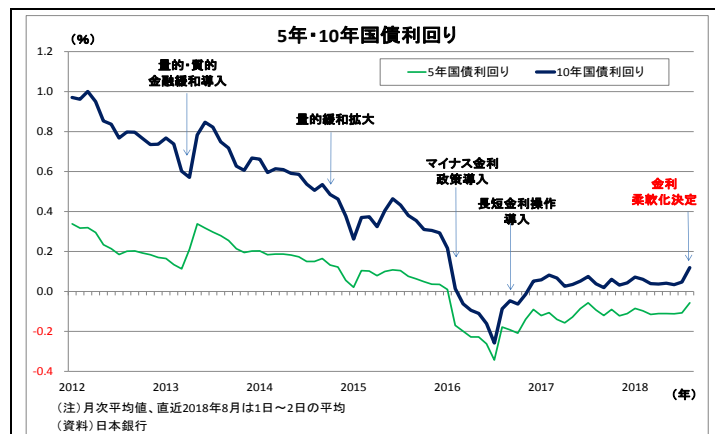


Weekly エコノミスト レター

日銀政策修正の評価と影響、 そして残された課題

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 日銀は7月末の決定会合において政策修正を行った。2020年度にかけての物価見通しを引き下げ、2%の物価上昇達成が21年度以降になることを示唆したことは、物価目標がもともと無理のある短期目標から中期目標に近づいたことを意味する。そして、緩和が長期化せざるを得なくなったことを受けて、副作用へ配慮する修正を行ったことも妥当だ。筆者は以前から、「物価目標は中期目標化して、副作用へ配慮した現実的な政策にシフトすべき」と考えていたため、今回の措置の方向性は前向きに評価できる。
2. なお、政策修正を受けて、長期金利は上昇すると予想されるが、0.2%を超える水準は許容しないはずであり、金融市場や実体経済に与える影響は限定的なものに留まりそうだ。
3. ただし、今回の政策修正を踏まえても、まだ日銀の金融緩和に残された課題は多い。今回決定された長期金利の変動容認は「国債市場の機能度を高めること」が目的とされているが、相場観が形成されるにつれて、長期金利は再び狭いレンジで膠着する可能性がある。仮にそうなった場合、放置すれば国債市場の機能度向上には繋がらないが、かといって、日銀が恣意的に金利を変動させると、為替や株式市場の攪乱要因になりかねない。また、金融機関への悪影響も引き続き課題となる。金利上昇幅は限定的に留まるとみられるため、金融機関の収益を大きく改善させる効果は期待できない。一方で、金融緩和の長期化は避けられないため、超低金利が長引くほど累積的に影響が出かねない。また、今回の政策修正を考慮しても、いずれ避けて通れない出口戦略（金融政策の正常化）の難易度は高いままだ。
4. 大規模な緩和に踏み切ってしまった以上、急に大幅な変更は出来ないという事情も理解できるが、日銀は今後もこれらの課題と向き合わざるを得ない。課題への対処として、さらなる金利変動の容認（実質的な金利引き上げの容認）を迫られる可能性がある。



1. トピック：日銀政策修正の評価と影響、残された課題

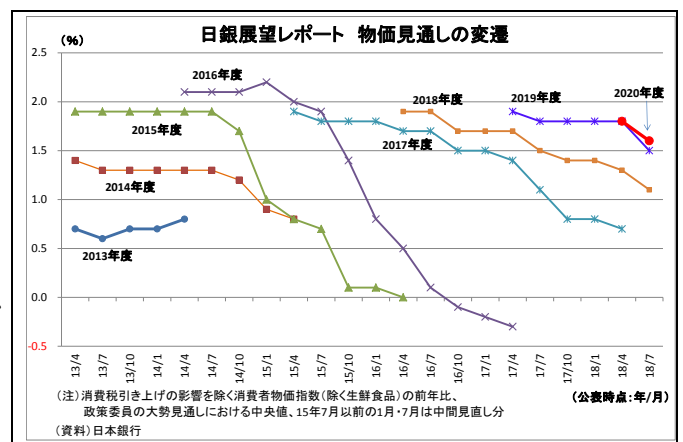
日銀は7月30日～31日に開催された金融政策決定会合において金融政策の修正を行った。修正内容は、①政策金利のフォワードガイダンスの導入（当分の間、現在の極めて低い長短金利の水準を維持する方針を表明）、②長期金利（10年国債利回り）のある程度の変動を容認（黒田総裁の説明では-0.2%～0.2%のレンジへ）、ETF・J-REITの買入れ額柔軟化、③日銀当座預金の政策金利残高（マイナス金利適用部分）の削減、④ETF買入れ内容の変更（TOPIX連動型へのシフト）の4点である（詳細内容は5ページ参照）。

2%の物価上昇達成が遅れることを認めたことに伴い、金融緩和の長期化を見据えた副作用の軽減策（②～④）を導入するとともに、政策修正に伴う金利急上昇の回避策（①）を盛り込んだ。

（方向性は前向きに評価できる）

今回の修正は、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と銘打たれているが、従来よりも長期金利の上昇を許容（実際、長期金利はやや上昇している）した点はむしろ金融引き締めのことから、「強化」という表現には違和感がある。

また、「2019年10月に予定されている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、現在の極めて低い長短金利の水準を維持する」という政策金利のフォワードガイダンスも低金利の期間や金利水準が曖昧であるうえ、消費税率引き上げ、物価目標との関係性が不明確であり、どうとでも取れる内容に過ぎない。



ただし、今回、展望レポートで2020年度にかけての物価見通しを引き下げ（それでも高いが）、2%の物価上昇達成が少なくとも2021年度以降になることを示唆したことは、物価目標がもともと無理のあり弊害の大きくなる短期目標から、中期目標に近づいたことを意味する。そして、緩和が長期化せざるを得なくなったことを受けて、副作用へ配慮する政策修正を行ったことも妥当な判断だ。

筆者は以前から、「物価目標は中期目標化して、副作用へ配慮したより現実的な政策にシフトすべき」と考えていたため、今回の措置の方向性は前向きに評価できる。

（金融市場・経済への影響は限定的）

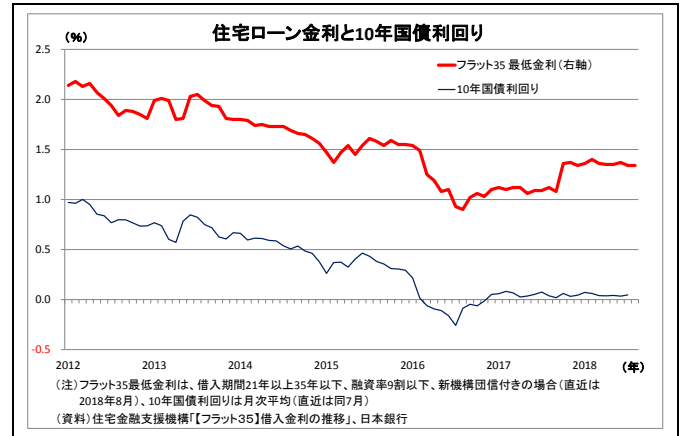
なお、今回の政策修正の影響は限定的なものに留まりそうだ。

金融市場では、「日銀が金利柔軟化を検討する」との報道を受けて、7月下旬以降、円高・金利上昇の反応が出ていたが、政策修正の決定を受けた反応は円安・金利低下であった。政策金利のフォワードガイダンスを追加したことにより、金融緩和の長期化がより材料視されたためだ。日銀の狙いどおりに、市場の混乱（円高・株安・金利上昇）が回避されたと言える。

その後、債券市場では長期金利の上昇余地を探る動きから、金利水準が0.1%台前半に上昇しているが（表紙図表参照）、為替や株式市場への影響はあまり見られない。日銀は今後も長期金利の緩やかな上昇を許容するとみられるため、長期金利は0.2%に向けて上昇すると予想されるが、黒田総裁がレンジ上限として示した0.2%を超える水準は許容しないはず。だとすれば、金利の上昇余地は限定的であ

り、金融市場全体に与える影響も限られるだろう。

また、実体経済に与える影響も限定的と見込まれる。長期金利が上昇に向かうとみられることから、一般的に長期金利と連動する住宅ローン金利（固定型）や企業の借入金利（長期・固定型）も上昇する可能性が高い。一部家計や企業にとっては、従来よりも金利負担が増えることになり、住宅投資、設備投資の抑制要因となるが、既述のとおり、金利上昇余地は小さいため、影響は限られるだろう。



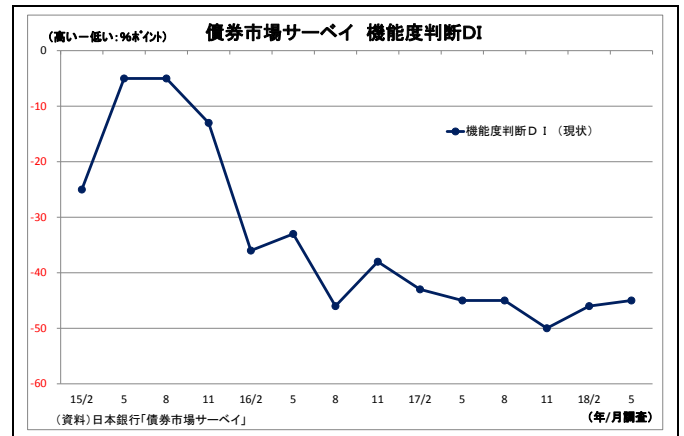
(残された課題は多い)

ただし、今回の政策修正を踏まえても、まだ日銀の金融緩和に残された課題は多い。

①国債市場の機能度向上

今回決定された長期金利の変動容認の目的について、黒田総裁は「国債市場の機能度を高めること」と説明している。2016年9月の長短金利操作（YCC）導入後、「金利の変動幅がゼロ%±0.1%と非常に狭い範囲で動いているため、時々国債の取引が成立しないなど、国債市場の機能がやや低下した」が、「少し変動幅を大きくすることで市場の取引も機能も改善する」との見立てだ。

ただし、今回の金利変動容認による市場の機能度向上については、疑問が残る。YCC 導入に際して、日



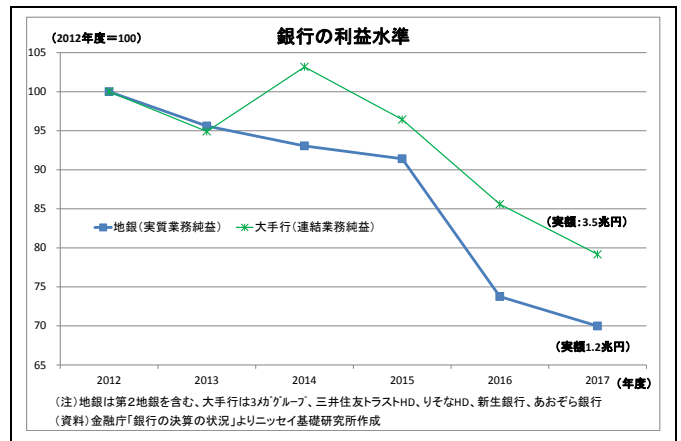
銀は長期金利誘導目標を「0%程度」とのみアナウンスしたが、市場はその後の日銀オペの動向から「許容されるレンジは0%~0.1%」と受け止め、そうした相場観が形成されるにつれて金利変動が乏しくなった。今回も、当面は日銀の許容レンジを探るべくしばらくは動意付くものの、次第に相場観が形成されるにつれて、例えば、0.1%~0.2%といった狭いレンジで長期金利が膠着する可能性がある。

仮にそうなった場合、そのまま放置すれば再び市場の流動性が低下し、国債市場の機能度向上に繋がらなくなるが、かといって、日銀がオペなどを通じて恣意的に金利を変動させると、為替や株式市場の攪乱要因になりかねない。

②金融機関への悪影響

金融機関への悪影響も引き続き課題となる。大規模緩和に伴う超低金利の影響で金融機関の収益は圧迫されている。特に地銀ではその傾向が顕著になっており、2017年度の実質業務純益は異次元緩和開始前の2012年度から約3割減少している。また、金融庁によれば、2016年度決算の段階で地銀（106行）の過半数が本業（貸出・手数料ビジネス）で赤字に陥っているとのことだ。

今回の金利変動容認について、日銀は「金利水準の上昇や引上げを意図しているわけではない」という姿勢を強調しているが、実際には上昇する可能性が高い。ただし、金利上昇幅は限定的に留まるとみられるため、金融機関の収益を大きく改善させる効果は期待できない。また、今回の政策修正の一環として、日銀当座預金のうちマイナス金利が適用される政策金利残高が約 10 兆円から 5 兆円に削減されることになったが、これによるコスト削減効果も金融機関全体で 50 億円程度（(10 兆円－5 兆円) × 0.1%）に過ぎない。



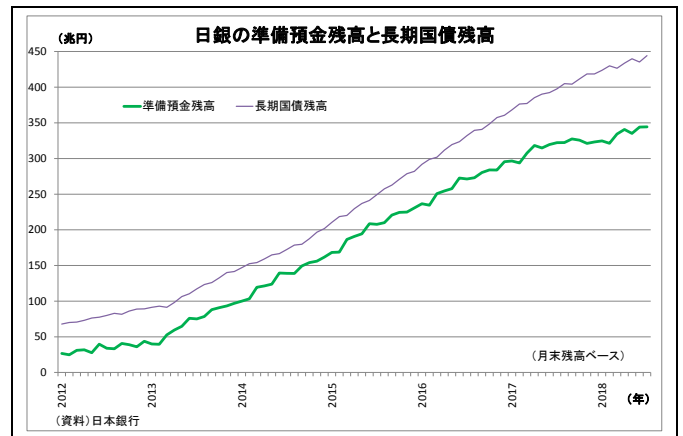
一方で、金融緩和の長期化は避けられない。今回の展望レポートでは、2%の物価上昇達成は 2021 年度以降になることが示唆されたが、2021 年度は前年の東京五輪の反動が現れる時期でもあり、物価が伸び悩む可能性が高い。

つまり、3 年後でも 2%の達成は厳しいとみられる。日銀も認めている通り、金融機関は主にストック型ビジネスであるため、超低金利が長引くほど累積的に影響してくる。金融機関の収益悪化は、金融仲介機能が停滞に向かうリスクを高めるほか、各種手数料が引き上げられることで国民に負担が発生する可能性もある。その際は金融緩和に対する批判が高まりかねない。

③ 出口戦略の高いハードル

また、今回の政策修正を考慮しても、いずれ避けて通れない出口戦略（金融政策の正常化）の難易度は高いままだ。

出口戦略で利上げを行う際には、日銀の負債である準備預金の大半を占める超過準備の付利を引き上げる必要が出てくると考えられ、その場合、日銀のコストが増加する。コストが長期国債等からの収入を上回れば、日銀の損益は赤字に陥り、自己資本が毀損されることになる。



今回の修正は（日銀が買い入れる）長期金利を上昇させる一方、準備預金の発生源である国債買入れペースをさらに減速させる可能性が高く、出口局面での収益悪化を抑制する効果があると考えられる。ただし、大幅な金利上昇や国債買入れの減額が見込まれない以上、その効果は限られるだろう。出口戦略は日銀にとって引き続き高いハードルである。

以上、今回の日銀による政策修正は、方向性としては前向きに評価できるが、いくつかの課題を積み残した形となっている。大規模な金融緩和に踏み切ってしまった以上、影響を考えると急に大幅な変更は出来ないという事情も理解できるが、日銀は今後もこれらの課題と向き合わざるを得ない。課題への対処として、さらなる長期金利変動の容認（実質的な金利水準の引き上げ）を迫られる可能性がある。

なお、ETF の買入れについても今回弾力化が示されたが、これが実質的な減額に繋がるのかが注目される。減額に繋がらない場合、いずれより効果的な減額の仕組み導入が必要になるだろう。

2. 日銀金融政策(7月): 金利の変動幅拡大容認などを決定

(日銀) 政策修正(政策金利のフォワードガイダンス、副作用軽減策の導入を決定)

日銀は7月30日~31日に開催された金融政策決定会合において金融政策の修正を行った。修正内容は、①政策金利のフォワードガイダンスの導入(「2019年10月に予定されている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、現在の極めて低い長短金利の水準を維持する」方針を表明)、②長期金利のある程度の変動を容認(黒田総裁の説明では-0.2%~0.2%のレンジへ)、ETF・J-REITの買入れ額柔軟化、③日銀当座預金の政策金利残高(マイナス金利適用部分)の削減、④ETF買入れ内容の変更(TOPIX連動型へのシフト)の4点。

同日発表された展望レポートで、物価上昇に時間を要している理由(企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方など)を列挙し、2020年度にかけての物価見通しを引き下げ、2%の物価上昇達成が遅れることを認めたことに伴い、緩和の長期化を見据えた副作用の軽減策(②~④)と、政策修正に伴う長期金利急上昇の回避策(①)を混ぜ込んだ形だ。

声明文では、物価目標の達成に「これまでの想定より時間がかかることが見込まれる」ことを認めたものの、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることにより、消費者物価の前年比は2%に向けて徐々に上昇率を高めていく」と、先々は物価上昇に向かうシナリオを示した。また、今後の金融政策運営について、新たに「重視すべきリスクの点検を行う」との文言を加え、副作用へ配慮する姿勢を強調している。

会合後の総裁会見では、今回の措置が「強力な金融緩和を継続するための枠組み強化」である点を強調。「現在の金融緩和を長く続ける必要がある」が、「単に長く続けます、というだけでは、金融政策に対する信認を十分確保する観点からは不十分な可能性があるので、金利に関するフォワードガイダンスの導入と、現在の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の持続性をはっきりと強めるような措置を導入した」と、政策修正に至った経緯を説明。

金利に関するフォワードガイダンスの導入については、「はっきりと、極めて低い長短金利を当分の間維持するとしたことは、明確な金融緩和持続、2%の物価安定の目標に向けて金融緩和を持続していくことに対する信認を確保するため、コミットメントを強めたということ」であるとし、「早期に出口に向かうのではないかと、金利が引き上げられるのではないかと、という一部にあったマーケットの観測を完全に否定できる」と、その狙いを示した。

長期金利の変動容認については、あくまで国債市場の機能回復を目的としたものであり、「金利水準の上昇や引上げを意図しているわけではない」ことを幾度も強調するとともに、「その幅をどんどん広げていく必要は今あるとは考えていない」と付け加えた。今回の長期金利の変動容認が金融機関経営に与える影響については、「金融機関の収益を改善するために金融政策を行うことは考えていない」と発言し、金融機関収益への悪影響緩和のために金利上昇を許容するとの見方を否定したものの、「金融仲介機能に大きなマイナスが生ずることのないよう留意していく」、「金融機関の動向については今後とも十分注視していきたい」と一定の配慮を見せた。

ETFの買入れ弾力化については、「ETFの買入れ自体をより効果的にできるという意味でも効果がある」とし、よりマーケットを広くカバーしているTOPIXの買入れを上げたことで、「(現行金融緩和の)持続性をより高くし、強化した」と説明した。

物価見通しを引き下げるなかで追加緩和を見送った理由としては、「現状2%に向けたモメンタム

はしっかりと維持されている」ことを挙げた。

展望レポート(18年7月) 政策委員の大勢見通し(中央値) (前年比)				展望レポート(18年7月) 政策委員のリスク評価(コアCPI) (名)				
		実質GDP	コアCPI			上振れ リスク大	概ね バランス	下振れ リスク大
18年度	今回	1.5% ↓	1.1% ↓	18年度	今回	0	8	1
	前回	1.6%	1.3%		前回	0	6	3
19年度	今回	0.8%	1.5% ↓	19年度	今回	0	4	5
	前回	0.8%	1.8%		前回	0	2	7
20年度	今回	0.8%	1.6% ↓	20年度	今回	0	3	6
	前回	0.8%	1.8%		前回	0	1	8

(注) 前回は18年4月時点、矢印は前回からの変更部。
コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く。
(資料) 日本銀行

(注) 前回は18年4月時点
(資料) 日本銀行

3. 金融市場(7月)の振り返りと当面の予想

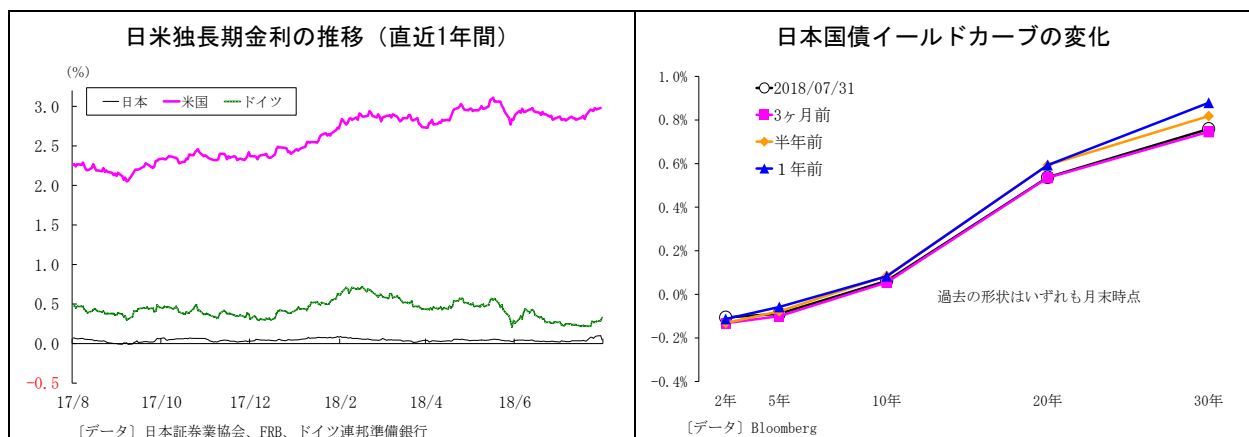
(10年国債利回り)

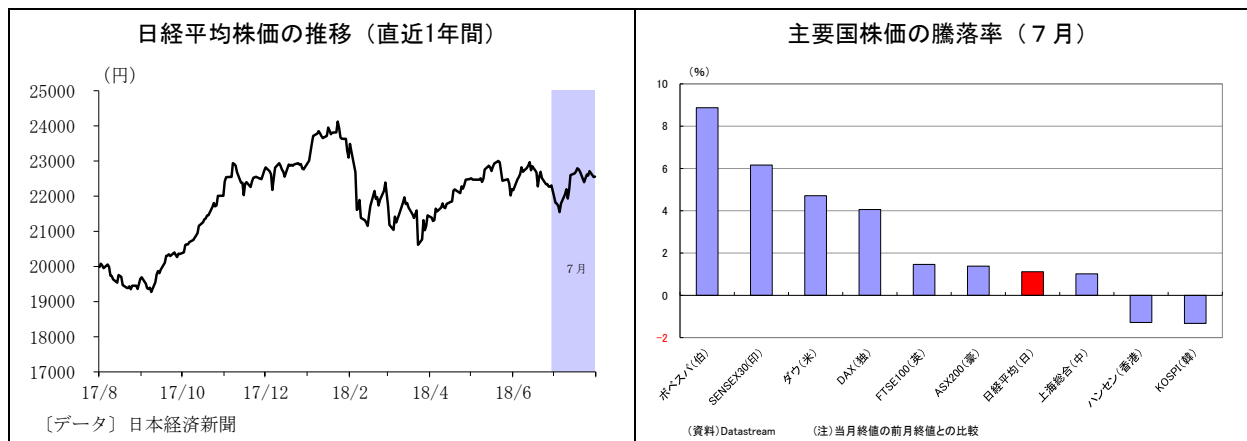
7月の動き 月初0.0%台前半でスタートし、月末は0.0%台半ばに。

貿易摩擦激化への警戒や良好な需給環境を背景に、月の中旬にかけて0.0%台前半での低位で安定した推移が継続。その後、「日銀が7月末の決定会合において長期金利の柔軟化を検討する」との報道を受けて俄かに金利上昇圧力が高まり、23日に節目の0.1%に肉薄したことから、日銀は金利抑制のために指値オペを実施。その後も0.0%台後半で推移しつつ、たびたび0.1%を超える動きが出たため、27日、30日にも指値オペが実施された。月末には日銀が金利の柔軟化を決定したが、低金利維持のフォワードガイダンスを同時に示したことで金利が低下し、0.0%台半ばで終了。

当面の予想

今月に入ってから、日銀の金利上昇許容ペースを試す動きから一時0.1%台半ばまで上昇、日銀が2日に臨時の国債買入れオペを実施したことを受けて、足元は0.1%台前半で推移している。今後も金利上昇余地を巡って、投資家と日銀の神経戦が続くそう。日銀は急速な金利上昇を認めてしまうと、「金融緩和の後退」と受けとめられかねない。従って、いずれは0.2%までの金利上昇を認めるものの当面は許さず、金利上昇局面でたびたび国債買入れオペ(臨時オペの実施、オペ増額等)によって金利抑制スタンスを示すだろう。当面は0.1%弱から0.1%台半ばでの推移を予想している。





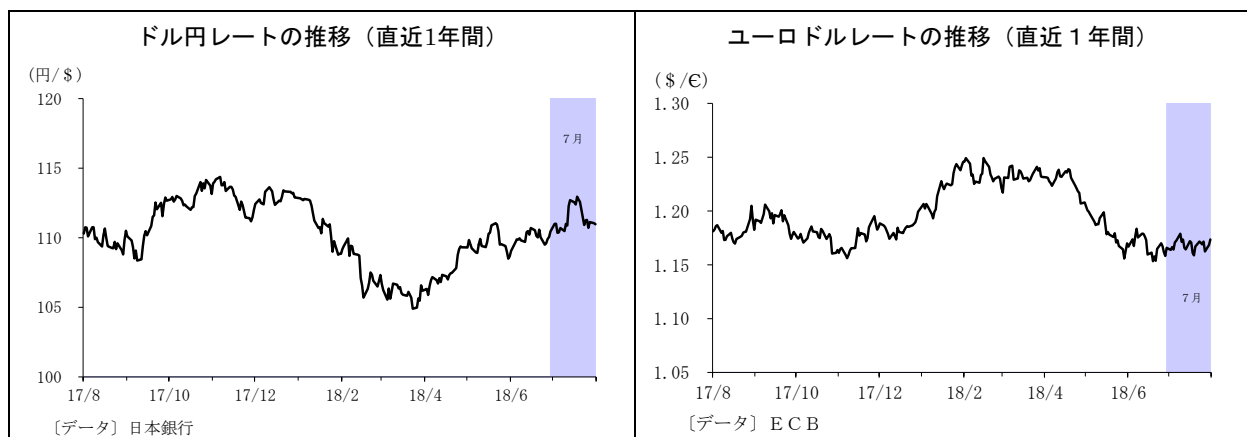
(ドル円レート)

7月の動き 月初111円でスタートし、月末も111円前半に。

月初、米国による対中関税発動を控えて警戒感が燃り、リスク回避的な円買いにより4日に110円前半へと下落。関税発動後は新規の悪材料が発表されなかったことで過度の警戒が後退し、10日に111円を回復。その後、米中貿易摩擦への警戒がぶり返したが、新興国通貨に対するドル買いに繋がったことで対円でもドル高が進行し、12日には112円台に上昇。米議会証言でパウエルFRB議長が景気に前向きな姿勢を示したことでさらにドルが買われ、18日には113円に。その後は日銀の金利引き上げ観測やトランプ大統領によるドル高牽制などから23日に110円台後半に下落、しばらく111円を挟んだ展開が継続。月末には日銀が金利の柔軟化を決定したが、低金利維持のフォワードガイダンスを同時に示したことで円安に振れ、111円前半で終了した。

当面の予想

今月に入り、日銀の政策修正を「緩和の長期化」と受けとめる向きがやや優勢となり、一時112円前半まで円安に振れたが、貿易摩擦への警戒がぶり返し、足元は111円台後半で推移している。今後も米国は対外強硬スタンスを維持し、貿易摩擦懸念は高まる可能性が高い。従って、たびたびリスク回避的な円高圧力の高まりが見込まれる。一方で、米国経済は好調を維持するとみられ、FRBの利上げ継続観測がドルの下支えとなることで大幅な円高ドル安は回避されるだろう。当面は110円付近～113円のレンジでの推移を予想している。



(ユーロドルレート)

7月の動き 月初1.16ドル前半からスタートし、月末は1.17ドル前半に。

月初、1.16ドル台で推移した後、イタリア新政権財務相がユーロ離脱を否定したことでユーロが

買われ、5日に1.17ドル台前半に。ECB首脳による金融政策正常化に前向きな発言を受けた9日には1.17ドル台後半へと上昇した。その後は軟調なユーロ圏経済指標と良好な米経済指標を受けてユーロが弱含み、19日には1.16ドルを割り込んだが、20日にはトランプ大統領のドル高牽制・FRB批判を受けて持ち直し、1.16ドル台後半に。以降は1.17ドルを挟んで方向感の無い展開が続いたが、月末は独経済指標の改善を受けて1.17ドル台前半で終了した。

当面の予想

今月に入り、良好な米経済指標やFOMCでの景気認識引き上げを受けてドル高ユーロ安が進み、足元は1.15ドル台後半で推移している。今後も好調な米経済動向がドル高圧力になるが、ユーロ圏も方向性としては金融政策の正常化に向かっており、ユーロの下支えとなる。ドル高ユーロ安が進めばトランプ大統領によるドル高牽制、ユーロ安誘導批判が再び出かねないこともユーロの下値を支える。当面のユーロドルは一進一退で方向感が出にくいと予想している。

金利・為替予測表(2018年8月3日現在)

		2018年			2019年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	10年金利(平均)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
アメリカ	FFレート(期末)	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	3.00
	10年金利(平均)	2.9	3.1	3.3	3.4	3.4	3.6
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利(ドイツ、平均)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
ドル円	(平均)	109	111	112	113	113	114
ユーロドル	(平均)	1.19	1.17	1.17	1.17	1.19	1.21
ユーロ円	(平均)	130	130	131	132	134	138

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。