込みの影響や相続税対策のほか、運用難から投機的な資金が流入している可能性もある。

加えて言えば、マイナス金利は財政規律を甘くする。GDP比で200%を超える未曾有の国家債務を抱えるが、歳出抑制に対するスタンスは弱まっていると言わざるを得まい。

一方、今回の政策の枠組み見直しでは、量から金利への事実上の転換を行ったとはいえ、中途半端な形になった。「総括的な検証」では、「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である」として、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定目法を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」を導入した。しかし、マネタリーベースと物価上昇率の相関がそれほど高いとは考えにくく、インフレ率が十分に高まるまで膨大なバランスシートを維持することは、いわゆる出口戦略を極めて難しくする。金利重視への転換を通じて金融緩和を継続しつつもスムーズな出口への布石として量の縮小に着手するという、最良の機会を日銀は逸してしまったということかもしれない。



3 今後のあるべき政策対応

もっとも、日銀の苦しい事情も十分に理解できる。あからさまな政策転換の表明は、下手をすれば中央銀行への信頼を失墜させ、市場に大混乱を引き起こすリスクがあった。多方面からの批判や要望があるなかで、ガラス細工を組み立てるような政策再検討であったとあってよいだろう。重要なのは、マイナス金利の深堀りをはじめとする追加的な金融緩和には十分に慎重であるべきで、円高急進のリスクが高まるなどに限って、あくまで受身的に用いる政策手段とすることであろう。

日銀の金融政策が目標としてきたデフレ脱却に向けての今後の政策の主軸は、ヴィクセルの利子論の枠組みでいえば、自然利子率を高めることに据えるべきである。私見では、中期的な名目賃金上昇率を政策目標に据えることではないかと考える。名目賃金の上昇は、企業サイドからみれば、企業収益を圧迫して短期的には景気にマイナスに作用する。しかし、現状のわが国では、名目賃金の上昇圧力があまりにも弱いがために、不採算事業が長らく温存され、生産性向上へのプレッシャーが弱まって、潜在成長率が低下してきたと考えられるのである。一方で、名目賃金の上昇は家計サイドからみれば需要押し上げにつながる。したがって、中期的な名目賃金上昇率の目標を国全体で共有できれば、企業は適正な賃金を支払えるように事業構造を見直していき、生産性も上昇して自然利子率が高まっていくであろう。さらに、「適格的な期待形成」の影響が大きいわが国において、まさに名目賃金こそが物価との相関性が高いため、名目賃金の引き上げは予想物価上昇率の引き上げにも貢献し、自然利子率の引き上げ、実質金利の引き下げの両面で、インフレ率の高まりに作用することが期待できる。

しかしそうした施策の主役は、日本銀行ではなく、あくまで政府である。安倍政権は政労使会議や官民対話の場を使って、すでに賃上げへの働きかけを行っているものの、それはあくまで単年度ごとに要請をする形であり、持続性が担保されているわけではない。国民も中期的に賃金が増えるとは思っていない。ここで参考にしたいのは、スウェーデンの仕組みである。同国には、望ましい賃金決定に資する客観的な分析を、専門的なエコノミストによって構成される政府機関が示す仕組みがある。同国では、賃金上昇は、プラスのインフレ率を維持するためには必要であると同時に、環境変化に合わせて産業のリストラクチャリングを進めていくためにも重要だという認識が共有されている。ここでは、企業の役割は高賃金を支払うことのできる新たな仕事を生み出すことであり、賃金上昇を受け入れることのできない企業は事業縮小か閉鎖を余儀なくされる一方で、それに伴って要請される労働移動は、現役世代のために手厚い福祉システムと人々の職業訓練や教育への容易なアクセスによって可能になっている。なお、中央銀行であるリクスバンクは、2%物価上昇へのコミットメントを行うことで、賃上げをめぐる労使交渉におけるアンカーの役割（2%インフレ率を前提に賃金決定を行う）を果たしている。

わが国でも以上を参考に、専門有識者からなる経済・雇用情勢の客観的分析とそれに基づく望ましい賃上げ率を示す「第三者機関」を設置し、それを例えば政労使会議の場でオーソライズする仕組みをつくったらどうか。その際、私見では、向こう数年間の平均ベースアップ（所定内給与上昇率）を1%程度に設定するのが妥当と考える。加えて、新たに設置された「働き方改革実現会議」において、同一労働同一賃金、長時間労働の是正とならび、不採算事業から高収益事業に人が円滑に移動することを強力に支援する、丁寧なジョブマッチングの仕組みや実践的職業能力が身に付くシステムの創出について合意し、具体策に着手することが望まれる。さらに、これらの実効性を上

げるために、産業別・地域別に政労使の合議体を作り、それぞれの事情に応じた具体策に着手することを提案したい。(スウェーデンの例に倣えば、平均所定内給与上昇率(平均ベースアップ)1%の定着が実現して以降に、日銀は、その賃金上昇率にほぼ対応したインフレ率0.5%程度¹を最低コミットメントラインとし、物価上昇率の基調が0.5%を持続的に下回る見通しとなったときに、追加緩和を講じるといった運用を行うことが考えられる。)

現段階で、日銀自らが金融政策の限界を明言するわけにはいくまい。いまこそ、政府自らが、中期的な賃上げ実現に向けた環境整備によって、自然利子率を引き上げるための主役を果たすことを宣言し、上記の取り組みを始めることを切に期待する。

以 上

¹ 消費者物価(生鮮食品を除く総合)を所定内給与で回帰したとき(期間1981~2015年)の弾性値は0.5306となる。
 $\ln(\text{消費者物価}) = 2.1378 + 0.5306 * \ln(\text{所定内給与})$ 自由度修正済み決定係数 = 0.981
 (38.2) (42.9) ()内はt値

