

リサーチ TODAY

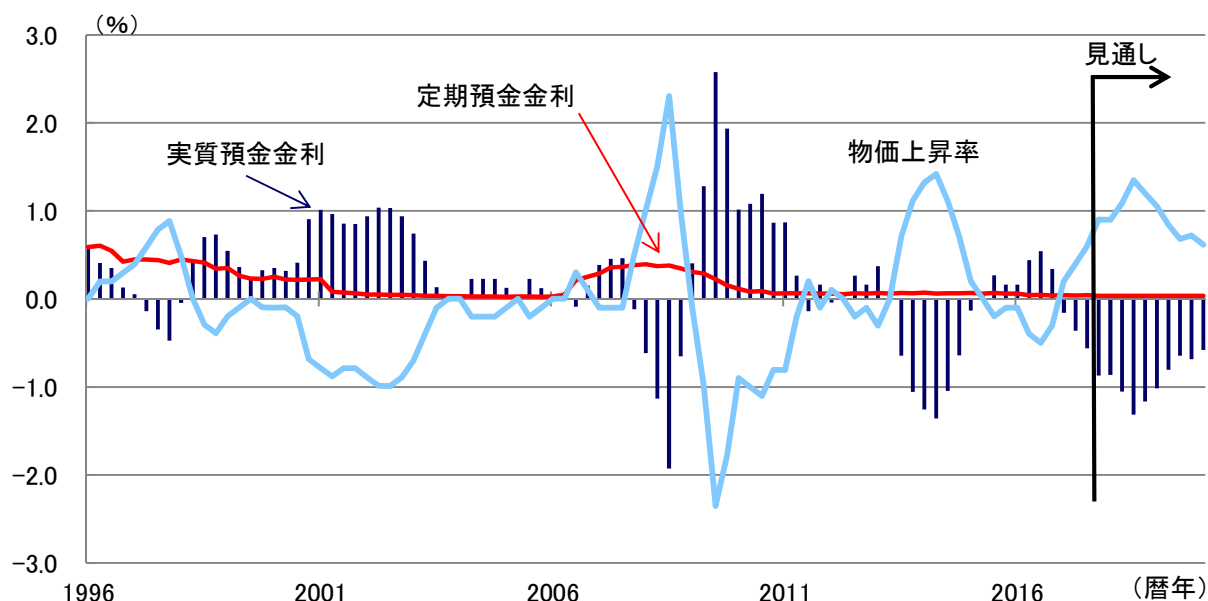
2018年 6月 19日

日銀正常化に残された1年、カギは預金者の不満と持久戦シフト

専務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

先週、米国FRBは利上げを行い、ECBも量的緩和終了を決め、両者は出口に向かう姿勢を示した。残るのは日銀だけになった。筆者はかねてより「日銀版OKルール」という提言をしてきた。ゴルフで、ボールがカップに近づいたときにカップインにならなくても周囲の参加者がOKと宣言することでカップインしたことに対することに倣い、日銀もインフレ率が厳密に2%に達しなくても長期的にその方向に向かえば、周囲からOKを宣言してもらうこともあるという問題提起だった。ゴルフでもプレイヤー自身は自ら「OK」と宣言することができないなか、周囲の市場参加者等から「OK」とする雰囲気醸成が必要になる。ここで、よくいただく質問は「だれがOKを出すのか」だ。勿論、政府から言われれば良いのだが、財政を担う政府は事実上、超低金利策の最大の受益者で、財政運営と金利が緊密に結びつく以上「OK」は出しにくい。さらに、これまではアベノミクス3本の矢の先兵として、第1の矢で「円安・株高」という成果を残した点に対する論功行賞が日銀総裁の戦後初の再任であった。ゆえに円高不安が生じる動きに政府は慎重だ。そうすると、政治過程のなかで影響力を持ち得るのは、国民の大層を占める預金者からの不満だろう。下記の図表は実質預金金利の推移である。物価環境が漸くコアCPIの1%台が視野にはいるなか、実質金利マイナスに対する不満が生じやすい。こうした議論は過去、年金生活者の低金利への不満として議論されたこともあった。

■図表：実質預金金利推移

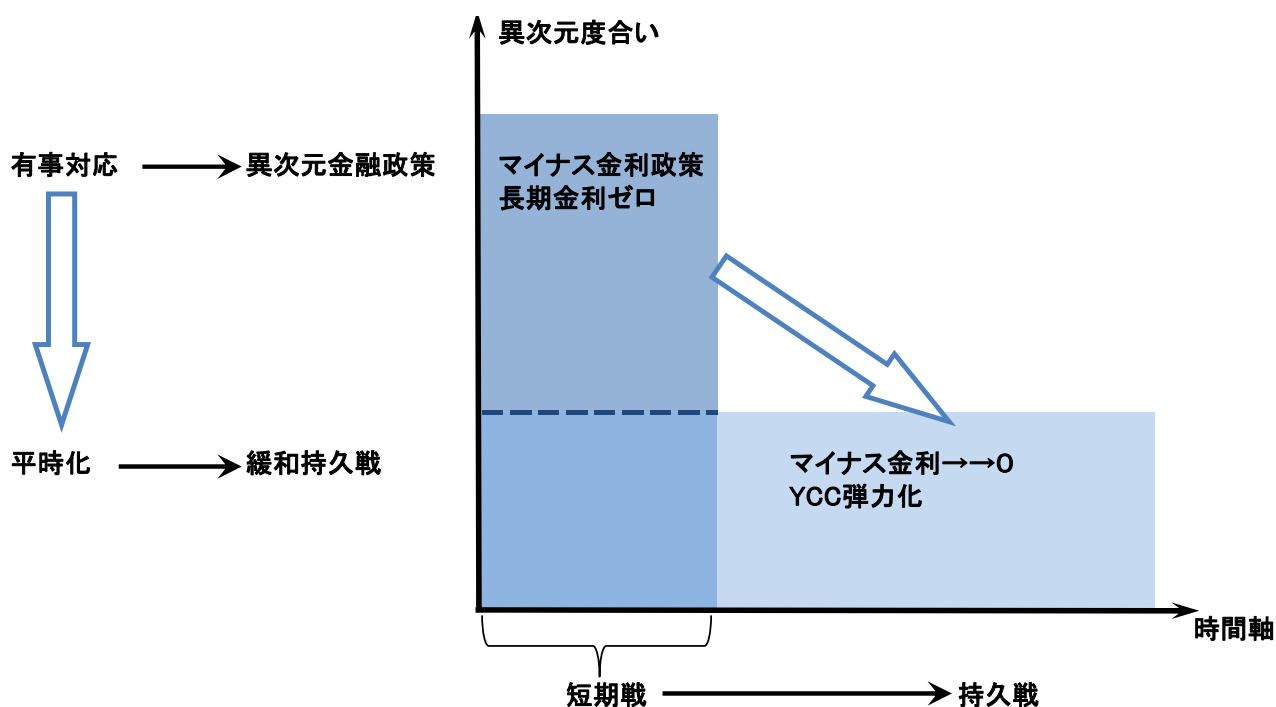


(注) 定期預金金利（預入金額 300 万円以上 1 千万円未満・1 年以上 2 年未満）と消費者物価上昇率（除消費増税分）の差

(資料) 日銀、総務省より、みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所は、日銀の「黒田2.0」の課題に関する緊急レポートを発表した¹。これまでの5年間のうち、黒田総裁は第1期(黒田1.0)に、バブル崩壊後に日本が陥った「雪の世界」である「超円高・資産デフレ」を解消するショック療法を「異次元の金融緩和」で行った。5年が経過し資産デフレと超円高は過去のものとなり、実体経済においてもデフレギャップはインフレギャップに転じた。そこで、何でもありの有事戦から平時の状況に向けたモードに向かうのが「黒田2.0」の基本的な課題である。下記の図表は、これまでの有事の短期戦から、平時化に向かうなか持久戦にシフトする金融政策の概念図だ。現在の日銀の置かれた立場として、引締めはしにくい。そこでむしろ持続的緩和を実現するための理屈が重要になる。すなわち、有事から平時になるなか、短期戦であった異次元状況への対応(マイナス金利や長期金利ゼロ)から、持久戦にして緩和を一層浸透させるとの理屈だ。そこでは、自ずと副作用の少ない、マイナス金利脱却やYCC(イールドカーブコントロール)の弾力化がメニューになる。従って、4月の展望レポートで物価目標の達成時期が削除されたのは、この持久戦に向けた布石だったとの解釈が可能だ。

■図表: 今後の金融政策転換の概念図



(資料) みずほ総合研究所作成

但し、こうした持久戦への転換であっても、異次元緩和からの転換には為替の円高リスクが最大の制約になるだろう。すなわち、これまでの黒田1.0の成果は異次元緩和による円安・株高の好循環の実現であったとしたら、この流れに水を指すのは自殺行為になるからだ。従って、政策修正に向けて円安基調であることが必要だ。そもそも日銀は米国の利上げが続く中でしか自由度を發揮できないなか、日銀に残された時間は限られている。こうした観点からは、米国の関心が通商問題からそれ、円高圧力が緩む期待がある今年11月の中間選挙前後が、日銀の異次元金融緩和からの転換のチャンスではないか。2019年は消費税率引き上げのなかでの対応は困難だ。2020年になれば米国の追い風が続くか不透明だ。これから来年初に向けた1年は極めて限られた機会かもしれない。夏場にかけて、また総括的検証を行って自由度を確保すべく理論的な整理を行う可能性もあるのではないかな。

1 『「黒田 2.0」の不都合な『3 つの断絶』と『7 つの提言』』(みずほ総合研究所『緊急レポート』2018年4月6日)

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。