

リサーチ TODAY

2017年 4月 20日

## 「6回目のジンクス」、今回、日銀は連動利上げをパスすることも

専務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

今月初、TODAYで、日米欧の政策金利の引き上げの連動について下記図表を用いて「5回のジンクス」議論を行った<sup>1</sup>。過去40年の経験則からは、欧州の動きが日本の前触れになっていたため、仮にECBが出口に向かうと日本の出口に向けた観測が急に浮上しやすいとした。同時に、日本が出口に向かうための絶対条件には、米国が利上げを続けるか、少なくともの利下げ局面にないことを挙げた。すなわち、日本が出口に向かう猶予期間は、先頭車両の米国が利下げに向かうまでの限られた期間ということになる。今年の米国の利上げ観測は、年内「何回か？」という次元で、あくまでも利上げ継続がコンセンサスであり、こうした傾向は2018年までは続くというのが市場の大層だ。しかし、2019・20年まで利上げが続くかは見方が分かれる。もし、仮に2020年頃にかけて米国が利下げに転じ、そこまで日本が出口に向かっていない場合、「6回目のジンクス」が成立せず、日本は、再度米国が利上げに向かう次のラウンドまで、利上げ・出口を待つ必要がある。それでは、猶予期間が限られている日本は早期に出口戦略を進める必要があるのかが本稿の趣旨だ。

結論を先に述べれば、4回目と5回目に出口を急いだことについての反省があるので、今回は出口を焦らないのではないか。その結果、日本の出口は今回の米国の利上げサイクルでは実現できない可能性があると同時に、マイナス金利を含めた超低金利政策の長期化のリスク、「永遠のゼロ」リスクもある。

### ■図表：金融市場の「5回のジンクス」と6回目の展望

	米国引き締め開始時 公定歩合	ドイツ(EU)引き締め開始時 公定歩合	日本の引き締め開始時 公定歩合	日本利上げ後の環境	原油価格動向
1回目 1970年代 前半	1973/1(二番目) 4.5% → 5%	1972/10(最初) 3% → 3.5%	1973/4(最後) 4.25% → 5%	1974年から世界的不況 独ヘルシュタット銀行問題	第一次 石油危機
2回目 1970年代 後半	1977/8(最初) 5.25% → 5.75%	1979/3(二番目) 3% → 4%	1979/4(最後) 3.5% → 4.25%	1980年以降 世界的減速 ラ米問題	第二次 石油危機
3回目 1980年代 後半	1987/9(最初) 5.5% → 6%	1988/9(二番目) 3% → 3.5%	1989/5(最後) 2.5% → 3.25%	1990年以降 世界的減速 S&J,LBO問題	イラク侵攻 原油価格上昇
4回目 1990年代 後半	1999/5(最初) 4.75% → 5% (FFレート)	1999/11(二番目) 2.5% → 3% (ECB政策金利)	2000/8(最後) 0% → 0.25% (O/Nコールレート)	2001年 ITバブル崩壊	10年ぶり 原油価格高騰
5回目 2000年代 半ば	2004/6(最初) 2.5% → 2.75% (FFレート)	2005/12(二番目) 2% → 2.25% (ECB政策金利)	2006/7 利上げ(最後) 0% → 0.25% (O/Nコールレート)	2007年 サブプライム危機	原油価格高騰
6回目 今回	2015/12(最初) 0.25% → 0.50% (FFレート)	出口の観測が一部に 浮上	出口見えず		

(資料) みずほ総合研究所

先に触れた、4回目とは日本の2000年の利上げ、5回目とは2006年の利上げを指す。どちらも、1990年

代以降のバブル崩壊以降のバランスシート調整が続くなかで行われた利上げであった。どちらも日銀のプロパーの総裁によるもので、速水総裁にしても福井総裁にしても、インフレに対する根強い警戒から、ゼロ金利を解除する「正常化」への強い志向をもっていた。実際に、2000年頃のITバブル景気、2006年頃のサブプライム景気をバックに早めに正常化を実現したいという強い希求（バイアス）があった。従来、日銀のなかでは、総裁在任期間の「勝ち負け」の星取表は「利上げが勝ち」、「利下げが負け」という見方が暗黙裡に言い伝えられていたという。利上げを重視する組織バイアスは、時の政権が嫌がることもある利上げを敢えて行い、断固としてインフレに対する姿勢を示した総裁に与えられた勲章ともいえる。また、それは戦後、長期にわたり続いたインフレ局面の中であって生じた当然の組織バイアスと言っていい。

一方で今日総裁の任にある黒田総裁はそれまでと異なる側面をもつ。すなわち、過去の4回目、5回目の利上げが性急な対応として反省材料になっているとの認識が日銀に既にあるなかで彼が登場したことだ。つまりデフレ脱却を第一の目的とするアベノミクスの政策目標を一手に背負った立場にあるのが黒田総裁だ。しかも、日銀のプロパー総裁ではなく、財務省出身の黒田総裁には、先述の「利上げが勝ち」、「利下げが負け」という組織バイアスが生じにくい。さらに、2016年9月の総括的検証において、時間軸政策に「オーバーシュート型コミットメント」の政策を加えている。それゆえ、たとえ今後の状況を客観的にみて日本にとって出口を迎える時間的な猶予期間は限られているとしても、ことさら焦る必然性がない。

一方、過去の速水総裁、福井総裁の時は出口を実現すること、すなわちゼロ金利からの「正常化」を行うこと自体が目的化されている側面が強かった。こうしたバイアスは、その後の、白川総裁にも根強く受け継がれた。しかし、今日の黒田総裁の場合、政策目的はあくまでも「インフレ率2%」というデフレの脱却にあり、金利の正常化ではない。

既に2015年12月から米国の利上げが始まっており、「6回目のジンクス」のサイクルが始まった。世界的にもこれまでの金融緩和一辺倒の動きが転換し、一部の新興国のなかには利上げに向かう国が見られる。世界的な連動は、出口に向けたサイクルに入りかけている。ECBの動きをみても、微妙に出口を模索する動きが見え始めた。ただし、先述のように日本が利上げを実現できるのは、あくまでも米国が利下げに入るまでの限られた期間であるとするれば、自ずと猶予期間は限られる。猶予期間のなかで出口に向かうには、2%の物価目標は高すぎるので、そのバーを下げることも選択肢となるだろう。

これまで我々が今回のマイナス金利環境は2020年近くまで続くことを前提とする議論を行ってきたのは、総合的に判断すれば、2020年近くまで日本は出口に向かわない可能性があると考えたからだ。日本の出口戦略には、国債市場の問題を含め、金融機関の健全性、財政の持続性、インフレなどの様々なマクロ環境に同時に目配せする対応が不可欠で、かつその戦略が国際的な政策連動のなかで行われる必要がある。日銀としても環境が整えば、利上げを含めた出口を模索したい気持ちは山々だろう。ただし、これまでには確かに出口戦略が目的化されてきたが、今日のスタンスでは、目的が脱デフレであり、その結果として出口も展望できればいいのではないか。その結果、今回の6回目の米国発のサイクルをパスして、次に米国が利上げに向かうサイクルまで待つという、長期戦の構え、つまり「永遠のゼロ」のような状況も生じる可能性が日本にはある。

1 「『6回目のジンクス』、今回も鍵はECBが握る」（みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2017年4月6日）