

## 「肉を切らせて骨を断つ」も、物価目標到達には緩和不足

### 本レポートの目次

1. 長期金利の変動幅の拡大
2. 「調整利上げ論」の否定としての金利のフォワードガイダンス
3. 日本経済の見通し
4. 貸出金利への影響
5. まとめ

### 物価見直し下方修正



### 金融緩和の長期化



### 副作用への対応



### 金利変動幅の拡大

### 1. 長期金利の変動幅の拡大

7月31日、日本銀行の金融政策決定会合の結果が公表され、7月20日から事前報道が相次いでいた長期金利の変動幅の拡大措置が決定された。

これまで日本銀行は、大まかには2%の物価目標を安定的に上回るまで、金融緩和を継続する方針を示してきている。しかし、完全失業率が一時2.2%にまで低下するなど、労働市場の逼迫がみられるものの、肝心の物価の伸びは芳しくない状況が継続し、民間の物価見通しと日銀の物価見通しのかい離が大きくなっていった(図表1)。今回、日銀の物価見通し(9人の政策委員の中央値)は、2018年度~2020年度の全期間に亘って下方修正され、物価が2%に到達する時期は2020年度以降となる見込みとなった(図表1)。

日銀は、既に本年4月の段階で、それまで記述していた「2%の物価目標に到達する時期に関する記述」を削除し、金融緩和の長期化・物価見通しの下方修正に伴う追加緩和を実施しない方向性を示唆していた。このため、今回は金融緩和の長期化に伴い、所謂金融緩和の「副作用」とされる影響も長期化する点が重視されたようだ。金融市場の中では、

- (1) 金融市場の流動性の低下(日銀の国債やETFの買入によるもの)
- (2) 金融機関の貸出スプレッドの縮小による金融機関の収益への影響

といったことが議論の俎上に挙がっていた。こうした影響を緩和するために、長期金利の変動幅を拡大するという主旨であった。

市場では、量的・質的金融緩和開始以降の、大幅な経済・雇用の改善を受けても、なお2%の物価目標に対して懐疑的な見方をする向きも多い。しかし、当室は、現状の金融緩和策には、こうした副作用とされる影響を超えるプラス要素が大きく、あくまでも物価目標の達成を目指す日銀のスタンスは日本経済にプラスに寄与するとみている。そこからさらに進めて追加の金融緩和による物価目標の早期達成こそが、副作用とされる事象の抜本的な解決につながるとみている。この点は、後ほど改めて議論したい。

図表1 日本銀行、市場、当室の物価見直し

	物価(コアCPI、%)											
	日本銀行				ESPフォーキャスト(注2)				新生銀行			
	(2018年4月26日~4月27日会合)		(2018年7月30日~7月31日会合)		(2018年6月調査)		(2018年7月調査)		経済見直し(第9号) 2018年1-3月期 (1次速報時点)		経済見直し(第10号) 2018年1-3月期 (2次速報時点)	
		増税除く(注1)		増税除く(注1)		増税除く(注1)		増税除く(注1)		増税除く(注1)	増税除く(注1)	
2018年度	1.3	-	1.1	-	0.9	-	0.9	-	1.2	-	1.2	-
2019年度	2.3	1.8	2.0	1.5	1.4	0.9	1.4	0.9	1.4	0.9	1.4	0.9
2020年度	2.3	1.8	2.1	1.6	1.4	0.9	1.3	0.9	1.0	0.5	0.9	0.4
2021年度	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5	-	0.6	-

(注1) 2019年10月に予定されている「8%から10%への消費税率の引き上げ」の影響を除くベース。

(注2) 2018年6月調査の調査期間は6月4日~6月11日(回答数39社)、2018年7月調査の調査期間は6月25日~7月2日(回答数39社)

(出所) 日本銀行、日本経済研究センター、新生銀行 金融調査室

金融市場調節方針  
(長期金利)  
ゼロ%程度+  
経済・物価情勢等に  
応じて変動

総裁会見での変動幅  
プラスマイナス 0.2%

上限金利として、  
指値オペが意識

今回の決定では、金融政策決定会合が決定した「金融市場調節方針」において、「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う」という方針は維持したまま、新たに「その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるもの」という文言が追加された。その変動幅については、「金融市場調節方針」ではなく、黒田総裁の会見で「従来のゼロ・パーセント・プラスマイナス 0.1%」から、「同 0.2%」に拡大するという発言があった。また、同会見では直近の 10 年金利の動きとして、ゼロ%から上下にプラスマイナス 0.1%とされていた。確かにマイナス金利が導入された 2016 年にはマイナスでの取引もあったものの(図表 2)、2016 年終盤から最近までの 10 年金利の推移をみると、0%以上での取引となっており、市場実勢としての取引幅は 0.0%~0.1%の 0.1%ポイントとみている市場参加者も多いかもしれない。金利の上限は、金利上昇時に日銀の金融市場局が実施してきた「指値オペ」(=買入金利を指定して、金額無制限で買入を行うオペ)の買入金利(概ね+0.11%[会合直前は+0.10%])が事実上の 10 年金利の上限を形成してきた。また、金利の下限は、投資家によってさまざまな調達コストがありうるものの、0%以下は好ましくないとの意識のためか、0%が下限となってきた。

今回の決定によって、黒田総裁の「ゼロ・パーセント・プラスマイナス 0.2%」との明言を受けて、上記の上限金利として+0.2%が意識されている。また、下限金利についてどうなるかは経済・物価次第であり、

- ① これまでの 0.1%の幅を重視して上限の 0.2%マイナス 0.1%で、+0.1%が下限となるのか、
- あるいは
- ② 従来のゼロ%が下限を形成するか

となろう。このため、今後のシナリオとしては、

新レンジの可能性  
① 0.1%~0.2%  
② 0.0%~0.2%

- ① 従来のレンジ 0.1%を意識した 0.1%~0.2%、平均では 0.15%、
  - ② 金融市場調節方針の「ゼロ%程度」を意識して 0.0%~0.2%、平均で 0.1%、
- がありえよう。金融市場調節方針が、オペを実施する金融市場局へ示した金利はあくまでも「ゼロ%程度で推移する」というものであり、0.1%以下で推移していても金融市場局としてはまったく問題ないのであろうし、変動幅を大きくする目的であれば、②の 0.0%~0.2%となる可能性がある。どちらの場合でも、従来 0.0%~0.1%、平均で 0.05%程度で推移してきた 10 年金利が、平均で 0.10%~0.15%となるとすれば、0.05%~0.10%の利上げが実現したとみる方が妥当だと思われる。また、今回の金融政策の変更後の金利の上限として意識される 10 年 0.2%は、マイナス金利導入前の水準となっていることも確認できる(図表 2)。

図表 2 10 年金利の推移



(出所) 財務省、新生銀行 金融調査室

当分の間、低金利を維持

2019年の市場予想は物価見通し未達+長期金利の上昇が半分以上近くに到達

調整利上げ論「オーバーシュート型コミットメントが縛るのは量的拡大のみ」

↓  
「物価目標達成前でも金利の引き上げは可能」との見方の可能性

黒田総裁は会見で「調整利上げ論」を否定するも、市場参加者の予想は消えず

↓  
今回の措置で明確化

## 2. 「調整利上げ論」の否定としての金利のフォワードガイダンス

もつともこの長期金利の変動幅拡大だけでは、上記の様な見方から引き締めの金融政策と取られかねないためか、同時に長短金利目標に関する下記のフォワードガイダンスが導入された。「日本銀行は、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、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。」(出所 日本銀行)

金融市場調節方針の中では、むしろフォワードガイダンスが1番目に掲げられている。黒田総裁の会見を踏まえると、以下の様に「調整利上げ論」を否定するための「市場との対話」の中から生じたものであるとみている。

エコノミストのアンケート調査をみると、物価の見通しは2020年度まで2%に到達しないどころか、1%にすら届かないとの予想となっていた(前掲・図表1・中列)。それにも関わらず、2019年末に長期金利が0.1%以上となるとみていた予想者の数は37人中の17人(46%)と半数近くを占めていた(図表3)。

前述の物価見通しの方修正の際、日銀は「物価が2%を安定的に上回るまで金融緩和を継続する方針」であることに触れたが、それでは「物価目標の未達+長期金利の引き上げ」との予想はどの様に成り立つのであろうか。前回(6月)までのステートメントを読むと、

「物価が2%を上回るまで金融緩和を継続するオーバーシュート型コミットメント」は、

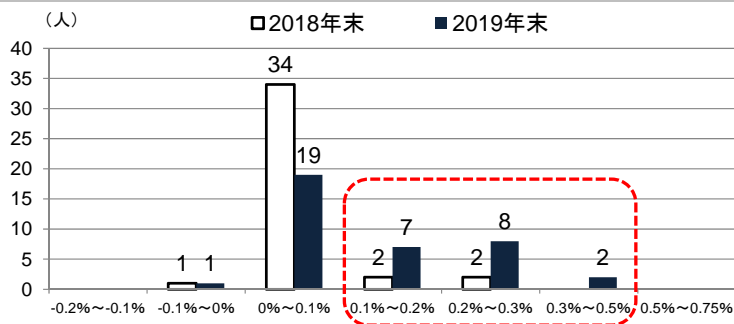
「マネタリーベースの拡大方針」には紐づいているものの、

「長短金利の目標(=短期のマイナス金利+ゼロ%の長期金利)」には紐づいていない、

との解釈も可能で、そこから、「2%の物価目標の達成前に、ゼロ%の長期金利目標は引き上げられるのではないか」、「最近の自然利子率(潜在成長率)の上昇を踏まえれば、多少利上げしても金融緩和度合いは変わらないのではないか」、といった「調整利上げ論」と呼ばれる見方が上記の予想の背景にある様だ。

黒田総裁は、これまでの記者会見等で再三に亘り、こうした「調整利上げ論」を否定していたが、それでも市場参加者の中でこのような見方が消えなかったため、「市場との対話」の一環として今回のフォワードガイダンスの導入に踏み切ったのではないかと考えている。「肉を切らせて骨を断つ」、つまり長期金利の変動を認めて市場機能に配慮する一方、調整利上げ論に対する明確な否定となっている。その様に考えると、今回のフォワードガイダンス導入によって、こうした市場参加者の考える長期金利のパス(少なくとも0.2%以上の予想)は、下方修正されるであろう。もつとも、「調整利上げ論」が経済・物価というよりも市場機能の改善を重視したものであるため、金利の下方修正による経済・物価見通しの改善幅は小さいのではないかとみられる。なお、マネタリーベース拡大方針はオーバーシュート型コミットメント、金利操作は「当分の間」とされているが、どちらも物価目標の達成とリンクをさせた方が良い様に思われる。

図表3 物価見通しは1%以下でも、2019年末には利上げが予想されていた:  
2018年・2019年の10年金利の市場の見通し



(出所) 日本経済研究センター(ESPフォーキャスト調査(2018年7月、調査期間は6月25日~7月2日)、新生銀行 金融調査室)

### 3. 日本経済の見通し

総括的検証以降、  
スティーピング継続

長期金利の変動幅拡大、フォワードガイダンスの導入を中心とする金融政策の変更が、日本経済に与える影響を考えてみたい。最近のイールドカーブの推移をみると(図表4)、マイナス金利導入後、マイナス幅がさらに拡大するのではないかと予想の下、カーブがフラット化し、2016年7月には20年金利がゼロ%に到達した。その後、総括的検証の実施表明を受けてカーブはベアスティーピング化した。

10年金利0.2%は、  
マイナス金利導入前の  
水準

上述の通り、10年金利は今後上昇したとしても0.2%にとどまると見られるが、直近で10年金利が0.2%であったのは、2016年1月28日のマイナス金利導入直前であった(図表4)。既に、8月1日には先物主導の動きではあるものの、7年金利はマイナス金利導入前の水準まで上昇している。今後、日銀は金利水準を引き上げる意図はないとはしているものの、経済・物価情勢次第ではカーブはフラット化はせずにマイナス金利導入前の水準の方、金利上昇・ベアスティーピング化が進むのではないか。マイナス金利の継続によって、短中期の金利は現状程度の水準が維持されよう。

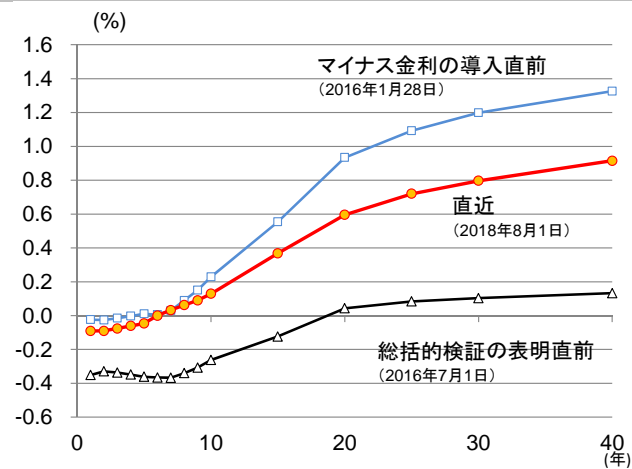
縮小を続ける量的拡大

また、量的な側面をみても、イールドカーブコントロール導入以降、マネタリーベースの増加額は大幅に減少しており、現状では40兆円を下回っている(図表5)。今後、金利の変動を大きくするように国債の買入額はさらに減少していくこととなる。

金利低下による需給  
ギャップの押し上げ余  
地がある

その様にみえていくと、国債の買入額は(一部でレポがタイト化しているなどの状況はあるものの)、増額の余地があり、金利低下によって経済・物価を押し上げる、需給ギャップのプラス幅を更に拡大する余地があるのではないか。

図表4 7年金利はマイナス金利導入直前の水準まで上昇:イールドカーブの推移



(出所)財務省、新生銀行 金融調査室

図表5 マネタリーベースの増加額は40兆円割れが継続、今後はさらに減少へ



(出所)日本銀行、新生銀行 金融調査室

#### 4. 貸出金利への影響

市場機能の低下を重視か

金利上昇  
→金融機関の収益にプラスとの見方

2006年以降の利上げで貸出金利は一旦は上昇も、デフレ回帰で再び低下

× 経済実態にそぐわない金利上昇→収益拡大

○ 実体経済の改善・インフレ→金利上昇→収益拡大

上記1.の部分で言及した「金融緩和の副作用」とされる2つの要素について改めて確認しておきたい。黒田総裁の会見を踏まえると、国債市場で取引が成立しない日があるなどに言及しており、(1)の金融市場の流動性低下への対応が重視された様だ。(2)の金融機関の貸出スプレッドの縮小については、8月2日の雨宮副総裁の講演では言及されているものの、決定会合や黒田総裁の会見ではそれほど重視されていないように見受けられた。

金融機関の収益に関する見解として、「長期金利が上昇すれば、金融機関の収益機会が改善するので金融機関の収益にプラス」との意見を目にする可能性がある。しかし、問題はどのような理由で金利が上昇しているのか、の背景を見極めることが重要であろう。例えば、2006年から2007年にかけては、量的緩和・ゼロ金利政策を解除して、2度の利上げが実施された(図表6)。この動きに沿って確かに10年金利も上昇し、銀行の貸出金利等も上昇した。しかし、日本経済が当時は2%の物価目標がなく、デフレから完全に脱却していなかったために、再び利下げ・金融緩和を実施する展開となり、結果貸出金利も再び低下に転じている。貸出金利とTIBOR3Mのスプレッドはこの間を含めて、長期的にみればほぼ一貫して縮小している(図表7)。

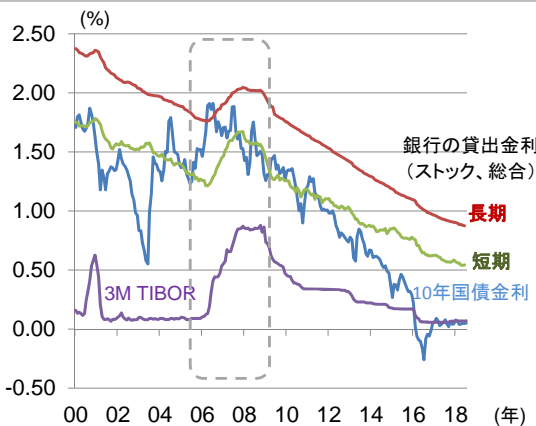
このように、経済の実態に即していない早過ぎる利上げの場合、金利上昇は持続せずに再び低下に転じることとなる。金利が持続的に上がるかどうかは経済が好調でインフレとなり、それに対応する形で企業や家計といった借り手の資金需要増加が伴うかが重要であろう。仮に中央銀行が経済や物価の実態とかい離して無理に政策金利を引き上げたとしても、せいぜい一時的な金利上昇にしかならず、そうした金利の引き上げが金融機関の収益の持続的なプラスになるとは見込み難い。むしろ、正面からデフレを完全に脱却する政策を実施することこそが、真に金融機関の収益のプラスとなるのではないだろうか。

#### 5. まとめ

金融政策を物価目標の達成に割り当てるのが望ましいのではないか

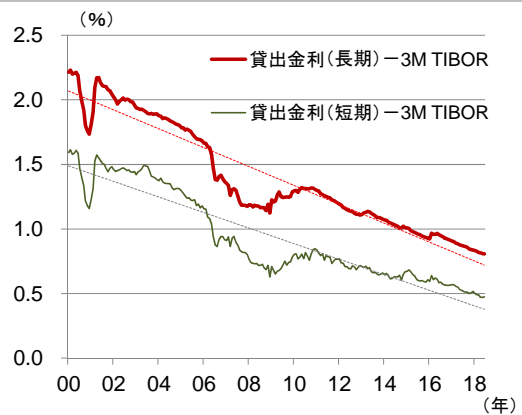
日本銀行は物価見通しの下方修正の対応として、追加の金融緩和ではなく、長期金利の変動幅拡大により、市場機能の低下を抑えて金融緩和の持続力を高める政策変更を実施した。しかし、市場機能の低下は物価目標の未達の要因ではない。今後も副作用を抑えるための修正が繰り返されると、物価目標の達成時期がさらに後退してしまうリスクが懸念される。政策の割り当て論でいえば、上記の貸出金利の議論を踏まえても、金融政策は経済・物価に割り当て、早期の追加緩和による物価目標の達成が望ましいと考えられる。

図表6 長期金利、貸出金利の推移



(出所)財務省、Bloomberg、新生銀行 金融調査室

図表7 市場金利と貸出金利とのスプレッドは一貫して低下、デフレ・低インフレを反映



(出所)日本銀行、Bloomberg、新生銀行 金融調査室

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。  
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会