

時論

米国FRBの「利上げ停止」がもたらす出口戦略の困難

1月初頭、米国FRBパウエル議長が利上げ停止を示唆するような発言(以下「利上げ停止発言」)を行ったことを機に、日本の長期金利(10年国債利回り)は再びマイナス%圏まで低下した。日銀は、その公式表明はともかく、実態としては出口戦略へ歩を進める政策へ転換し、国債買い入れの減額(ステルステーパリング)に続き、昨年7月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」以降は0.1%への長期金利誘導目標の引き上げを図ったと見られるが、ここにきて目論見通りに事は運ばなくなった。

日銀の出口戦略は、①長期金利誘導目標の段階的引き上げ→②国債買い入れの更なる減額によるバランスシート拡大停止→③マイナス金利解除→④利上げ(日銀当座預金付利金利の引き上げ)→⑤日銀の当座預金残高の法定準備額前後までの圧縮—というシナリオで進むと見られる(弊社「調査月報」2017年7月号『[日銀の出口戦略のシナリオと直面する困難](#)』ご参照)。ゴールまでどの程度の年月を要するのか全く見当もつかないが、世界経済の減速、米中貿易摩擦の長期化など「利上げ停止発言」の背景となった諸要因は容易かつ短期には解消しそうもなく、景気減速が見込まれる日本経済も為替円高は回避したいことを勘案すると、出口戦略はその序盤戦で早くも停滞ないし後退を余儀なくされると見るのが自然であろう。

だがその影響は、出口戦略のゴールまでの工程がその分長くなるという単純なことに止まらない。

出口戦略は、①フェイズが進むに連れて長期金利の上昇圧力ひいては急騰リスクが高まるため、日銀は長期金利誘導目標の引き上げや国債買い入れの減額をより慎重に行うようになる(あるいは指値オペによって強引に長期金利上振れを抑え込む)、②それによって、日銀の資産サイドの運用利回りは低位に止まる一方、負債サイドの日銀当座預金残高は増加し続ける、③その結果、利上げ＝日銀当座預金付利金利の引き上げ段階において、日銀が逆ザヤに陥り、収益と財務体質が大幅に悪化する蓋然性が高まる、④さらに最終フェイズの「日銀当座預金残高の法定準備額前後への圧縮」に要する時間はますます長くなる—という具合に、その進捗はフェイズが進むほど遅れやすくなり、進捗が遅れるほどゴールまでの難度もリスクの発生確率も高まり、リスク発生時のマグニチュードも膨れ上がるという厄介な性格を有している。

「利上げ停止発言」から波及した出口戦略の停頓は、事態としては上記②に相当するものであり、まさに「出口戦略を遅らせ、今後の出口戦略の難度とリスクを高めた」と言える。

ただ、今回の出口戦略の停頓は、長期金利誘導目標の引き上げ慎重化に起因するものではなく、先行き長期金利の上昇観測が後退し、誘導目標を下回るまで低下したことによるものであった。

出口戦略と景気との関係については、「景気が過熱して物価・金利上昇圧力が急速に高まると、出口戦略は困難に直面する」ことは当然かつ既知のことであるが、今回の事態は「景気が減速ないし後退しても出口戦略は進まなくなる」こと、「出口戦略にとっては、景気の良し悪しが判然としない状況が好ましい(あるいはそのような状況の下でしか順調に進めることができない)」ことを我々に知らしめたと言えよう。

加えて指摘したいのは、「利上げ停止発言」とそれによる出口戦略の停頓が、財政規律の弛緩が一段と進行しているタイミングで起こったことにより、「財政と金融の負のスパイラル」が強まることである。

「財政と金融の負のスパイラル」とは、出口戦略のシナリオに内在しているものであるが、①日銀が長期金利を低位に抑え込むため、金融市場のアラーム機能が作動せず、財政規律が弛緩し続ける→②財政健全化が遅れ、財政の持続可能性が損なわれ、長期金利が急騰する蓋然性が高まる(との見方が市場で支配的となる)→③日銀は長期金利誘導目標の引き上げに一段と慎重になる→④財政規律の弛緩が続き、財政健全化がさらに遅れる—というものである。

言わば、悪いシナリオに向かう財政政策と金融政策の組み合わせであり、日銀にしてみれば自縄自縛に陥るものでもある。

「財政と金融の負のスパイラル」は、長期金利の超低位安定に頼った財政見通しを示した「中長期の経済財政に関する試算(1月30日、内閣府)」に如実に表れている。

この「財政試算」のベースラインケースを見ると(成長実現ケースは非現実的なので、検討対象としない)、基礎的財政収支は2028年度に至っても名目GDP比▲0.9%となお赤字が続くが、財政の持続可能性を判断する上で最も重視される指標である「国・地方の公債等残高の対名目GDP比率」は、2018年度の192.0%をピークに、2028年度の181.7%へと緩やかに低下する姿となっている。

これは、長期金利を2021年度:0.1%→2022年度:0.2%と低く抑え、2024年度まで名目成長率が長期金利を上回ると想定し、基礎的財政収支赤字のマイナス効果を打ち消しているためである。このやり方は昨年「財政試算」から表れたが、今年「財政試算」でも同様のものとなった。

日銀の金融政策を反映した現実的な想定と言われればそれまでだが、基礎的財政収支黒字化を先送りしつつ、日銀の長期金利抑制に頼った財政健全化指標が示され、それが通例としてまかり通るようになり、それでも日銀は2%物価上昇目標に拘り長期金利を抑制するという図式は、「財政と金融の負のスパイラル」そのものであろう。

以上のように考えると、出口戦略が無事ゴールに辿り着くこと、すなわち、日銀が首尾よく長期金利を誘導でき、国債利払い費が急増して財政事情を圧迫することなく、日銀の収益も財務もさほど痛むことなく、大きな経済金融ショックに見舞われることなく、日銀当座預金残高が順調に減っていく—というあらまほしき展開は、ますますナローパスとなった。

このような袋小路のような局面を打開するにはどうすればよいのだろうか。

上述のような現状分析に鑑みると、「政府・日銀共同声明(2013年1月)」における「日銀は2%物価上昇目標をできるだけ早期に実現する」とのコミットが、かえって政府の「持続可能な財政構造を確立する」インセンティブを弱めているように見える。

「物価・賃金さがり続ける」という意味でのデフレからは脱却したと宣言し、2%物価上昇目標は「できるだけ早期」ではなく長期的に目指すものとし、政府は財政健全化を、日銀は金融正常化を目指して両者が連携して取り組む旨を謳った新たな共同宣言が必要ではないか。

この「財政と金融の一体健全化・正常化」宣言が、日銀の出口戦略の進捗を後押しすることになる。

今回の「利上げ停止発言」は、現在の政府・日銀の政策スタンスに警鐘を鳴らし、その限界を我々に知らしめる契機になったようにも思う。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。