

# 緩和長期化へと舵を切る日銀

## 問われる日銀のコミュニケーション力

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7月の金融政策決定会合で、ETFの買入れ増額などの追加緩和を決定した。物価目標達成の不確実性が高いとの判断から次回9月会合（9/20・21）で政策効果の総括的検証を行う予定だ
- 総括的検証では物価目標早期達成へのハードルを示すことで、緩和長期化への布石を打つと考えられる。追加緩和策は社債買入れ拡大など「質」を重視した内容にとどまるだろう
- 緩和が長期化する場合、国債買入れ策の見直しが必要となるが、市場への影響が大きいいため時間をかけ慎重に進めると予想される。日銀の市場とのコミュニケーション力が問われる局面だ

### 1. 日銀は物価目標達成の不確実性が高いと判断。9月会合で総括的検証を行う予定

日銀は7月の金融政策決定会合（7/28・29）でETFの買入れ増額及びドル資金調達サポートの拡充を決定した。マイナス金利幅や国債買入れの拡大は行われなかった。また、9月の金融政策決定会合（9/20・21）でこれまでの金融緩和策の政策効果について総括的な検証を行うこととした。政策効果の総括的検証は2%の「物価安定化の目標」をできるだけ早期に実現する観点から行われる。

日銀が政策効果の総括的な検証を行うのは、現行の政策を続けても物価目標達成の不確実性が高いとの判断があるためだ。経済・物価情勢の展望（展望レポート）では、2016年度の経済・物価見通しが下方修正される一方、2017年度中での物価目標達成見通しは維持された（図表1）。

図表1 日銀展望レポート（2016年7月）

(対前年度比: %)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
		消費税率引き上げの 影響を除くケース	
2016年度	+0.8~+1.0 (+1.0)	0.0~+0.3 (+0.1)	
4月時点の見通し	+0.8~+1.4 (+1.2)	0.0~+0.8 (+0.5)	
2017年度	+1.0~+1.5 (+1.3)	0.8~+1.8 (+1.7)	
4月時点の見通し	0.0~+0.3 (+0.1)	+1.8~+3.0 (+2.7)	+0.8~+2.0 (+1.7)
2018年度	+0.8~+1.0 (+0.9)	1.0~+2.0 (+1.9)	
4月時点の見通し	+0.6~+1.2 (+1.0)	1.0~+2.1 (+1.9)	

(注)政策委員の大勢見通し。( )内は政策委員見通しの中央値  
(資料)日本銀行

展望レポートでは2016年度の成長率見通しが消費増税の先送りによる駆け込み需要の剥落から引き下げられる一方、政府の景気対策の効果を織り込み2017年度は+0.1%から+1.3%へと大幅に上方修正された。物価見通しは2016年度を+0.1%に引き下げ、2017年度は据え置かれた。2017年度中という物価目標の達成時期は維持したものの、「見通しの不確実性が大きい」とした。海外経済を中心とした景気の先行き不透明感が企業の価格・賃金設定スタンスに影響を与えることなどが不確実性が高い理由とされている。これまでの展望レポートでは、物価目標達成時期について「～年頃になると予想される」との表現が用いられていた。不確実性の高さが展望レポートで強調されたのは黒田総裁になってから初めてである。

## 2. 総括的検証は緩和長期化へと政策枠組みを変更する契機に

9月会合における総括的検証では、これまでの量的・質的金融緩和による実質金利引き下げなどの効果を強調する一方、物価が上昇しにくい要因を挙げることで、物価目標達成に時間を要することを示す内容になると予想される。物価目標を「できるだけ早期に達成する」との考え方を維持しつつも、日銀は徐々に緩和長期化にシフトしていくと考えられる。

展望レポートでは物価が上昇しにくい要因として、2つの分析が示されている。まず、インフレ期待形成メカニズムにおいて適合的要素が強いとの分析である。日米独労使間の賃金交渉とインフレ予想の関係を分析し、我が国の賃金決定過程が米独よりもバックワード・ルッキングな性格が強いことが示されている。定量分析においては、日米独の労使間交渉で決定される名目賃金を被説明変数、①中長期のインフレ予想、②過去のインフレ実績、③失業率ギャップの3つを説明変数とするシンプルな「ハイブリッド型賃金版フィリップス曲線」を推計している。推計結果では、米独では中長期のインフレ予想にかかる係数が大きい反面、インフレ実績にかかる係数の統計的有意性が低いことが示されている（図表2）。一方、我が国のベースアップについては、中長期のインフレ予想に加え、過去のインフレ実績が統計的に有意となっており、かつ後者の影響力が前者を幾分上回っている。日銀は、交渉賃金の適用期間が日本よりも米独は長いため、労使交渉において中期的な物価動向が考慮され易く、その際中央銀行のインフレ目標が重要な要素となっていることが影響していると説明している。インフレ期待形成において適合的要素が大きければ、原油安などで物価上昇率が一旦低下すると、インフレ期待を引き上げる

図表2 ベースアップ率とインフレ予想

<推計式>

$$\text{ベースアップ率(\%)} = \alpha_0(\text{定数項}) + \alpha_1 \times \text{中長期のインフレ予想(6\sim10年先, \%)} \\ + (1 - \alpha_1) \times \text{過去1年のインフレ実績(\%)} + \alpha_2 \times \text{失業率ギャップ(\%)}$$

<推計結果>

	$\alpha_0$	$\alpha_1$	$1 - \alpha_1$	$\alpha_2$	標準誤差
日本	-0.10	0.38**	0.62***	0.05	0.47
米国	0.23***	0.86***	0.14*	-0.05	0.56
ドイツ	0.52***	0.86***	0.14	-0.51***	0.69

推計期間: 1991-2016年度(日本)

1995/1Q-2015/4Q(米国、ドイツ)

\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意

(資料) 日本銀行

ことが難しくなる。

また、消費者物価指数で相応のウェイトを持つ公共料金や家賃について長期にわたり価格の伸び悩みが続いているため消費者物価が上昇しにくいとの分析も示している。日本の公共料金が欧米対比で上昇しにくい原因の一つとして、公営企業の収益に対する補助金の投入が常態化し、営業費用や設備の減価償却費用が料金に反映されにくいことを指摘している。欧米では、政府が直接公共料金の価格決定過程に関与する割合が小さく、独立の規制委員会が費用構造を踏まえつつ、補助金の投入を前提としないような公共料金の価格設定が行われており、日本よりも価格が上昇し易い。展望レポートでは、公営企業の赤字解消に必要な公共料金の値上げ率は、2010年度以降、実績（年率+0.9%）の1.5倍強の伸びが必要との試算結果が示されている。他方、わが国の家賃が上昇しにくい背景として、消費者物価の民営家賃が賃貸住宅の経年による品質劣化の調整を行っていないことを挙げている。品質劣化にも関わらず家賃が変わらなければ、事実上、実質的な値上げを受け入れていることに等しい。米国では品質調整を行った家賃の価格指数が作成されており、わが国でも賃貸住宅の品質劣化を考慮した場合、家賃の動きは現在公表されている価格指数に比べ高めになるとの見方を示している。また、最近の相続税節税ニーズによる貸家建設の増加が貸家の空室率の上昇につながり、民営家賃の下押し圧力になっていると指摘している。民営家賃の価格は、消費者物価の中で16.2%のウェイトを持つ持家の帰属家賃にも適用されるため、消費者物価全体に及ぼす影響は小さくない。公共料金や家賃の分析は、物価が価格設定方法や統計の作成方法によって引き上げられる可能性も示唆している。

### 3. 9月会合での追加緩和は、社債買入れなど「質」を重視した緩和策に留まると予想

緩和長期化が予想される中、日銀はマイナス金利幅拡大や国債買入れ拡大を避け、9月会合で新たな緩和策を打ち出すと予想している。9月の日銀会合前後に政府の経済対策が臨時国会に提出され審議される予定であり、政府の経済対策と金融緩和との相乗効果を強調する日銀が9月会合で何らかの追加緩和策を打ち出す可能性は高い。8月8日に発表された「7月会合の主な意見」では、総括的な検証を行う理由として、「物価目標の早期実現に何が必要かという視点から検証が必要」、「物価目標達成のための具体的な政策対応を考えるうえで検証が必要」といった発言が見られており、何らかの政策を打ち出す可能性が示唆されている（図表3）。日銀が取り得る緩和策として、社債などの資産買入れ拡大が行われると予想しているが、インフレ期待への働きかけを強めるため、ヘリコプターマネーを連想させる政策が検討される可能性もある。

図表3 金融政策決定会合の主な意見（7月会合）

総括的な検証 について	<ul style="list-style-type: none"><li>・<u>2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向や政策効果について、次回会合で総括的な検証を行うことが適当である。</u></li><li>・この3年で経済・物価は大きく好転したが、「物価安定の目標」は達成できていない。<u>2%の早期実現に何が必要かという視点から総括的な検証が必要だ。</u></li><li>・<u>「物価安定の目標」達成のための具体的な政策対応を考えるうえで、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向や政策効果について総括的検証が必要。</u></li></ul>
----------------	--

（資料）日本銀行より、みずほ総合研究所作成

## （１）マイナス金利によらない資金調達コスト引き下げ策としての買入れ対象資産の拡大

総合的検証においては、マイナス金利政策による長期金利引き下げなどの効果が強調されると予想される。しかしながら、国債利回りは日銀の想定以上に低下したと考えられ、長短スプレッドの縮小による金融機関収益や年金生活者への影響など様々な副作用が指摘されている。中曾副総裁は6月10日の会見で「雇用・所得環境の改善の好影響を受けにくい年金世代の消費動向を含め、今後の個人消費の動きについてよく見ていく必要がある」と発言し、マイナス金利政策が年金生活者や高齢者にデメリットとして意識され易い点に言及している。住宅ローンがなく、金融資産の大半を預貯金として保有する年金生活者や高齢者は借入金利低下のメリットを受けにくい一方、利息収入の低下がデメリットとして意識され易いとの見方である。また、「主な意見」では、「超長期金利低下の設備投資などへの影響は限定的である一方、年金の割引率低下を通じた企業財務や公的年金などへの悪影響が見込まれる。社会保障制度の持続可能性への懸念から人々のコンフィデンスに悪影響が及ぶ可能性もある」との指摘も見られる。9月会合ではマイナス金利によらない企業の資金調達コスト引き下げ策が検討されると予想している。

日銀が企図する企業の資金調達コスト引き下げをマイナス金利以外の手法により実現する手段として、企業が発行する社債やCPの買入れなど、買入れ対象資産を拡大する対応が選択肢となるだろう。日銀は約3兆円の社債保有残高を維持している。買入れ対象の社債は残存期間が1年以上3年以下で、適格格付機関からBBB格相当以上の格付を取得していることなどが条件となっている。マイナス金利導入後、企業が発行する社債年限は長期化しており、40年債を発行する企業も出てきている。買入れ対象年限を長期化する可能性もある。もっとも、普通社債の市場規模は57兆円程度（2015年度末）と国債市場に比べ小さい（図表4）。社債以外の地方債や財投機関債などに買入れ対象を拡大することも考えられよう。

## （２）ヘリコプターマネーを連想させる政策が検討される可能性も

強力にインフレ期待に働きかける政策としてヘリコプターマネー的政策の導入を検討する選択肢も考えられる。ヘリコプターマネー政策とは、中央銀行が国債引き受けなどにより政府の資金調達をサポートする政策を指す。財政悪化による人々の将来不安を回避し、財政政策の浸透力を高める効果が期待される（図表5）。一方で、政府の財政規律低下や、財政拡張が続くことによりハイパーインフレのリスク

図表4 主要資産の残高

資産	残高	うち日銀保有額
国債	901兆円	332兆円
普通社債	57兆円	3兆円
地方債	59兆円	—
政府保証債	35兆円	—
財投機関債	33兆円	—

（民間金融機関貸出資産）

企業・政府向貸付	588兆円	—
住宅貸付	178兆円	—

（注）残高は2015年度末（日銀保有額は7月末時点）

（資料）日銀、日本証券業協会より、みずほ総合研究所作成

図表5 ヘリコプターマネー政策の効果

メリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>中央銀行によるファイナンスにより政府は大量の国債発行が可能</li> <li>財政悪化による人々の将来不安を回避し、財政政策の浸透力を高める効果</li> <li>中央銀行が国債保有を続けることで、出口戦略実施の際などの金利上昇リスクを回避</li> </ul>
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>政府の財政規律が低下する可能性</li> <li>財政拡張方向からの転換が困難となる可能性。物価目標達成後も財政拡張を続ければ、ハイパーインフレのリスクが高まる</li> </ul>

（資料）各種報道等よりみずほ総合研究所作成

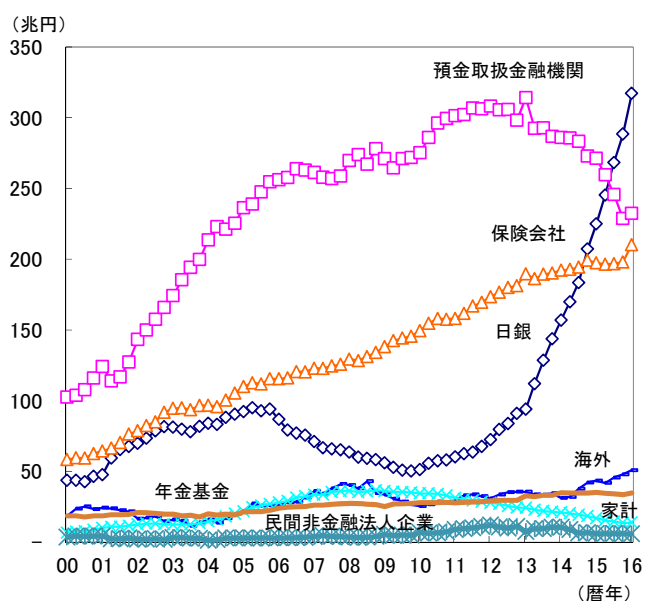
を高めるとの指摘もあるため慎重な対応が必要であるが、インフレリスクを意識させることでインフレ期待を高められる可能性がある。日銀の国債引き受けは財政法で禁止されており困難であるが、日銀が買入資産残高維持に対する時間軸を導入し、インフレ目標達成後相当期間経過まで保有国債償還分の再投資を行うなどの対応によりヘリコプターマネーを連想させる政策を行うことは可能だ。その他、マネタリーベース拡大目標を取りやめ、長期金利の水準をターゲットとし、ターゲットとなる金利水準を上回る場合は無制限に国債を買入れるといった手法も考えられる。これもヘリコプターマネーを連想させる政策となり得る。

#### 4. 緩和長期化に向けた国債買入れ策の見直しは年後半以降の対応となる可能性

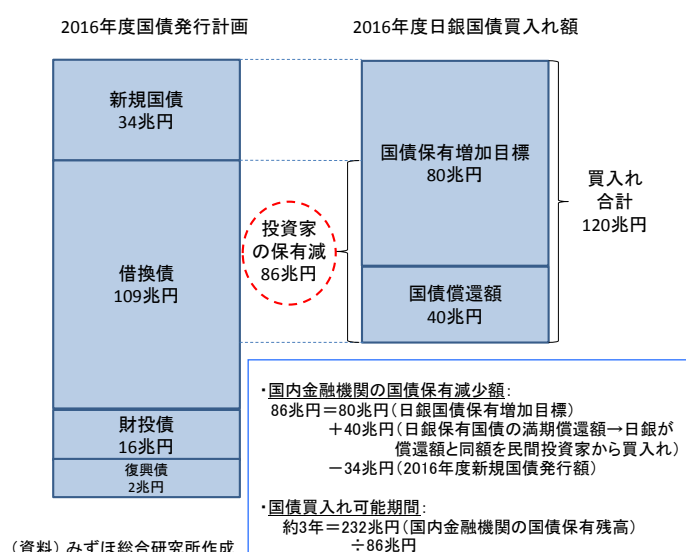
総括的検証を踏まえ、日銀は緩和長期化に向けた政策の枠組みの見直しを今後徐々に進めると予想される。その際、国債買入れの見直しは避けて通れない課題となる。

日銀の国債保有額は金融機関を上回り、国内最大の国債保有者となっている（図表6）。国債の売り手を見ると金融機関が中心となっているが、日銀が今年度民間投資家からの国債買入れを必要とする年間額86兆円（120兆円－34兆円（新規国債発行額））を全て金融機関から買い取ると仮定すると、国債買入れを継続できる期間は、約3年（＝2019年まで）との計算になる（国内金融機関の国債保有残高232兆円（2016年3月末）÷86兆円）（図表7）。金融機関は担保として国債を一定量保有する必要がある、こうした要因を勘案すると2018年以降国債買入れが困難になるとみずほ総研では試算している。現時点で日銀の国債買入れオペが札割れになるような事態は生じていないが、超長期国債の国債応札倍率低

図表6 主要投資家の国債保有残高推移



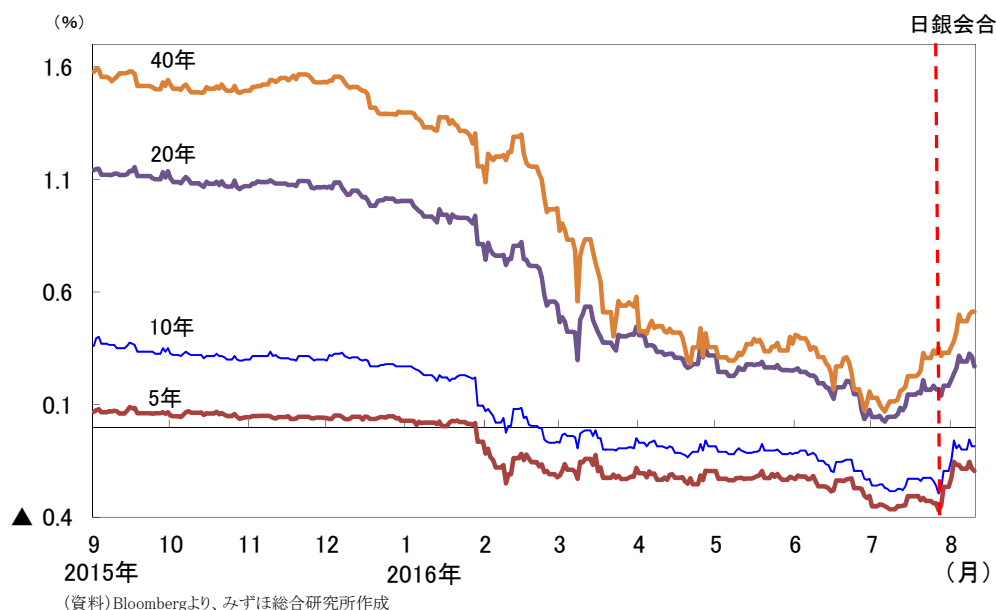
図表7 日銀の国債買入れ試算



下に対応し、足元で日銀は超長期国債の買入れ額を減額している。

しかしながら、国債買入れ額を減額すれば、金融緩和の縮小と債券市場が判断し長期金利が急上昇する可能性がある。金融緩和の縮小と意識させないため、市場とのコミュニケーションを慎重に行う必要がある。国債買入れの見直しは、9月会合ではなく、経済・金融市場動向を見極めつつ年後半以降行われる可能性が高いと考えられる。見直し策としては、国債保有増額目標を現状の80兆円から70~90兆円などレンジとし、徐々に買入れ額を減額する手法や、金利上昇圧力を和らげるため、国債買入れ減額と付利引き下げを組み合わせるといった手法が考えられる。債券市場では、国債買入れ減額など、金融緩和が縮小方向に向かうことへの警戒感から利回りが大きく上昇し、ボラティリティが高まっている（図表8）。黒田総裁や岩田副総裁は量の縮小に対し否定的な発言を行っているが、岩田副総裁は8月4日の記者会見で「微妙な調整の仕方に関しては、もう少し検証し、気配りのある金融政策を行っていきたい」とも発言している。総括的検証を踏まえた日銀の行動は明確でなく、金融政策の先行き不透明感は払拭できていない。9月の日銀会合に向け金融政策を巡る思惑で債券市場は振れ易い展開が予想される。日銀のコミュニケーション力が問われる局面だ。

図表8 国債利回りの推移



●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。