



いとう・たかとし
50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融。兼政策研究大学院大客員教授

12年まで長く続いた経済停滞、物価の下落傾向(デフレ)の中で、価格引き上げをしてはいけないという「ノルム(社会規範)」が形成され、予測もゼロインフレが定着した。労働組合も賃上げは要求できないと考え、ゼロ賃上げに甘んじてきた。こうして「ゼロインフレ率—ゼロインフレ期

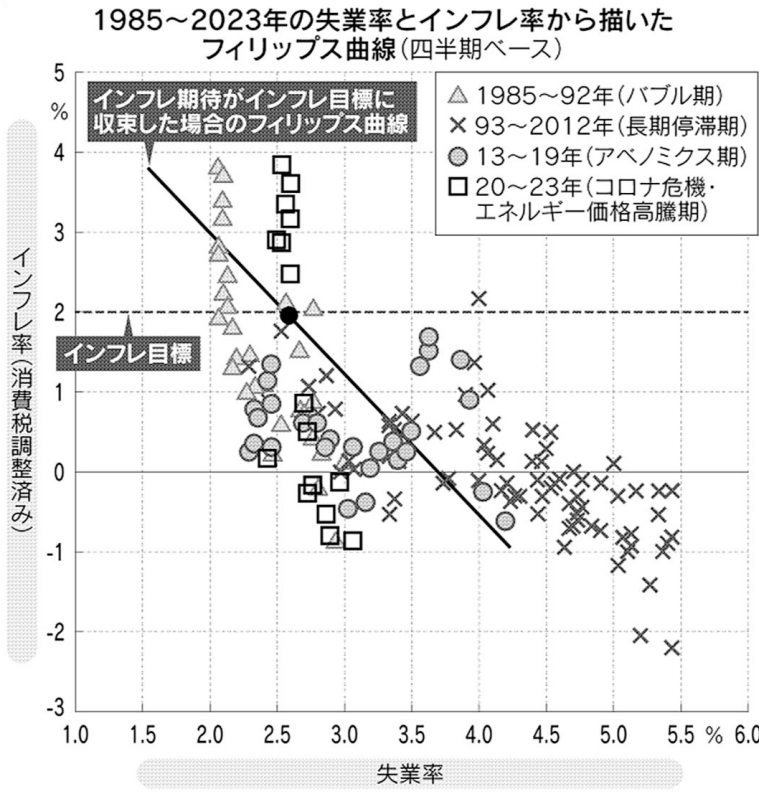
の5%を超える賃上げを確信して、日銀は金融の正常化へ一歩を踏み出した。2016年2月に導入したマインスインス金利を解除し、政策金利を0.0-0.1%程度で推移するように操作することにした。また16年9月に導入した長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)も撤廃した。13年に始まった量的・質的金融緩和(QE)の大部分を終了する内容となった。

一方、長期国債についてはこれまでと同程度(月間6兆円程度)の買い入れを継続する。バランスシート縮小(量的引き締め)の開始はまだ先になりそうだ。

マイナス金利解除後の金融政策 ①

伊藤隆敏 コロンビア大学教授

「2%インフレ目標」貫徹を



ポイント

- 財政への配慮より物価安定を優先すべき
- バブル予防や円安対策の利上げは不適当
- 急激な利上げでも日銀の財務は心配ない

待てゼロ賃上げの均衡」が形成された。13年から始まった強力な量的・質的緩和でも、「0-0-0均衡」は打破できなかった。22年に、ロシアによるウクライナ侵攻の影響でエネルギー・食品価格が急騰したこと、日本のインフレ率も2%を大幅に超えて上昇した。過去2年間のインフレ率の動きには3つの重要なポイントがある。

第1に2%を超えるインフレ率は外的要因に端を発するが、インフレ率上昇はエネルギーや生鮮食品以外にも広がり、エネルギー・生鮮食品を除くインフレ率が全品目のインフレ率を上回るようになっていく。

第2に外的要因で実際のインフレ率が2%を超えて上昇したことは「0-0-0均衡」を崩す大きな転換点になった。均衡の一角が崩れたことは、企業がノルムの呪縛から逃れるうえで重要な出来事となった。

第3にインフレ率がゼロであるべきだというノルムは外れたが、インフレ期待が2%へ向けて上昇を始めるには時間がかかった。インフレ率の急上昇は短期間で終わるのではないかとの

「3均衡」へと移行できる。これが達成される可能性が高まったので、金融政策が変更されたと理解できる。

人手不足(失業率の低下)と消費者物価の上昇の間に相関関係があることは「フィリップス曲線」として知られる。図は、1985~2023年の失業率とインフレ率から描いたフィリップス曲線(四半期ベース)だ。

長期停滞期(93~12年)にフィリップス曲線が、インフレ率ゼロ以下でほぼ水平に見えるのは、インフレ期待がほぼゼロだったことと整合的だ。20年以降は、フィリップス曲線はほぼ垂直になっていく。失業率が自然失業率(失業率の長期均衡水準)の近辺にとどまる中で、大きな需要ショック(コロナによる外出制限)と供給ショック(エネルギー・食品価格高騰)が短期間に起きたことがわかる。

13~23年の期間で国内総生産(GDP)ギャップがプラスだった時期の失業率の平均を自然失業率と仮定し、同期間のフィリップス曲線を推計した。さらにインフレ期待が2%にアンカー(つなぎ留め)されたという仮定を置いたのが、図中のフィリップス曲線だ。

続いて中期的な懸念材料について検討する。

第1の課題は財政との関係だ。金利を引き上げていけば、予算に占める国債費(特に利払い費)が増えることになり、税収増を図るか、社会保障費の増加を抑制するか、社会保障以外の政策的経費を抑制する

かの3択になる。いずれの選択も政治的に困難となると、日銀の金利引き上げに反対の圧力がかかるこの懸念もあるだろう。

しかし98年の日銀法改正で、日銀には政策手段の独立性が与えられた。政府(首相)や国会が日銀総裁を解任することもできない。また日銀と政府の間で結んだ13年1月の「インフレ目標政策」の合意文書には、日銀はインフレ目標の実現を目指すし、政府は財政を健全化するという役割分担が記されている。インフレ目標政策が日銀と政府の合意である限り、2%インフレ目標を実現するために金利引き上げが必要だと日銀が判断すれば、問題なく実行できる。物価の安定を2%と定義した「インフレ目標政策」がここで効いてくる。

第2の課題として、インフレ率は安定していても資産価格が上昇を続けると、「予防的に金利を引き上げるべきだ」との意見が台頭する可能性がある。だが金利以外にもバブル拡大の抑制やバブル破裂の影響を限定的にする手段がある。マクロプルーデンス政策と呼ばれるものだ。例えば資産価格上昇に応じて金融機関の融資限度額を引き下げる(あるいは頭金割合を引き上げる)ことは投機的な需要を減少させる。バブルの問題については、金利操作を考る前に融資規制や税制の対応を考るべきだ。

第3の課題は為替相場との関係だ。足元では円安の行き過ぎが問題になっており、円安を止めるためにも金利を引き上げるべきだと

の意見も聞かれる。しかしあくまでも日銀の政策目的は物価の安定であり、為替相場の安定ではない。

第4の課題は、短期金利引き上げが急激に起きると日銀の損益とバランスシートに悪影響があるというものだ。08年以降、超過準備(日銀当座預金のうち所要準備額以上の部分)に対し金利を支払ってきたので、政策金利引き上げにより日銀の支払利息は増える。一方、日銀が受け取る利息は資産側の長期国債から生じるが固定金利なので、国債の入れ替えがなければ増加しない。従って政策金利と長期国債金利が同じスピードで上昇した場合、日銀の損益はほとんど悪化する。

今回、日銀の損益に関わる大きな変更点は超過準備に支払う金利を一律プラス0.1%で統一したこと、支払金利負担は約3倍になる。長期国債からの金利収入は急に変化しないので、日銀の利息収支は政策金利引き上げで悪化する。ただし、量的・質的緩和の手段として購入してきた上場投資信託(ETF)からの配当収入が日銀の損益を大きく助けている。さらに利息収支の赤字が拡大した場合、債券取引損失引当金を取り崩すことになる。

一方、バランスシートでは、低い固定金利の長期国債の市場評価価値が下落する。ただ国債は満期まで保有するから、中央銀行が保有国債を市場評価額にすることは適切でない。欧米中銀は未実現評価額でみると債務超過になっているが、何の問題も生じていない。

掲載日 2024年04月08日 日本経済新聞 朝刊 015ページ © 日本経済新聞社 無断複製転載を禁止します。