

日銀は政策修正に動くのか

金利上昇局面での日銀の政策対応に注視が必要

市場調査部上席主任エコノミスト

野口雄裕

03-3591-1249

takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

- 黒田総裁は12月21日の記者会見で低金利長期化による金融仲介機能への影響を踏まえた政策修正は現時点で不要との認識を示し、「リバーサル・レート」発言で高まった政策修正観測を否定した
- イールドカーブ・コントロール政策は、金融仲介機能、生保や年金の運用に配慮した政策であるが、イールドカーブのスティープニングが進まない中、生保や年金の厳しい運用環境に変化はない
- 日銀が金融仲介機能への影響のみを理由に政策修正に動く可能性は低いと思われる。ただし、金利上昇局面でイールドカーブを更にスティープニングさせる対応を行う可能性があり注視が必要だ

1. 黒田総裁は「リバーサル・レート」による政策修正観測を打ち消す

黒田総裁は12月21日の金融政策決定会合後の記者会見で、「金融仲介機能に問題が生じているということはない。『リバーサル・レート』という学術的な分析を取り上げたからといって、現状の緩和策について見直しが必要だとか、変更が必要だということは全く意味していません。」と発言し、金融仲介機能低下への懸念から政策修正に動く可能性を否定した（図表1）。市場では、11月13日に黒田総裁がスイスのチューリッヒ大学で行った講演「『量的・質的金融緩和』と経済理論」において、プリンストン大学のブルネルマイヤー教授による「リバーサル・レート」に関する議論を紹介したことを契機に、日銀が低金利長期化の副作用を踏まえ政策修正に動くとの見方が高まっていた。リバーサル・レートと

図表1 黒田総裁発言要旨（12月21日）

金融仲介機能への影響について	<ul style="list-style-type: none"> ・金融仲介機能に現段階で何か問題が生じているということはない。金融機関の貸出態度は引き続き積極的であり、貸出残高も順調に増加している。 ・「リバーサル・レート」という学術的な分析を取り上げたからといって、現状の緩和策について見直しが必要だとか、変更が必要だということは全く意味しない。
長期金利誘導目標について	<ul style="list-style-type: none"> ・具体的な金利は物価目標との関連で見えていく。景気がいいから金利を引き上げるといった考えはない。 ・今の利回り曲線は最も適切な効果を発揮している。最適な利回り曲線は実際の経験のなかでよりはっきりしてくると思う。
地域金融機関の収益悪化について	<ul style="list-style-type: none"> ・金融システムレポートで示した通り、地域の人口や企業数が減少している中、地域金融機関の従業員や店舗数にやや過剰感が生じている可能性がある。 ・適切な金融仲介機能を果たすためには、強みを生かしサービスを差別化する必要がある一方で、効率性を高めることも必要。

（資料）日本銀行、各種報道よりみずほ総合研究所作成

は、金利を下げすぎると、預貸金利鞘の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転する可能性があるという考え方である。講演の中で黒田総裁は「現時点で金融仲介機能は阻害されていない」と発言したものの、市場では日銀が金融仲介機能低下を理由に政策修正に向けた地ならしを開始したのではないかとの見方が強まっていた。

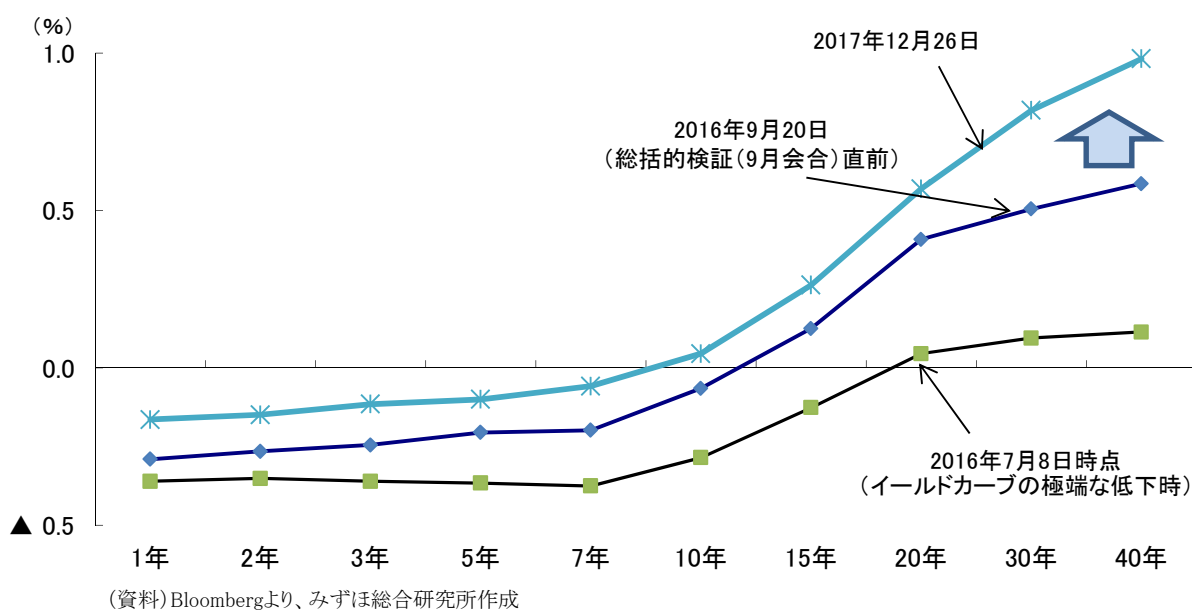
もともと、日銀は既に2016年9月に行った総括的検証において、経済・物価に加え金融情勢も踏まえて政策運営を行う方針を示している。その後導入されたイールドカーブ・コントロール政策は、金融緩和策の金融機関への影響も考慮した政策であると言える。総括的検証においては、物価目標達成に向け最適なイールドカーブが検討され、短中期ゾーンの利回りを引き下げることが経済への効果が大きく、イールドカーブの過度な低下、フラット化は、生命保険会社や年金の運用収益を押し下げ、マインド面を通じ経済活動に悪影響を及ぼす可能性があるとの分析が示されている。イールドカーブ・コントロール政策導入後、超長期債利回りが上昇しイールドカーブはスティープニングしている（図表2）。

2. 進まない生命保険会社の超長期債投資

しかしながら、イールドカーブ・コントロール政策導入後も、生命保険会社や年金の厳しい運用環境は変わっていないと考えられる。生命保険会社は現状の金利水準での超長期債投資に消極的であり、超長期債の買い越し額は低水準となっている（次頁図表3）。2017年度下期の運用計画においても外債などを中心に積み増す計画を示している。高利回り国債の償還などにより債券運用利回りは低下基調が続いているとみられる。

イールドカーブのスティープニングが進まない要因として、需要面では国内金融機関の運用難が続いていることが挙げられる。金融機関の預貸率は低水準で推移し、地域金融機関などは超長期債の購入を

図表2 イールドカーブの変化



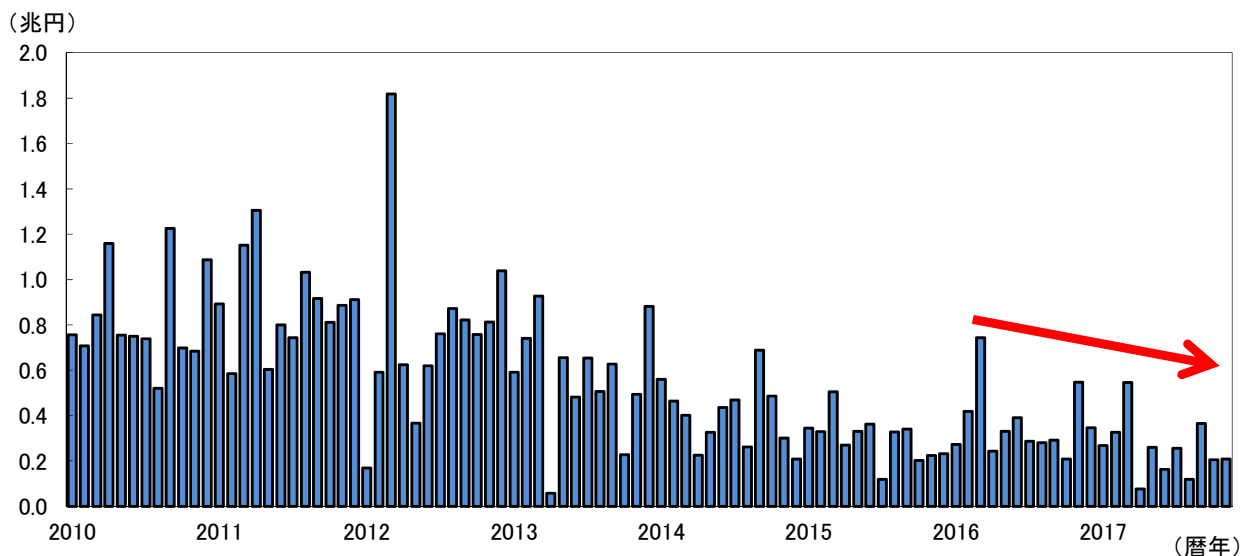
増やしデュレーションを伸ばすことで利回り確保に動いている。財務省によると、2016年度末における国債保有残高に占める残存10年超の割合は都市銀行の5.0%に対し、地方銀行では11.7%となっている。2012年度末時点では都市銀行が1.6%、地方銀行が4.0%であり、期間の長い国債の保有が増加している。マイナス金利導入後に拡大した外債投資は、ドル調達コストが高止まりする中、足元で伸び悩んでいる。日銀が6度にわたり物価目標達成時期を先送りする中、金融緩和が長期化するとの見方も金利の先高観を抑制している。一方、国債の供給面からも金利が上昇しにくい状況だ。12月22日に発表された2018年度国債発行計画では、30年国債、40年国債などの発行が減額された。2007年に発行が開始された40年国債はこれまで増額が続けられてきたが、初めての減額となる。フローベースの平均償還年限は長期化が進められてきたが、2017年度の9年2カ月から2018年度は9年1カ月と短期化する見通しだ。

3. 金利上昇圧力が高まる局面での日銀の政策対応に注視が必要

日銀は低金利長期化による金融仲介機能への影響を引き続き注視してはいるものの、金融仲介機能への影響のみを理由に政策変更動く可能性は低いとみられる。既述の通り、日銀は現時点で金融仲介機能に問題が生じているとの判断を示していない。また、金融機関に配慮し長期金利を多少引き上げても、金融機関収益を押し上げる効果は限定的と考えられる。日銀金融機構局が2017年10月に作成した金融システムレポートでは、金融機関の収益低迷の要因として、人口減少や競争激化などの構造問題を挙げている。こうした問題は金融政策のみで解決することは困難である。

ただし、金利水準がこのまま変わらなければ、金融機関収益の低迷が続き、生保や年金運用の困難な状況も変化しない。黒田総裁は「低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的である」と発言している。足元でメガバンクや地方銀行が両替手数料や送金手数料引き上げなどに動いているが、金融サービスに対する適性な対価を取る動きが今後とも出てくる可能性がある。

図表3 生命保険会社の超長期債買い越し額



(※)買付額－売付額、超長期債
(資料)日本証券業協会より、みずほ総合研究所作成

日銀は目先春闘での賃上げ動向を見極めつつ政策を据え置くと予想されるが、今後、米国の利上げなどを受け円金利の上昇圧力が高まる場合、イールドカーブをスティーピングさせる対応を行う可能性がある。その際、政策修正はグローバルな景気回復に伴うもので、金融緩和度合いは変わらないの考え方を示すだろう。中曽副総裁は2017年2月の記者会見で、「経済や物価に対する見方が改善した場合は、それに見合った形で長期金利操作目標を引き上げても金融緩和の度合いを減じることはない」と発言している。日銀は金利目標水準の引き上げが緩和後退と意識され円高が進むリスクを警戒しているとみられるが、世界経済の回復を受け欧米金利が上昇する局面では円安が進みやすくなると考えられる。日銀は政策変更を行う場合、事前に総裁発言などで市場に慎重に織り込ませていくだろう。具体的な政策対応として考えられるのは10年国債利回りの目標水準引き上げであるが、市場に利上げと受けとめられないよう、目標金利の年限を10年から5年に変更し、超長期債利回りを引き上げイールドカーブのスティーピングを狙うという選択肢も考えられる。

●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。