

日銀は企業・家計マインドを注視 追加緩和の要否は消費増税の影響を見極め判断

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

- 日銀の世界経済持ち直しシナリオの不透明感が高まっている。月末に発表される展望レポートで経済・物価見通しが下方修正されれば、政策金利のフォワードガイダンスが変更される可能性がある
- 決定会合では追加緩和を求める意見は増えていない。日銀は景気の下振れが企業・家計のマインドに与える影響を注視しており、追加緩和の要否は消費増税の影響を見極め判断すると予想される
- 米中通商協議の行き詰まりや欧米中銀の利下げなどによる急速な円高進行が日銀にとってのリスクシナリオ。円高への対応策としてマイナス金利の深掘りは選択肢として残されている

1. 不透明感高まる世界経済持ち直しシナリオ

世界経済の不確実性が高まり物価上昇に加速感が見られない中、欧米金融政策は金融緩和の方向に政策を転換しつつある。日銀は年後半に世界経済が持ち直すシナリオを維持しているが、米中通商問題の世界経済への影響が顕在化しつつある中、シナリオの修正を迫られる可能性が高まっている。

6月金融政策決定会合(6/19・20)の「主な意見」によると、輸出・生産面に海外経済減速の影響がみられるものの、日本経済は緩やかに拡大しているとの見方が大方の政策委員の認識として示されている。黒田総裁は記者会見で「年後半以降の世界経済持ち直しとのメインシナリオは変更していない」と発言した。一方、決定会合では委員から「世界経済を巡るリスクが前回会合対比で下方に厚くなっている」との意見が出るなど、海外経済の下振れリスクへの警戒を強める発言が増えている。日銀の世界経済持ち直しシナリオの前提として、中国などにおける景気刺激策の顕在化や、IT関連財の調整進捗があるが、5月27日の講演で黒田総裁は両者について不確実性が高まっているとの認識を示している。中国の景気刺激策の効果については、「マインドや先行き見通しによって左右される面もある。通商問題などを巡り不確実性が高い状況も踏まえると幅を持ってしておく必要がある」と発言した。また、ITサイクルについても「下降局面に入った」と述べている。その他、欧州の政治情勢の不透明感に加え、所得格差の拡大を背景とした政治の不安定化が企業・家計のマインドや金融資本市場の変動などを通じて幅広く波及する可能性、官民における債務の積み上がりが金利や金融市場の変動に対する家計や企業の脆弱性を高めている側面も指摘している。

日銀は4月の金融政策決定会合で政策金利のフォワードガイダンスを明確化し、「海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」としている。2020年春頃という時期は年後半に世界経済が持ち直しに転じるシナリオが前提となっているが、7月の金融政策決定会合(7/29・30)

で発表される展望レポートで経済・物価見通しが下方修正されれば、フォワードガイダンスに示される時期が後倒しされる可能性が高い。原田委員は物価目標との関連がより明確となるフォワードガイダンスの導入を主張している。物価目標と関連付けることでフォワードガイダンスの効果を強めることが期待できるが、目標達成が展望できない中での導入は政策の柔軟性を奪うことにつながるため、可能性は低いと思われる。

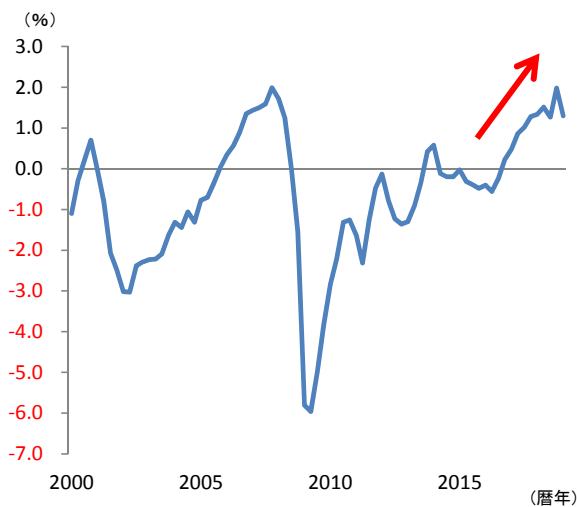
2. 追加緩和は消費増税の影響を見極め判断

欧米中銀が利下げに向かいつつある中、日銀の次の一手への関心が高まっているが、金融政策決定会合での議論を見ると、政策委員の多くは現状維持を主張している。

日銀は現行の政策運営において物価上昇のモメンタムを維持することを重視している。黒田総裁は「(物価上昇の)モメンタムが失われれば適切な追加緩和を行う」と発言している。モメンタムとは需給ギャップやインフレ期待を指しており、需給ギャップがタイトな状況を維持し続け物価上昇を待つというのが現在の日銀の政策スタンスである。日銀が算出する需給ギャップを見ると、2006年以来の水準に高まっている(図表1)。

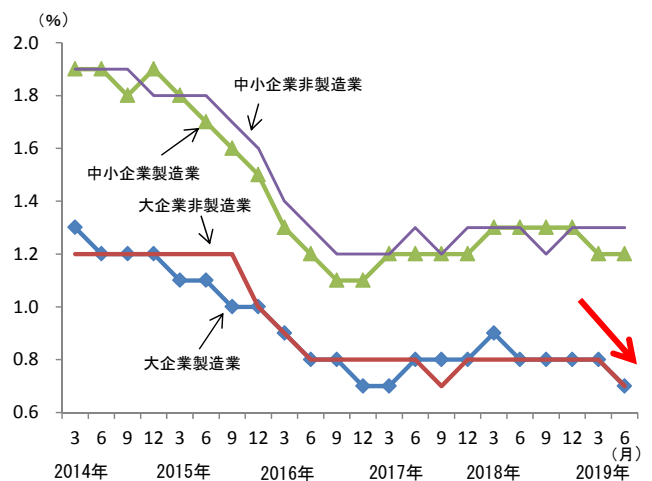
政策委員は世界経済の不透明感が企業や家計のマインドに影響を与え、インフレ期待が低下するリスクを注視している。企業マインドの下振れは米中貿易摩擦の影響などから製造業を中心にグローバルに見られる現象である。7月1日に発表された日銀短観では、大企業・製造業の業況判断が2四半期連続で悪化した。短観で発表される企業の物価見通しも統計開始以来の最低水準に低下している(図表2)。家計のマインドを示す消費者態度指数は2018年夏場以降低下ペースが強まっている。世界経済の先行き不透明感の増大やエネルギー価格の上昇、耐久財の買い替えサイクルのピークアウト等が重石になっていると考えられる。今後、家計のマインドに影響を与え得るイベントが消費増税となる。日銀はこれまで消費増税の影響は限定的との見方を示してきたが、最近の決定会合では消費増税の影響に対する警戒を強める意見が増えている。6月会合では、委員の一人が、「雇用者所得の増加がかなりの

図表1 需給ギャップの推移



(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

図表2 企業の物価見通し(短観)



(注)5年後の物価見通し
(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

程度貯蓄に回っていることを踏まえると、足もとの生産の減少が消費の減少に繋がるまでには多少の時間があると考えられるが、一方で、消費税率の引き上げが消費の減少を早めてしまう可能性もある」と指摘している。家計のマインドが下振れれば物価上昇のモメンタムを維持できなくなる可能性が高まるだろう。

金融政策の対応余地が限られる中、消費増税による家計のマインドへの影響を見極めるまで追加緩和を温存したいというのが多くの政策委員の考え方と見られる。黒田総裁は6月会合後の記者会見で「政府が国債を増発して歳出を増やすということをやったとした場合にも、イールドカーブ・コントロールのもとで金利が上がらないようにして協調的な行動がとられている」と発言した。財政ファイナンスを認めたと受け取られかねない発言に踏み込んだのは、金融政策と財政政策の連携を強調することで、金融政策での追加対応を避ける狙いと考えられる。当面の景気下振れへの対応は、政府の景気対策が中心となり、日銀は既述のフォワードガイダンスの変更の他、ETFの買入れについて現状の目標額（6兆円程度）を維持できる範囲で増額するというのがメインシナリオと考えている。

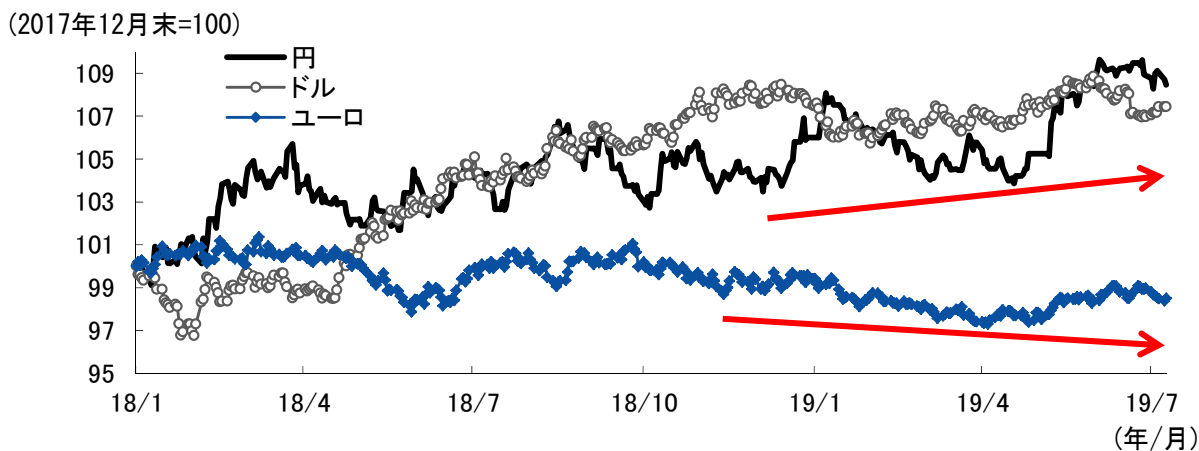
3. 円高進行の場合はマイナス金利の深掘りが選択肢に

(1) 円高進行が日銀のリスクシナリオ

日銀にとってのリスクシナリオは米中通商協議の行き詰まりや欧米中銀の利下げなどで円高が進行し、物価上昇のモメンタムが維持できなくなる事態であろう。

これまでのところ、ドル円相場は世界経済の不透明感が高まる中でも過去に比べ狭いレンジでの推移が続いている。ドル、円、ユーロの実効為替相場の推移を見ると、欧州景気の下振れに伴いユーロが下落する一方、ドル、円の両通貨とも買われているため、ドル円相場の動きは抑制されている（図表3）。しかしながら、今後、米中協議が進まず対中関税の更なる引き上げ（第4弾）が実施され

図表3 実効為替レートの推移



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

ば、米国経済への影響も相応に出てくる可能性がある。ドルが売られ、更にECBの利下げでユーロ安が進めば、円高が進むリスクが高まるであろう。内閣府が発表する「企業行動に関するアンケート調査」によると、輸出企業の採算円レートは大企業で99.76円（2018年度）となっている。ドル円レートが100円に近づけば、金融政策での対応を迫る圧力が高まるだろう。

（2）決定会合ではマイナス金利深掘りを議論

黒田総裁は追加緩和を行う場合、政策の効果と副作用を慎重に見極めるスタンスを示している。追加緩和策として、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速を挙げている。長期金利操作目標の引き下げやマネタリーベースの拡大は長期金利の低下による円高抑止効果が期待されるが、イールドカーブの更なるフラット化につながる。これは、2016年の総括的検証で示された、「経済への影響は短中期ゾーンの金利低下の効果が相対的に大きく、イールドカーブの過度な低下は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」との分析結果と矛盾する対応となるため考えにくい。円高急進の場合にはマイナス金利の深掘りが選択肢となる。

マイナス金利の深掘りは短中期ゾーンの金利を引き下げるとともに、円高抑制効果が期待できる政策であるが、貸出金利の低下による金融機関収益の押し下げなど副作用が懸念されている。4月及び6月の決定会合では、マイナス金利の深掘りが議論されていることが確認できる。4月会合では、「民間部門の資金の運用・調達構造を踏まえると、現状以上の金利低下は、実体経済への効果よりも副作用を助長するリスクの方が大きい可能性がある」との意見が見られる。6月会合ではマイナス金利による副作用の軽減策として金融機関への貸付金利を引き下げる手法が議論された模様であるが、「金融機関に対してマイナス金利の資金供給を行うことは、経済・金融情勢次第では、銀行貸出の増加にはつながらない恐れや金利押し下げ圧力をもたらす懸念もある」と否定的な見方が示されている。全国銀行のバランスシート（2018年9月末）を見ると、負債に占める日銀からの資金調達は6%と小さい。預金金利の引き下げが困難な中、資産における貸出金利低下の影響が上回り、収益を押し下げる

図表4 追加緩和の選択肢

政策手段		評価
短期政策金利の引き下げ	・マイナス金利幅を▲0.1%から拡大。円高が急激に進行する場合の選択肢	・金利低下による円高抑制効果が期待 ・貸出金利低下による金融機関収支の悪化などの副作用が懸念。実施の場合、副作用軽減策とセットで行われる可能性（金融機関への貸出金利引き下げ、当座預金三層構造の見直し、イールドカーブのステイプ化策等）
長期金利操作目標の引き下げ	・現状の10年国債利回りゼロ%程度としている目標を引き下げることで金利低下を容認	・イールドカーブが更にフラット化する可能性。総括的検証（2016年）において、長期金利の過度な低下は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の分析結果と矛盾する対応となるため可能性は低いと評価 ・金利低下による円高抑制効果が期待
マネタリーベースの拡大ペースの加速	・国債等の買入れ額を拡大することで、マネタリーベースを拡大	
資産買入れの拡大	・国債、ETF等の資産買入れを拡大。ETFの買入れは6兆円から上下の振れが許容されており、現状でもある程度増額が可能	・ETF買入れは株価急落時の下支え策としての効果が期待。ただし、市場機能を歪める、日銀の損失リスクを高めるなどの副作用が懸念

（資料）みずほ総合研究所作成

可能性がある。4月会合では金利低下余地についても議論された模様だ。「金融機関の預金・貸出金利には契約上、運用上のゼロフロアがあると考えられることや、民間部門の資金の運用・調達構造を踏まえると、現状以上の金利低下は、実体経済への効果よりも副作用を助長するリスクの方が大きい可能性がある」との意見が出ている。以上のように、決定会合の議論を見る限り、マイナス金利深掘りについては副作用への懸念が強く、円高抑制の日本経済への効果が副作用を上回ると判断した場合に限られるだろう。

その他、マイナス金利の副作用を抑制する対応としては、日銀当座預金の三層構造を変更する手立ても考えられる。現在、日銀の当座預金はマイナス金利▲0.1%が付利される政策金利残高、ゼロ金利のマクロ加算残高、+0.1%が付利される基礎残高の3層に分けられている(2019年5月時点:政策金利残高18兆円、マクロ加算残高152兆円、基礎残高208兆円)。日銀は、金融機関の負担を軽減するため、政策金利残高を維持しつつ、当座預金残高の増加分はマクロ加算残高を増加させることで対応している。更に金融機関の負担を軽減するには、政策金利残高の更なる圧縮、又は基礎残高の拡大といった対応が考えられる。ただし、現状都市銀行の政策金利残高はゼロとなっており、基礎残高の拡大は理屈付けが難しい。副作用の抑制効果として大きな期待はしづらい。

(3) 7月会合は政策据え置きを予想

月末の金融政策決定会合(7/29・30)は、利下げが見込まれるFOMC(7/30・31)直前のタイミングで行われる。米国の利下げが予防的利下げにとどまるのであれば、日銀が警戒する円高は生じないと見られ、政策が変更される可能性は低い。FOMC後の円高進行をけん制するため、黒田総裁が会見などで追加緩和についてより踏み込んだ発言を行う対応も考えられよう。

既述の通り、マイナス金利深掘りのハードルは高いが、円高対応策としてマイナス金利深掘りが選択肢として残っている点には留意が必要だ。櫻井委員は5月31日の講演で、「(景気の動向次第で)大変厳しい判断を迫られるかもしれない」と発言している。6月の決定会合では、「幅広い追加緩和オプションの実現可能性や効果と副作用について、さらに検討を深めておく必要がある」との意見が見られる。決定会合での今後の議論の行方を注視する必要がある。

●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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。