

Focus3. 日米欧の金融政策の行方と出口戦略の影響

【要約】

- ◆ 米国では国際経済・金融市場の不安定化が雇用減速や低インフレのリスクにつながることから、極めて緩やかな利上げに留まる。
- ◆ ユーロ圏では緩やかな金融政策が中期的に続き、金利正常化に向けた利上げ開始は、2020年末になると見込まれる。ECBは、2016年に更なる緩和策を発表する公算大。
- ◆ 日銀は物価目標 2%が達成できなくとも、デフレに再び陥らないことを確認し 2018 年以降徐々に出口政策へ。国債買入れ縮小による長期金利上昇が最大のリスク。

1. 米国の金融政策

(1) 緩やかに進む金融政策の正常化

7年ぶりにゼロ金利政策を解除。背景に雇用情勢の大幅な改善

2015年12月16日、米連邦公開市場委員会(FOMC)は、2008年12月以来7年にわたって続けてきたゼロ金利政策の解除に踏み切った。FOMCに課せられている完全雇用と物価安定という「2つの使命(デュアル・マンドート)」のうち、完全雇用という使命は達成されつつあることが理由である。2015年末の失業率は5.0%で、FOMC参加者らが完全雇用とみなす水準とほぼ一致する。就業を希望しながら就職活動を諦めた失業者やフルタイムで働きたくとも働けない就業者の存在など、いわゆる「不完全雇用」問題も、改善が続いている。

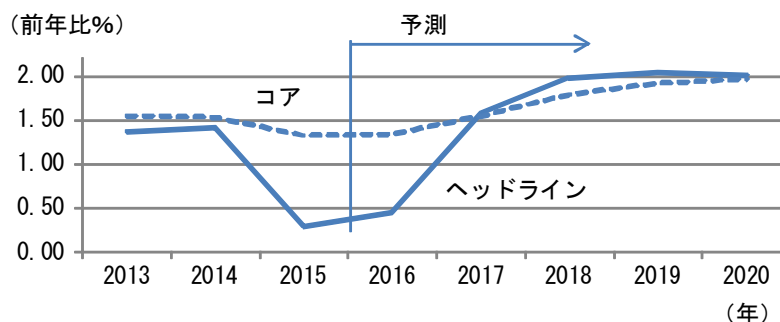
物価安定には程遠く、低インフレ持続。原油安とドル高が主因

物価安定の使命は果たせていない。2%というインフレ目標に対して、実際のインフレ率は前年比1%台前半に留まっている。こうした低インフレには、2014年下期以降の著しい原油価格の低下とドルの増価がもたらした一時的なものという側面がある。原油価格とドルが安定しさえすれば、インフレ率は高まっていくことになる。

インフレ率の持ち直しに合わせて、利上げペースも緩やかに

しかし、2016年入り後も原油安は止まっていない。今後、インフレ率の持ち直しは緩やかなものに留まらざるを得ないだろう。こうした理由から、FOMCの利上げも、極めて緩やかなペースで進められると予想される。

【図表1】インフレ率



(出所) 米国商務省よりみずほ総合研究所作成

(注) 個人消費支出デフレーターベース。2016年以降はみずほ総合研究所予測

均衡実質金利の不透明感も、緩やかな利上げの理由に

緩やかな利上げにはもう1つ理由がある。景気に中立的な政策金利の水準を決定づけるとされる、均衡実質金利に関する不確実性である。均衡実質金利が低く、金融政策はすでにタイト化していることを示唆する推計もある。金融政策が自らの思惑通りに緩和的かどうかを確かめるためにも、FOMC は利上げをゆっくりと進め、物価や経済活動の反応を見極めていく必要がある。

金融的不均衡の蓄積が進む場合には、引き締め政策に転換する場合も

一方、長い目でみれば景気拡大と緩和的金融環境が続くため、金融的不均衡が蓄積されていくという側面もある。仮にこうした状況が強まれば、金融危機の再発を防ぐ意味で、FOMC が引き締めのスタンスをとる場合があり得よう。

バランスシートの縮小は、断続的な利上げの成功を見極めた上で開始されよう。ただし、金融市場への影響に鑑み、保有債券の償還に応じた縮小という慎重なスタンスが維持され、積極的な証券売却の手段は取られないだろう。

(2) 利上げが進まないリスク

インフレと均衡実質金利の低さと、海外リスクが利上げの障害に

今後の米金融政策を巡っては、予想通りに利上げが進まないおそれがある。前述したように、低インフレと均衡実質金利の不透明さが利上げの障害であるほか、海外経済の悪化や国際金融市場の混乱というリスクが燻っている。

このうち均衡実質金利は、どのような水準まで持ち直すのかが重要な論点である。均衡実質金利の水準次第で将来的な中立的政策金利の水準が決定づけられ、それが現在の長期金利に織り込まれるためである。

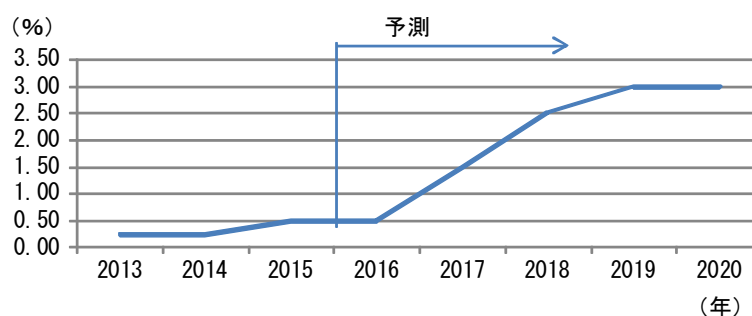
資本蓄積が進まなければ、政策金利の最終着地点は低位に

米国経済のメインシナリオでは資本蓄積が進むと見込んでいるが、設備投資が低迷すれば、潜在成長率も低位に留まる。そうなれば均衡実質金利の持ち直しも限定的となり、利上げの「最終着地点」は低く留まろう。こうしたケースでは、見通し期間を通じて、長期金利の低位推移が続くことになる。

ゼロ金利制約に直面しやすく、量的緩和の再発動という事態も

中立的政策金利の水準が低いほど、金融政策は「ゼロ金利制約」を受けやすくなり、ネガティブなショックに対して十分な対応を取ることが困難になる。ショックが大きい場合には、マイナス金利政策の採用や量的緩和の再発動という事態も考えられるだろう。

【図表 2】政策金利



(出所)FRB よりみずほ総合研究所作成

(注)各年末。2016年以降はみずほ総合研究所予測

みずほ総合研究所
 主席エコノミスト 小野 亮
 makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

2. ユーロ圏の金融政策

(1) 量的緩和に舵を切る ECB

2015年に「量的緩和」に踏み切った ECB

欧州中央銀行(ECB)は、2015年に二つの大きな金融政策の変更を行った。第一は、同年1月の政策理事会で発表された、国債購入を含む量的緩和(QE)プログラムの導入である。ECBは「毎月600億ユーロ(約8兆円)の資産購入を少なくとも2016年9月まで実施する」旨を発表した。

第二は、同年12月の政策理事会で発表された、預金ファシリティ金利の▲0.3%への引き下げや、想定しているQEプログラム期間の2017年3月までの延長等の追加緩和である(【図表3】)。2015年後半の新興国市場混乱に伴う油価や株価の急落などを受けて、ECBはQE導入から1年足らずで追加緩和に追い込まれることになった。

ECBがQE導入等の非伝統的金融政策に踏み切った背景には、デフレに対する強い警戒感があった。ECBは、油価急落によって足元の物価低迷が長期化し、「物価のアンカー」である中期的なインフレ期待まで押し下げられてしまうことを懸念したのである。

【図表3】 ECBの追加緩和策(2015年12月)

	緩和策	狙い
①	預金ファシリティ金利の▲0.3%への引き下げ	国内貸出の促進、海外投資拡大によるユーロ安誘発
②	QEプログラム期間の半年延長	QE総額の拡大による緩和効果増強
③	QE購入証券の元本再投資	中銀バランスシート残高の減少防止を通じた緩和効果の維持
④	地方政府債券のQEプログラムへの組み入れ	ドイツの債券不足問題への対応
⑤	主要・長期リファイナンスオペにおける固定金利全額落札方式の1年延長	緩和政策持続のシグナル発信

(出所) ECB よりみずほ総合研究所作成

(2) 中期的に緩和策が継続

2016年にECBは追加緩和策を実施し、2018年まで継続

ユーロ圏の金融政策は緩和的な状態が中期的に続き、出口策が展望されるのは2020年代に入ってからだろう。QEによる資産購入は2018年央まで続き、金利正常化に向けた利上げ開始は、2020年末になると予想している。

QEプログラムに関して、ECBは、2016年に更なる緩和策を発表すると予想している。油価や株価の続落といった市場急変に伴う物価下振れ懸念の増大が、追加緩和の契機となろう。2016年のユーロ圏インフレ率は0%、エネルギー・食料品等の影響を除くコア・インフレ率は+1.0%に止まると予想され、昨年12月時点のECBスタッフ経済見通し(2016年のインフレ率が+1.0%、コア・インフレ率は+1.3%)は下方修正を迫られることになろう。ECBは、2016年前半に預金金利の更なる引き下げや資産購入規模拡大に踏み切ると予想する。

追加緩和の内容としては、預金金利の更なる0.1ptの引き下げ、現在毎月600億ユーロとされている資産購入額の700億ユーロへの拡大、声明文の修

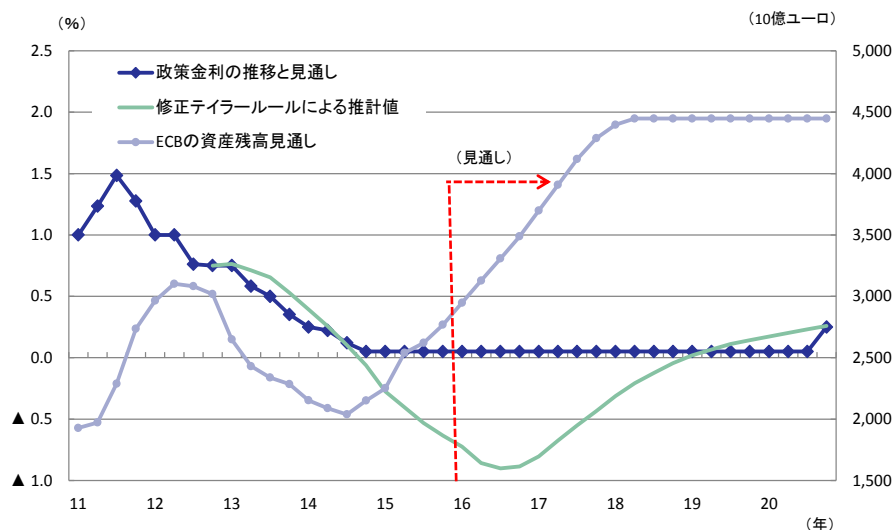
正による追加緩和期間の半年延長などが考えられる。この結果、QE プログラムの総額は、現在の約 1.5 兆ユーロから、約 2.4 兆ユーロに増加する。GDP 比でみて、米国や英国と遜色ない規模と言える。

2017 年に入ると、油価下落に伴う物価下押し効果が剥落してくることや、緩やかなユーロ圏経済の回復によって、インフレ率が徐々に回復してくると予想される。このため、ECB は 2017 年秋には QE 購入額の減額、いわゆる「欧州版テーパリング」を開始すると予想する。政策理事会ごとに 100 億ユーロ程度の資産購入額の減額を実施し、2018 年前半にテーパリングを終了するとみる。但し、償還期限を迎えた債券については再投資を継続し、ECB は QE 残高を維持し続けるだろう。

金利正常化は
2020 年以降

2019 年に入ると、経済の需給ギャップ縮小が進む中で、いよいよ金利正常化が展望され始めることになる。需給ギャップやインフレ率の目標値との乖離等を用いて計算した修正テイラールールに基づく政策金利の試算では、利上げは 2019 年ごろからが適正との推計結果になる(【図表 4】)。しかし、2019 年は米国が循環的に景気減速局面入りしている公算が大きい。FRB が利下げを展望し始めるなかで、ECB が利上げ局面に入るのは難しいだろう。結局、ECB が金利正常化に向けた利上げに踏み切ることが出来るのは、2020 年末ごろになると予想している。その後 2025 年にかけては、景気回復に見合った緩やかなペースでの利上げが行われると見込む。今後 10 年間で展望すると、欧州は緩やかな金融政策が続く公算が大きい。2014 年以降、ゼロ金利の期間は約 6 年に及ぶことになる。

【図表 4】 ECB の政策金利と資産残高の見通し



(出所) ECB よりみずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所
上席主任エコノミスト 吉田 健一郎
kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

3. 日銀の金融政策

(1) 物価目標達成は依然見通せず

日銀はデフレ脱却に向け量的緩和を推進

日銀は 2013 年 4 月に導入した量的・質的金融緩和を強力に推進している。量的・質的金融緩和策では物価目標として消費者物価上昇率の前年比 2% を安定的に達成する目標が掲げられている。物価目標を達成するための施策は国債や ETF などの資産買入れによりマネタリーベースを拡大するとともに、国債利回りや市場のリスクプレミアムを引き下げるものだ。2016 年 1 月には、資産の買入れに加えマイナス金利政策が導入されることとなった。また、中央銀行として物価目標達成への強いコミットメントを示すことでインフレ期待を高めることを狙いとしている。インフレ期待を引き上げられれば実質金利を引き下げることができる。実質金利引き下げにより経済活動を活性化するとともに、国債利回りやリスクプレミアムを引き下げることで、金融機関の貸出や株式投資を増やすことが狙いである。

物価目標達成は依然見通せず

量的・質的金融緩和導入後の円安により、消費者物価上昇率は一時前年比 +1.5% まで上昇したが、その後低下に転じ、足元ではゼロ% 近傍での推移となっている。物価目標 2% 達成の目は依然立たない状況だ。日銀が市場で大量の国債を買入れることで国債利回りは低下したが、インフレ期待の上昇にはつながっていない。

消費者物価上昇率が低下した大きな要因は原油価格の下落である。日銀が掲げる物価目標はエネルギー価格を含むものであるが、原油価格などエネルギー価格の下落は多くの場合一時的であり、物価への影響も一定期間が経過すればはく落していく。日銀はこうした短期的変動要因を除いた物価の動きを「物価の基調」と呼び、中長期的な物価のトレンドを見て金融政策判断を行うスタンスを示している。

また、インフレ期待が上昇しないのは 1990 年代後半以降長期間続いたデフレにより人々にデフレマインドが定着していることが要因と考えられる。日銀の物価目標が達成されるためには、企業や人々が物価目標達成を信じ、行動を変えていくことが必要だ。企業や人々が想定する物価見通しがインフレ期待であるが、インフレ期待形成メカニズムにおいては実際の物価上昇率の動向が大きく影響していると考えられる。もともと、日銀は企業の価格設定行動が変化しつつあるとの見方を示している。消費者物価を構成する各品目の前年比について、上昇品目数の割合から下落品数の割合を差し引いた数値は 2013 年以降上昇基調が続いている。日銀は原油価格急落を受け 2014 年 10 月及び 2016 年 1 月に追加緩和を実施したが、企業の価格引き上げの動きにより「物価の基調」が着実に改善しているとの見方を維持している。

物価目標達成の鍵を握る賃金動向

日銀が重視する物価上昇のメカニズムは賃金と物価が同時に上昇する好循環である。賃金が増えなければ、家計が物価上昇に対する抵抗感を強め企業は値上げを行うことが困難となる。実際、量的・質的金融緩和後の円安により食品価格などが上昇したため、消費増税後の日本経済は消費の低迷が想定以上に長引いた。円安の進展は輸出企業の業績にはプラスとなったものの、個人消費の伸び悩みにつながったと考えられる。

物価目標達成が見通せない中、日銀が追加緩和に動くのは物価の基調が下

振れるリスクが高まる場合となろう。日銀が期待しているのは利益水準が過去最高となっている企業が賃上げや設備投資などの動きを積極化させることであり、海外経済の下振れや円高の進展により企業マインドの下振れ懸念が高まる局面では追加緩和を行うと考えられる。

(2) 金融緩和長期化の副作用と量的緩和の限界

国債市場の流動性低下

物価目標達成が依然見通せない状況ではあるが、量的・質的金融緩和の導入は、量的緩和の拡大に慎重なスタンスを示してきた日銀の変化を内外に印象付けたことは間違いない。時間はかかるにせよ、日本経済がデフレからの脱却に向けて着実に動きだしているとは言えるだろう。しかしながら、日銀の施策はこれまでと比較し大規模なものであり様々な副作用を伴うものであることに留意が必要だ。

特に、日銀の国債買入れによる国債市場の流動性低下が懸念されている。日銀は現在国債保有額が年間 80 兆円増加するペースで国債を買い入れているが、既に国債保有額は 300 兆円を超え、発行額に占める割合は 3 割程度となっている。日銀の国債買入れにより国債利回りは大きく低下したが、投資家にとって長期保有が困難な水準に利回りが低下したことで、日銀以外の投資家間での国債売買高が減少し、市場の流動性が低下している。

市場の流動性が低下した状態で大きな売りが出れば金利が大きく振れるリスクが高まることになる。日銀は 2015 年より債券市場の機能度に関するヒアリング調査(債券市場サーベイ)を開始したが、2015 年に行われた 4 回の調査全てが市場の機能度低下を示す結果となった。

財政規律の低下

また、金融緩和による低金利の長期化はその他様々な副作用を伴う。財政が悪化する日本経済において懸念されるのは政府の財政規律が低下する点である。日本政府は財政再建に取り組む姿勢を示しているものの、税収の増加などの追い風もあり、社会保障費削減などへの踏み込みは見られない。

低金利長期化が金融機関の収益や短期金融市場に及ぼす影響も懸念される。日銀が 2014 年 10 月に行った追加緩和は賛成 5、反対 4 の僅差で決定されたが、反対意見の中には、MMF・MRF など運用難のリスクが高まる可能性や、一段の金利低下が金融機関の収益や仲介機能に与える影響に対する懸念が示されている。

(3) 金融政策の展望と出口を巡るリスク

物価目標の早期達成は困難。総合判断への移行

日本経済はデフレから脱却しつつあるが、新興国経済の下振れや原油価格の下落などを受け、日銀の物価目標達成は更なる時間を要すると予想される。もともと、日銀が物価目標を 2% に設定しているのは、FRB など各国の金融政策における物価目標が 2% であること、また金融ショックなどの事態が生じた場合にデフレに陥らないためのバッファーという観点から設定されたものだ。日本経済の回復基調と物価の上昇基調が続き、再びデフレに陥らないことが確認されれば、物価が 2% に達しなくても日銀は徐々に金融緩和の出口に移行していくと想定している。日銀が金融緩和の出口に移行できるかどうかは政府の判断も重要となつてこよう。物価目標 2% は安倍政権が物価目標導入を渋る日銀に受け入れさせた経緯があり、2013 年 1 月に発表された政府・日銀の共

同声明に明記されている。景気が明確な回復基調を辿っていなければ、出口への移行に政府が反対する可能性がある。

量的緩和の持続可能性への懸念とマイナス金利政策の導入

ただし、量的・質的金融緩和の枠組みは短期間(2年程度)で物価目標を達成するために導入されたものであり、長期間続けることが困難な点に留意が必要だ。日銀が現状のペースで国債買入れを続けるとの前提で今後の日銀の国債保有残高見通しを試算すると、2020年には国債発行残高の70%台に達すると予想される。日銀を除く民間投資家の国債保有額は、日銀の国債保有増加に伴い減少していく。金融機関に担保需要などで一定額の国債保有ニーズがあることを踏まえると、2020年より前のタイミングで国債買入れが困難となる可能性が出てくる(【図表5】)。

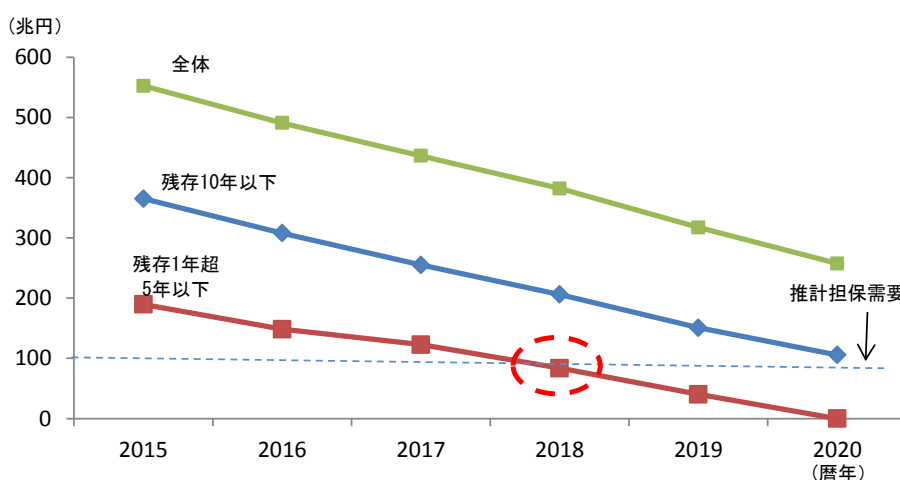
金融機関が担保需要のため保有する国債は残存年限が短いものが中心と考えられる。国債の担保需要がどの程度あるかは明確ではないが、短期金融市場取引残高などを踏まえると100兆円程度と試算される。日銀の国債保有見通しの試算では、残存期間が1年超5年以下の民間国債保有残高は2018年に100兆円を下回る計算となる。2018年以降は国債買入れを円滑に行うことが困難となるリスクが出てくる。

2016年1月に導入が決定されたマイナス金利政策は、こうした政策の限界論を排除することを狙いとしていると考えられる。日銀は金融機関が保有する当座預金口座の超過準備に対する付利を+0.1%から▲0.1%に引き下げたが、欧州などの事例を踏まえると、更なる引き下げの可能性はある。

出口に移行する最速のタイミングは2018年

日銀が金融緩和の出口に移行する最速のタイミングは2018年と予想している。2017年4月に消費増税が予定され、一時的に景気が下振れる可能性がある。再び景気が持ち直し、物価が上昇基調に転じて行くことを確認し、日銀は徐々に出口政策に移行して行くと考えられる。2018年は3月に岩田・中曽副総裁、4月に黒田総裁が任期満了となる。量的・質的金融緩和政策を主導してきた総裁・副総裁が任期満了を迎えるタイミングで出口に移行することが日銀にとっては望ましいシナリオとなる。

【図表5】民間投資家の国債保有残高



(出所) みずほ総合研究所作成

(注) 日銀の国債買入れは年間80兆円増額ペースで想定。年限別の国債買入れは2016年1月計画。国債発行額は2016年度計画ペース

出口政策移行時の最大のリスクは長期金利の上昇

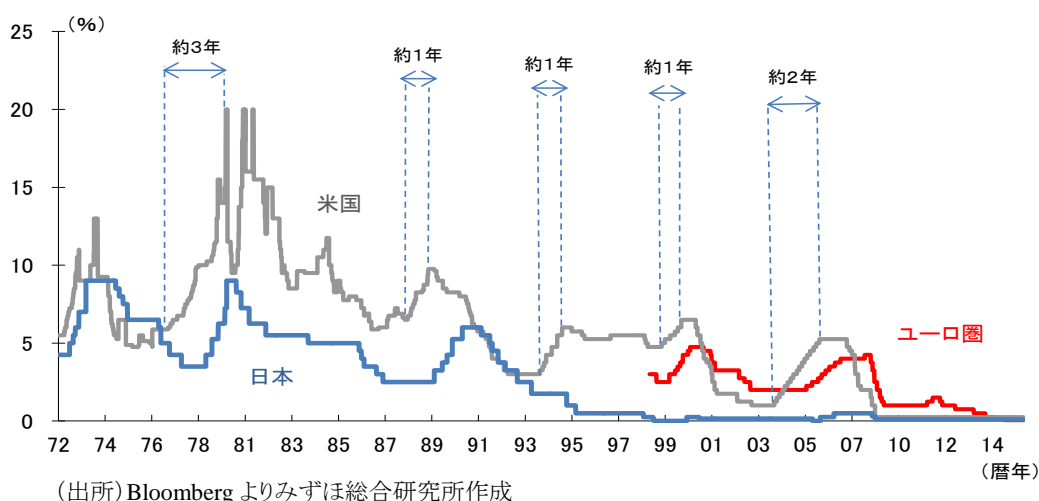
日銀の出口戦略実施に伴う最大のリスクは、国債買入れ縮小に伴う長期金利の上昇であろう。日銀は月次の国債発行額に匹敵する国債を買い入れており、国債市場の日銀依存度が高まっている。仮に日銀が国債買入れ減額を行わなくても、物価が上昇し金融緩和の出口が意識されるだけで長期金利が大幅に上昇するリスクがある。ただし、長期金利の急上昇は景気を下押し物価にもマイナスの影響を及ぼす。日銀は金利の急上昇を回避するため、国債買入れの縮小を緩やかに進めざるを得ないと考えられる。

また、出口政策が日銀の財務に与える影響も懸念される。日銀は出口政策移行時に金融機関が日銀に保有する当座預金口座の超過準備に対する付利（現状▲0.1%）を引き上げると考えられる。この際懸念されるのは、金融機関への利払い負担が増加することで、日銀の財務が圧迫される点だ。仮に自己資本が毀損すれば、政府に対し剰余金を納付できなくなるだけでなく、日銀の信認にも影響する可能性がある。

利上げできないリスクも

日銀が金融緩和からの出口に移行する時期が最速で2018年と述べたが、日銀が利上げを行なえるかどうかは米国の金融政策も鍵を握る。日米欧のこれまでの政策金利引き上げの動きを見ると、米国が利上げを先行して行い、次にユーロ圏が利上げを行い、最後に日本が利上げを行うという順番となっている（【図表6】）。中央銀行が利上げを行う際は、国内経済のみならず、世界経済が持ち直していることが必要条件となることを踏まえればこうした動きが理解できよう。ここで問題となるのは、FRBがいつまで利上げを続けられるかという点だ。日銀の出口を想定する2018年の時点でFRBが米国経済の減速などで利下げに転じれば、日銀は利上げを行うことが困難となる。1970年以降の米国の利上げサイクルをみると、利上げ期間は1年から3年程度となっている。日銀が利上げを行えなくなるリスクが相応にある点に留意が必要だ。

【図表6】日米欧政策金利の推移



みずほ総合研究所
 上席主任エコノミスト 野口 雄裕
 takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

© 2016 株式会社みずほ銀行・みずほ情報総研株式会社・みずほ総合研究所株式会社

本資料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、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・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、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。