

太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

テーマ：資産価格高騰に揺れる金融政策 —逆イールドに怯えるFRBと「悪い円安」に抗う日銀—

執筆者：いちよし証券株式会社 上席執行役員チーフエコノミスト 愛宕 伸康氏

要旨（以下の要旨は4分10秒でお読みいただけます。）

今月（2022年6月）、参議院議員選挙が公示されました。米国との金利差等から130円台後半へと円安が加速し、ウクライナ問題等からの資源エネルギー価格の高騰などで物価高が進行していますが、景気悪化懸念から利上げに踏み切れない日銀に対し、野党が選挙の争点として批判を繰り返す異例の展開となっています。

黒田日銀は物価目標を「2%」として金融政策を進めて来ましたが、その意義を米国との比較で検討し、来年春のポスト黒田体制での物価目標の在り方などの広い範囲にわたって、いちよし証券上席執行役員チーフエコノミストの愛宕伸康氏に解説して頂きます。

多くの中央銀行が採用する「物価目標」の最大のリスクは、特定の目標値に縛られ金融政策運営の柔軟性が失われることである。これは、1990年代後半のグリーンズパン元FRB議長や速水優元日銀総裁の頃から既に指摘されていたことである。およそ20年前、福井俊彦氏が日銀総裁に就任する前日の日経新聞で、当時東京大学教授だった伊藤隆敏氏と吉川洋氏をはじめとする学者グループが提言を発表したが、そこで主張された物価目標も金融政策の柔軟性を意識し「2%プラスマイナス1%」と幅のあるものだった。それでも、福井元総裁は柔軟性が失われるとして、最後まで物価目標の採用には反対した。

しかし、物価目標の「2%」にこだわるFRBと日本銀行は、まんまとその落とし穴にはまっている。米国では今年に入ってインフレ率が4%を上回る状況となっていたにもかかわらずFRBが利上げを開始したのは3月になってからだ。これほど後手に回った背景には2020年8月に採用した「平均物価目標」という戦略がある。物価目標の2%にこだわるFRBは、インフレ率が2%を超えても暫く放置する方針をとっていた。それが仇となった可能性が高い。後手に回ったFRBはこれから急速な利上げを迫られる。景気後退を招かずにインフレを鎮静化させるのは相当な隘路となってしまった。

「2%」の自縄自縛で動けない日本銀行も、金融緩和継続が円安を招き、それが折からの資源価格高騰と相まって景気を悪化させかねないというジレンマに陥っている。現在、日銀は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という枠組みの下、10年金利をゼロ%程度に押さえ込んでいるが、FRBの利上げに伴って米国の長期金利が急速に上昇する中、高い利回りを求める投資家が円を売ってドルを買う動きを活発化させた。その結果、急速に円安が進み、現在1ドル130円台で推移する。資源価格高騰による交易条件の悪化はすでに原油相場が過去最高値をつけた2008年に近い。これ以上円安が進めば景気への影響は避けられない。

わが国にとって現実味の乏しい「2%」にこだわり、日銀が国債を市中から吸収して長期金利を抑制し続けると、政治家の財政赤字に対する危機感を弛緩させることにもつながりかねない。米国などの例を見ると、「2%」を実現させるためにはその倍の名目雇用者報酬(賃金)の伸びが必要であり、日本にとっては相当ハードルの高い目標だ。来年の1月で「物価安定の目標」が設定され10年が経つ。日本経済はすでにデフレから脱却している。そろそろ「2%」の在り方を含め、異次元緩和をどうすべきか探るべきではないだろうか。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

テーマ：資産価格高騰に揺れる金融政策

—逆イールドに怯えるFRBと「悪い円安」に抗う日銀—

いちよし証券株式会社 上席執行役員チーフエコノミスト 愛宕 伸康

はじめに—20年前の政策提言—

おそらく、日本銀行の黒田東彦総裁は辞任するだろう。といっても、来年(2023年)3月19日の話である。同日、雨宮正佳副総裁と若田部昌澄副総裁が任期満了を迎える。雨宮副総裁が総裁に昇格するのであれば、黒田総裁は本来の4月8日の任期満了を待たず、3月19日に辞職し、雨宮氏にバトンタッチすることになる。そうでなくても、総裁は副総裁の任期満了に合わせて辞任するのが通例となっている。

本稿はそのちょうど20年前、2003年3月19日の出来事から話を始めたい。そう、福井俊彦・元日銀総裁が就任する前日のことである。同日の日経新聞朝刊『経済教室』に、当時東京大学教授だった伊藤隆敏氏と吉川洋氏をはじめとする学者グループが、物価目標の設定を含む政策提言を発表した。メンバーは、上記2氏のほか、伊藤元重氏(東大教授)、奥野正寛氏(同)、西村清彦氏(同)、八田達夫(同)、樋口義雄氏(慶応大学教授)、深尾光洋氏(同)、八代尚宏氏(日本経済研究センター理事長)である(括弧内は当時)。その提言にこう書いてある。

<日銀の役割はインフレでもデフレでもない「物価の安定」を達成することにある。ただし、現行物価指数の上方バイアスや名目金利のゼロ制約をはじめとしたいくつかの理由を考えると目指すべき物価の安定とは1~3%のマイルドなインフレと理解すべきだ。

日銀の資産購入は長期国債の買い切り額の増加を中心としてきたが、今後はその一層の積み増しに加えて、株価指数連動上場株式投信(ETF)や不動産投資信託(REIT)の市場での購入などの「非伝統的手段」を積極的に活用すべきである。

また、デフレを終結し物価の安定を実現するには時間が必要である。このため2年程度(2005年3月まで)の期間における「物価水準」上昇の程度(例えば3%)と、その後のインフレ目標(例えば2%プラスマイナス1%)をただちに設定すべきである。>

さて、これを見て読者はどう思われたらだろう。提言されたメニューはこの20年ですべて行われた。その結果が今である。今年4月の消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比2.1%と「物価安定の目標」2%を超えたが、資源価格の押し上げ寄与が大きく、目標を達成したことにはならないと日銀自身が否定している。おそらく、日銀の見立てどおり、前年比はやがて2%を下回り、1%に行くか行かないかというところに落ち着くだろう。

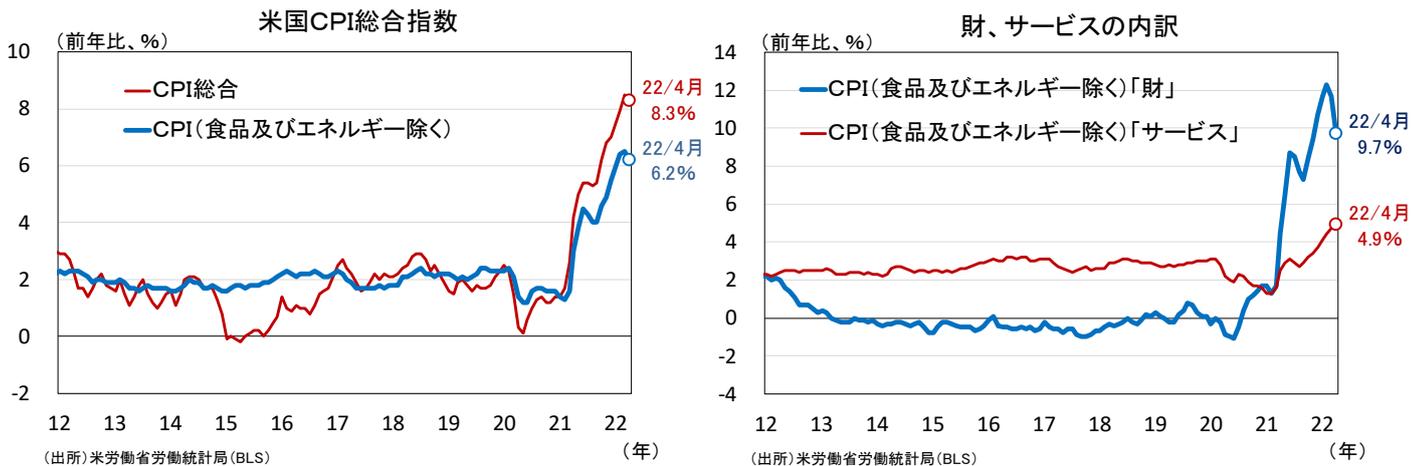
しかし、上の提言にあるように、「物価安定の目標」を「2%プラスマイナス1%」に修正していたらどうなっていたらだろうか。目標未達だと批判されることもなく、今よりも随分と柔軟な政策運営ができていたかもしれない。「2%」といった特定の値に縛られ、政策運営の柔軟性が失われてしまうことが、インフレーション・ターゲティングの最大のリスクであると、従来から指摘されていた。にもかかわらず、米連邦準備理事会(FRB)と日本銀行はその落とし穴にはまっている。

本稿では、「2%」にこだわり過ぎたFRBと、「2%」の自縄自縛に陥った日銀が、現在、どのようなリスクを抱えているか概観する。特に、日本銀行が行っている現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(以下「長短金利操作」)、いわゆるイールドカーブ・コントロール(長短金利の目標操作により、利回り曲線を適切な水準に維持すること)が、実現する望みの薄い「2%」の壁に守られながら、政府債務残高の無節操な拡大に大きく貢献していることを指摘したい。以下ではまず米国から見ていこう。

1. 完全に後手に回ったFRB

FRBは現在、物価目標の「2%」にこだわり過ぎて、痛い目にあっている。米国の消費者物価(食品及びエネルギー除く)は昨年4月から前年比3%を超え、今年に入ると4%を上回る状況となっている(図1)。しかし、FRBが利上げを開始したのは3月になってから。パウエル議長は記者会見で、「供給制約や、そのインフレへの影響が分かっていたら、もっと早く動く方が適切だった」と、完全にビハインド・ザ・カーブに陥った(金融政策が後手に回った)ことを認めた。しかし、なぜこれほどまでに利上げ開始が遅れたのか。

図1 米国の消費者物価指数



実はタイミングの悪いことに、FRBは長らく達成していなかった物価目標2%の実現を目指し、2020年8月に採用した「平均物価目標」という戦略に基づき、インフレ率が2%を超えてもしばらく放置する方針をとっていた。このため、インフレの上振れは一時的なものとして強弁しながら、資産買入額の縮小(テーパリング)を22年半ばまでに終了し、年内後半のどこかで利上げを開始すれば良いだろうくらいの、悠長な構えでいたのである。

ところが、新型コロナウイルス禍での供給制約と、数次にわたり実施された総額6兆ドルを超える経済対策の効果から、思いのほかインフレが加速してしまった。そのためFRBは急遽テーパリング終了を3月に早め、同時に利上げを開始することにしたのであるが、遅きに失した感は否めない。続いて5月には政策金利を0.25%(下限値、以下同)から+0.5%引き上げ0.75%へ、さらに6月には+0.75%引き上げ1.5%へ、連続して利上げを実施するとともに、6月からは量的引き締めも開始した。量的引き締めとは、これまで購入した国債や住宅ローン担保証券の償還が来ても再投資せず、その保有残高を削減していく措置のこと。市場はFRBが積極的な利上げ姿勢に転じたことを3月初から織り込みはじめ、米10年金利は4月末までの2ヶ月間で実に1.2%も急騰したのである。

2. 逆イールドに怯えるパウエル議長

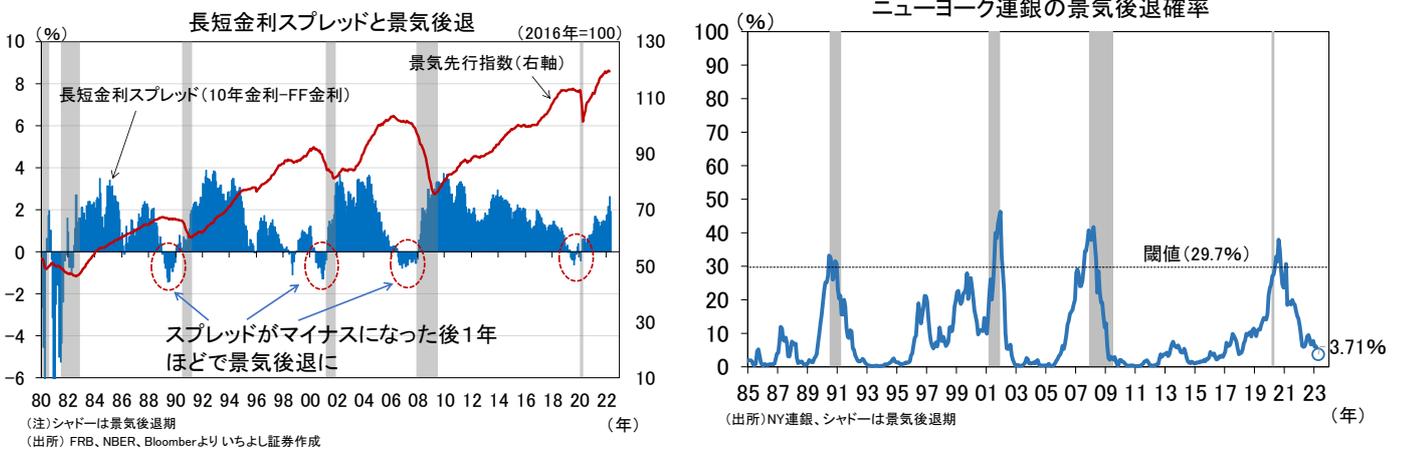
FRBは今後もしばらく積極的な利上げを継続する見通しだ。今年6月の連邦公開市場委員会(FOMC)で示された2022年末の政策金利見通しは3.25%~3.5%。したがって、年内に残されたFOMCで、6月の1.5%~1.75%から7月+0.75%→9月+0.5%→11月+0.25%→12月+0.25%(計+1.75%)と利上げを続けることが想定されているとみられる。しかし、急激な利上げは景気を冷やす。その兆候が長期金利と短期金利の関係に出始めている。

市場では、22年末の米長期金利(10年物)が3.5%程度まで上昇すると見る向きが多いように伺われる。すなわち、年末に向けてイールドカーブが平坦化することが想定されている。イールドカーブの平坦化は、市場が景気悪化を予想していることの表れであり、米国では平坦化が進んで短期金利

が長期金利を上回ると(逆イールドの発生)、1年から1年半後には景気後退になるという経験則がある(図2左)。このまま平坦化が進めば、いずれ逆イールドが生じる可能性が高い。

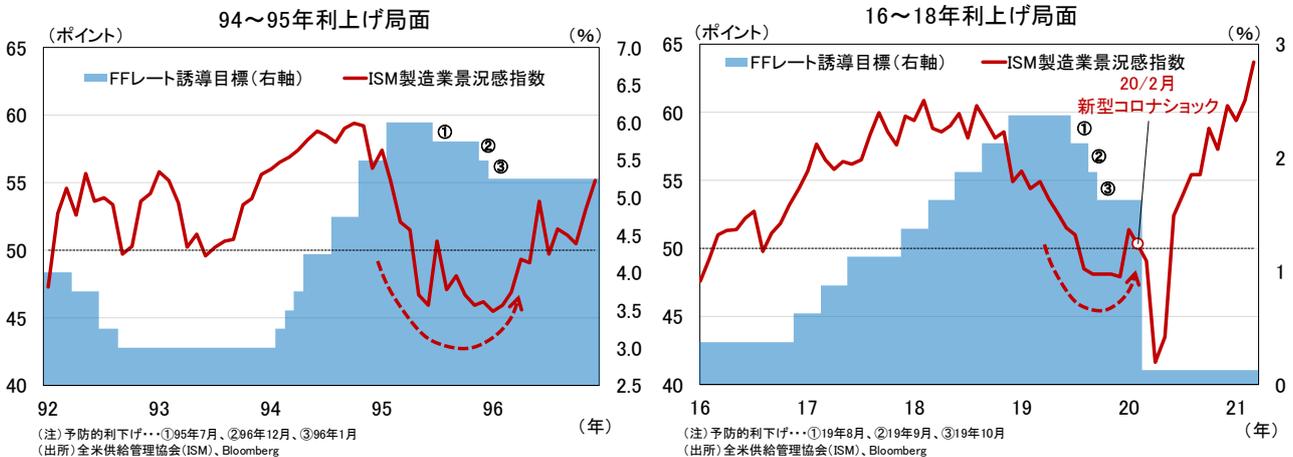
このことはパウエル議長も気にしている。3月21日に全米企業エコノミスト協会(NABE)で行われた講演で、パウエル議長は景気後退を招くことなく利上げに成功した事例として、1965年、84年、94年を紹介した上で、「ソフトランディングの実現が簡単だとは誰も思っていない」、しかし「我々はこの難しい取り組みを成功させるために最善を尽くす」と発言している。ニューヨーク連銀が短期金利(3ヶ月物)と10年金利から推計している景気後退確率は(図2右)、22年4月現在、3%台後半とまだ低い。しかし、(まだ余裕があるものの)これが経験上の限界=閾値の29.7%まで上昇してくると要注意だ。

図2 米国の長短金利スプレッドと景気との関係



ちなみに、パウエル議長が指摘したとおり、1994-95年の利上げでは、グリーンズパン議長(当時)が予防的利下げを3回行って景気後退入りを回避した(図3左)。2018-19年の利上げでも、パウエル議長は同じようなチャレンジをして景気後退入りを避けようとしたが(図3右)、結局、新型コロナで景気後退になってしまった。この先、景気悪化が顕在化すれば、当然、引き締めペースを緩めるなど何らかの手を打ってくる可能性は高い。しかし、すでに後手に回ったFRBにとって、ソフトランディングが相当な隘路であることは間違いない。

図3 94-96年、16-18年の景気後退との闘い



3. 2022年春の急激な円安進行

一方、「2%」の自縄自縛で動けない日銀も、緩和継続が円安を招き、それが折からの資源価格高騰と相まって交易条件を悪化させ、景気に悪影響を及ぼしかねないというジレンマに陥っている。少し詳しく説明すると、米国の長期金利につられて上昇傾向を強めていた日本の10年金利は、3月に入ってとうとう日銀が上限と定める0.25%を突っかけるようになり、日銀は無制限に国債を買い入れる「連続指し値オペ」を駆使しながら、0.25%以下に抑え込む状況となっていた(図4左)。

少し脱線すると、現在のイールドカーブ・コントロールとは、金融機関が日銀に預けている当座預金の一部にマイナス0.1%の金利を適用するとともに、10年金利をゼロ%程度に誘導することによってイールドカーブ全体を低位に維持し、「物価安定の目標」の実現を狙う政策である。ただし、厳格に10年金利をゼロ%にコントロールしようとする、国債の流動性が低下するといった市場機能への副作用が強まるため、2021年3月からは10年金利の変動幅をゼロ%プラスマイナス0.25%まで容認することになっている。

しかし、その結果、利上げを急ぐFRBと長期金利を抑え込む日銀との政策スタンスの違いが金利差に現れ、市場では高い利回りを求めて円を売りドルを買う動きが活発化した。特に日米金利差が目立ち始めた3月以降は円売りに拍車がかかり、3月初めに1ドル115.04円だった円相場は4月末に1ドル130.6円と、2ヶ月で実に15.56円も円安が進んだのである(図4右)。

図4 日米金利差とドル円相場



4. 「悪い円安」かどうかは資源価格が決める

一般に、日本では円安自体は経済にプラスに作用する。手っ取り早く確認しようと思えば、例えば内閣府が作成している「短期日本経済マクロ計量モデル(2018年版)」の乗数表を見れば良い。そこには「円の対ドル10%減価」の実質GDPに与える影響が、1年目0.22%、2年目0.66%と出ている。もっと言えば、線形のモデルを使う限り、1ドル140円になっても、1ドル150円になっても、マクロ経済に与える影響はプラスである。

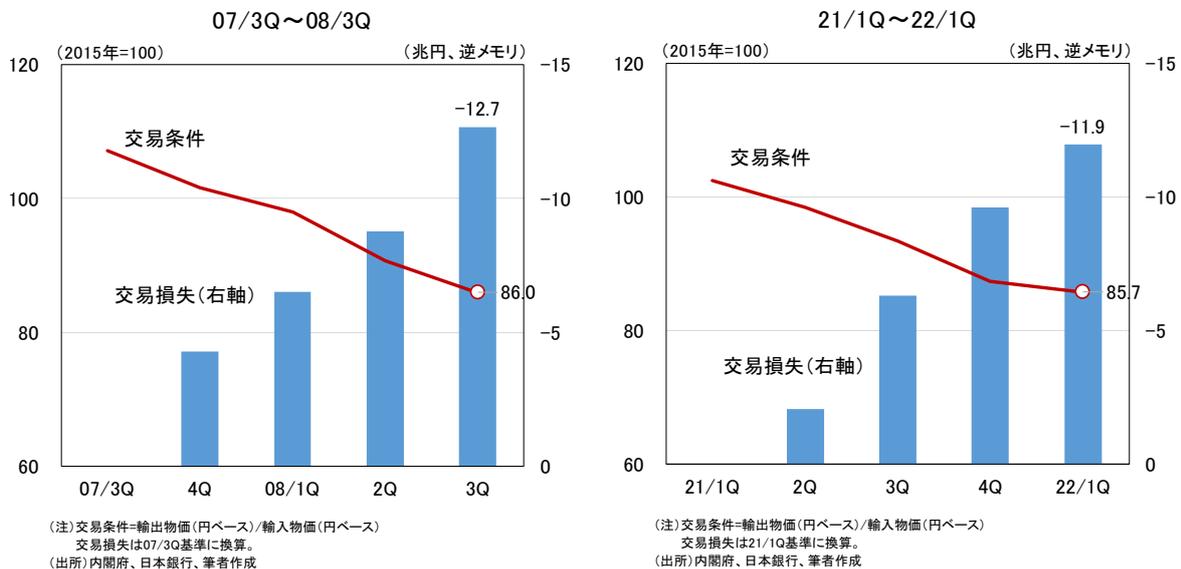
しかし、これが資源価格の高騰と重なれば話が変わってくる。記憶に新しいところでは、中国をはじめとする新興国ブームで原油相場が急騰した2008年の夏が挙げられる。当時、7月に原油相場が過去最高値をつけ(例えば、北海ブレントは7月3日に1バレル146.08ドルをつけた)、8月上旬のガソリン店頭価格(全国平均)が、レギュラーで1リットル185.1円、ハイオクだと1リットル196.0円まで跳ね上がり、消費などへの影響を通じて景気は明らかに悪化した。今回も2月24日に発生したロシアのウクライナ侵攻によって資源価格が高騰しており、そこに円安が重なったため、「悪い円安」と騒がれたのである。

そこで、以下では、「交易利得・損失」という指標を使って2008年と比較してみた。交易利得・損失とは、交易条件の変化を所得面から捉えたもので、実質GDI(国内総所得)から実質GDP(国内総生産)を差し引いて計算される。プラスなら交易利得、マイナスなら交易損失と呼ぶ。テクニカルな

話はここまでにして、直感的な説明をすると、資源価格が高騰すれば、海外への支払いを通じて所得が流出し、企業収益の伸び悩みや個人消費低迷の原因になる。その割負け分を計算したのが交易損失で、GDP統計の中で公表されている。2022年1-3月期の交易損失は△11.5兆円である。ちなみに、米国では6,900億ドル(約80兆円)の交易利得が発生している。

ただし、重要な注意点が一つ。それは、額が基準年に依存して決まるという点だ。上の22年1-3月期の交易損失11.5兆円は、あくまでデフレーター基準年である2015年から見た額であり、決して22年1-3月期に失われた実質GDPの額などではない。そうした点に配慮し、基準時点を揃えて計算し直したものが(図6)である。図には輸出物価を輸入物価で割った交易条件も掲載した。これを見ると、交易条件の悪化度合いも、交易損失の拡大ペースも08年とよく似ていることが分かる。つまり、さらなる円安は08年のように景気を悪化させる可能性が高い。

図6 日本の交易損失：08年との比較

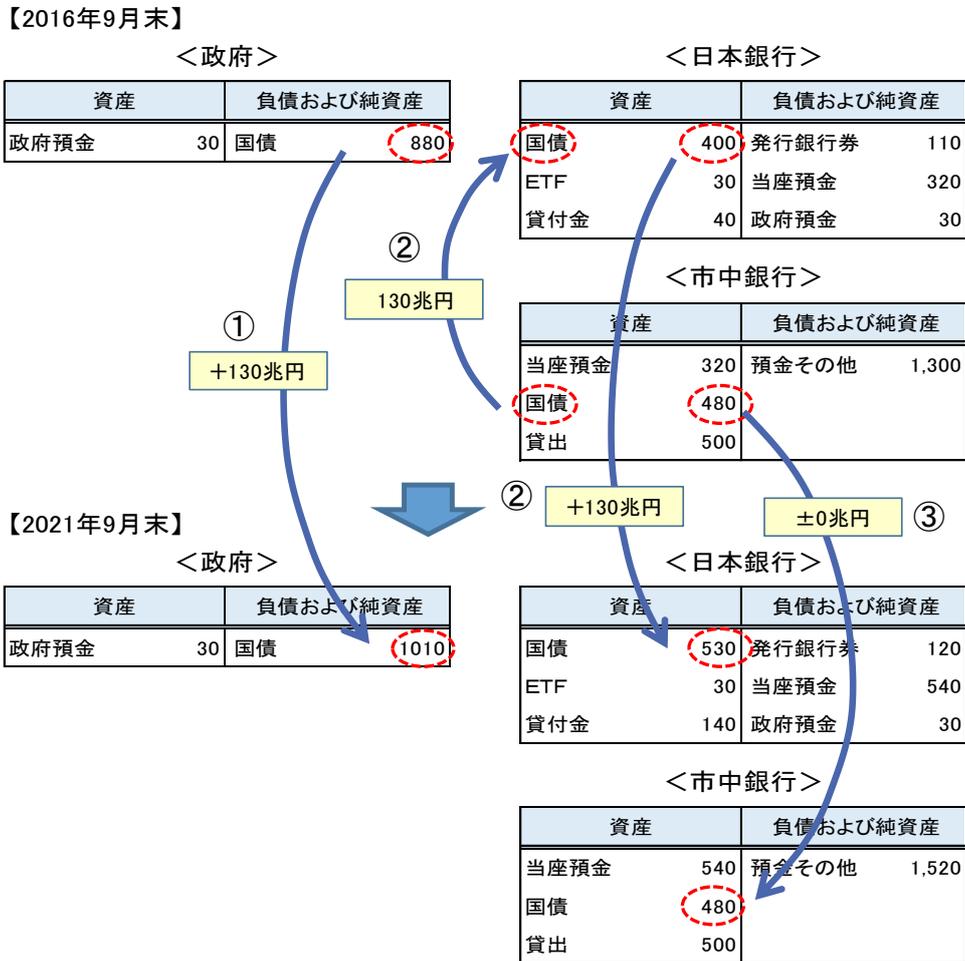


5. 長短金利操作は国債増発を促す輪転機

さらに、長短金利操作が結果として抱えてしまっている重大なリスクにも触れておきたい。それは、実現可能性の低い「物価安定の目標」の「2%」に守られて、国債を市中から吸収することにより長期金利を抑制し、いわば国債増発を促す輪転機と化していないかという点である。仮に今の長短金利操作が、政治家の財政悪化に対する危機感を弛緩させ、政府債務残高の無節操な拡大に貢献しているとすれば、相当まずい政策と言えるのでないだろうか。

以下では、長短金利操作の下で、国債買入れが日銀と市中銀行のバランスシートをどのように変化させているか見てみよう。(図7<次頁>)は、長短金利操作が導入された2016年9月と、5年後の21年9月における、政府、日銀、市中銀行のバランスシートを大胆に整理したものである。

図7 新金融緩和採用後の政府、日本銀行、市中銀行のバランスシート



まず、政府の動きから見ると、16年9月の880兆円から21年9月の1,010兆円へ、130兆円の国債が増発されているのが分かる(図7の①)。

この間、日本銀行は市中銀行から130兆円の国債を買い入れ、日銀の国債保有残高は16年9月の400兆円から21年9月の530兆円へ、130兆円膨らんでいる(図7の②)。その結果、市中銀行の国債保有残高は480兆円に変化していない(図7の③)。つまり、国債の増発分を日銀が市中を通して買い取り、長期金利をゼロ%程度に抑制するという構図になっている。実際、市中銀行の国債保有残高はYCC採用後から5年間、480~490兆円でほぼ一定となっている。

筆者の試算によると、10~19年のペースで国債が発行され続けた場合、2030年末の国債現存額は1,400兆円まで拡大し、日銀の国債保有残高は900兆円を超えることになる。本来、長期金利には財政赤字に警鐘を鳴らす「坑道のカナリア」の役目がある。それを金融政策で無理やり鳴かせないようにしているのは日本くらいのものだ。しかも、この国には財政状況を独立の立場からチェックする「独立財政機関(IFI<Independent Fiscal Institution>)」がない。独立財政機関とは、「公的資金で運営される、行政府あるいは立法府の下にある独立機関で、政治的中立の立場から財政政策とその実績の監視、分析等を行う機関」と定義され、OECD加盟国38ヶ国のうち28ヶ国で設置されている(英国:予算責任局 etc.)。日本も設置を検討すべきだ。

6. 日本にとって物価安定目標「2%」のハードルは高過ぎる

以上、金融政策が柔軟性を失ったことによって抱えてしまったリスクを見てきたが、FRBと日銀の間には決定的な違いがある。すなわち、FRBは「2%」の運用上のミスであり、日銀はそもそも「2%」が間違っていることによる副作用である。日本にとって「2%」が間違っている理由は以下の3つと考える。

①「グローバル・スタンダード」という理由付けの怪しさ

2013年1月22日に「物価安定の目標」を設定した際、白川方明総裁(当時)は、2%にした理由について、「消費者物価指数のバイアス」、「のりしろ」、「国民の物価観」の3つを指摘し、もともと「グローバル・スタンダード」は理由になかった。黒田総裁になり、13年7月の講演で初めて「グローバル・スタンダード」という言葉が登場し、それ以来、「消費者物価指数のバイアス」、「のりしろ」、「グローバル・スタンダード」の3点セットが日銀の公式答弁となっている。

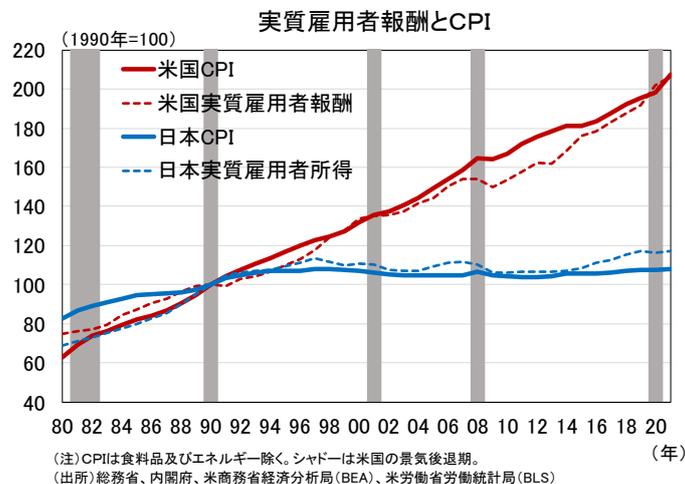
グローバル・スタンダードがなぜ理由になったかという点、17年7月の黒田総裁の記者会見を引用すれば、「関係国が同じ物価上昇率を目指すことは、長い目で見た為替レートの安定にも資する」からであり、背景には購買力平価の考え方がある。確かに、長期的に購買力平価が成立するとした場合、FRBなど海外の中央銀行が物価目標を2%とする中で、日銀だけがそれより低い物価目標を設定すれば、理屈の上では円高が進行することになる。しかし、40年や50年といった超長期の議論ならいざ知らず、金融政策が対象とする2~3年先の話までそれに縛られるのが適切とは言えない。

実際、消費者物価の前年比には日米の間には2%ポイント程度の乖離が80年代半ば頃から常に存在しているが、少なくとも90年代後半以降は明確な円高トレンドがあるようには伺われない。また、米国とのインフレ率格差が拡大したからといって円高になっているというわけでもない。むしろ、22年以降はインフレ率格差が拡大する中で円相場は円安方向に不安定化している。

②そもそも「2%」の実現可能性が乏しい

(図8)は、日米の実質雇用者報酬と消費者物価(米国は食品及びエネルギー除くベース、日本は生鮮食品及びエネルギー除くベース)を比較したものである。これを見ると、名目雇用者報酬をインフレ率で割った実質雇用者報酬の伸びが、インフレ率とほぼ同じであることを示している。ということは、米国のように2%のインフレ率を実現したければ、実質雇用者報酬も2%、すなわち名目雇用者報酬が倍の4%伸びなければならないことを意味している。異次元緩和の始まった13年から新型コロナ前の19年まで、日本の名目雇用者報酬の伸びは年率2.1%だった。図8の結果は、これを倍にしなければならないことを示唆しており、どれだけハードルの高い条件か理解できるだろう。

図8 賃金と消費者物価上昇率



③「のりしろ」の確保ができない

実は、上の3つの理由のうち最も重要なのは「のりしろ」(金融政策の自由度)である。しかし、日銀は自ら利上げに踏み切れるハードルを高くし、いつまでも「のりしろ」が確保できない状態にはまり込んでしまった。黒田総裁は「2%程度の物価上昇を安定的に実現し、景気に中立的な金利もそれを反映してある程度高い水準で形成されるようにすることで、金利引き下げ余地を確保することが重要」(14年3月、日本商工会議所)と説明するが、そもそも利上げという行為ができなければ、「のりしろ」確保はできない。

おわりに

「量的・質的金融緩和」を始めた2013年4月、金融政策決定会合後の記者会見で黒田総裁は、「市場・経済主体の期待を抜本的に転換させる」と氣勢を上げた。つまり、サプライズを与えて、それまでの低成長・低インフレの望ましくない均衡から、「物価安定の目標」2%が成立する新しい均衡にジャンプさせることを狙ったのである。この手法を専門的には「期待管理」と呼ぶ。

つまり、「2%」という数字は、最初からそれが日本経済にとって妥当かどうかを細かく詰めるようなものではなく、一種のスローガンだったのである。だからこそ、黒田総裁は、マネタリーベースを2年間で2倍、長期国債の保有残高を2年間で2倍以上と、まるで1970年代後半に元関脇「高見山」が丸八真綿のテレビコマーシャル(羊毛パッド2枚重ねで快適さ2倍)で、「2倍!2倍!」と言って一世を風靡したのを彷彿とさせるパフォーマンスまでして、人々への印象付けを図ったのである。

したがって、サプライズ効果が落ち着いた後は、柔軟な運用に切り替えるべきであった。冒頭で紹介した学者グループの提言でも、インフレ目標は最初の2年を3%にして、その後「2%プラスマイナス1%」に修正することを想定していた。その背景に期待管理の考え方があったことは明らかだ。来年の1月で「物価安定の目標」が設定され10年が経つ。日本経済はすでにデフレからは脱却している。そろそろ「2%」の在り方を含め、異次元緩和の落としどころを探るべきではないだろうか。

(本稿は、2022年6月16日に脱稿したものである)

以 上

執筆者紹介

愛宕 伸康（あたご のぶやす）1965年 鳥取県生まれ
いちよし証券株式会社 上席執行役員チーフエコノミスト

<学歴・職歴>

1991年 神戸大学大学院経済学研究科博士前期課程修了
1991年 日本銀行入行
2006年 日本銀行 政策委員会室 審議委員スタッフ
2010年 日本銀行 物価統計課長
2011年 日本経済研究センター主任研究員(短期予測主査)
2015年 日本銀行 人材開発課長
2015年 岡三証券株式会社 チーフエコノミスト
2020年 いちよし証券株式会社 上席執行役員チーフエコノミスト