

### (金融緩和政策の一部修正の内容)

日銀は7月31日の政策決定会合において、大規模な金融緩和政策の一部修正を意味する長期金利の変動幅を拡大する方針を決めた。その主な政策修正内容は、(1) 政策金利のフォワードガイダンス(将来の指針)について、「2019年10月に予定されている消費税率の影響を含めた経済・物価情勢の不確実性を踏まえ、当分の間、現在の極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」旨を明示、(2) 従来の「短期金利▲0.1%、10年国債金利0%程度」の金融調節方針は維持。国債保有残高の増加額「年間約80兆円」という表現は維持しつつ、弾力的買い入れを実施すると修正。(3) マイナス金利政策の政策金利残高を長短金利操作の実現に支障がない範囲で減額(平均10兆円を平均5兆円へ)(4) ETF、J-REITの年間買い入れ額の柔軟化を図るため「市場の状況に応じて、買い入れ額は上下に変動し得るものとする」を追加記載、である。

これまで長期金利の誘導目標は0%程度であり、実際国債の指値買いを含む大量買入れにより、0.1%程度以下に抑え込んできたが、黒田総裁は政策決定会合後の記者会見において、数値の明示こそ避けたものの、今後は「従来の倍程度を念頭」に置くと述べ、市場では「+0.2%までの長期金利上昇を受け入れた」と解釈されている。

### (世界的には長期金利は上振れの流れ)

国外に目を転じると、米国ではFRBが、すでに2015年12月にゼロ金利からの利上げを手始めに、2016年12月、2017年3月、6月、12月、2018年3月、5月と7回にわたり、0.25%づつ計1.75%の政策金利の引上げを敢行し、FRBのパウエル議長は、今後、米国経済動向の拡大に特段の変化が無ければ、年内の9月、12月にも追加利上げに踏み切る考えを示唆している。もっとも、8月26日の日経新聞朝刊(3面)は、8月24日に講演したパウエルFRB議長は「物価上昇率が目標の2%を超えて加熱する兆候は見えない」と発言し、利上げ停止論に直接言及はしなかったものの、過度の引き締めを避ける考えをにじませたとされ、大型減税などのこれまでの成果が台無しになるとして利上げを牽制するトランプ大統領の影響を指摘する声もあると報じている。

さらに英国中銀のイングランド銀行は、8月2日、9カ月ぶりに利上げを実施。カナダ、インド、チェコなども利上げに踏み切り、欧州中央銀行(ECB)は年内に量的緩和を終える意向を明確にしている。

このように現在、世界的に短期金利の引き上げを通じたイールドカーブの上昇圧力が強まる中、日本でも8月1日、長期金利の指標である10年債利回りは8月2日午前には0.145%と、2017年2月以来の高水準をつけた。もっとも、8月3日には、日銀が国債買いオペを実施し、国債需給が引き締まり、長期金利は0.105%まで低下して週内の取引を終えたため、1週間の変動幅は0.1%に収まったが、それでも2年ぶりの大きさを記録した。

このように金融政策の一部修正後急上昇していた10年債の利回りは、8月6日以降8月20日までの2週間でみると、0.10~0.11%という低利で小幅な変動幅に終始しており、日銀がすぐに長期金利を0.2%

まで誘導する意図がないとの見方が優勢になるとともに、トルコ・リラの急落をきっかけとした投資家のリスク回避姿勢から、日本国債が買われていることも低い水準での動きを支えていると見られる（図表1）。

（図表1）過去20日間の新発10年国債利回り（終値）



（見方が割れる日本の長期金利動向）

今後の先行きの動きについては、当初不透明感が強く、日経新聞8月5日朝刊3面の「金利上昇圧力世界で」の記事によれば、長期金利についてプロの見方は割れ、「日本の経済・物価状況からみて0.1%でとどまるとは考えられない」（野村証券の松沢中氏）との見方がある一方、「日銀が国債買い入れ額を減らしていけるとは考えにくく、金利は低下しやすい」（メリルリンチ日本証券の大崎秀一氏）といった声もあると報じた。

今回の政策変更の意味合いをはっきりさせるため、日経新聞の8月8日、9日の朝刊は、「黒田緩和・修正・その診断」と題して、日銀副総裁を務めた岩田一政氏、日銀理事を務めた早川英男氏及び日銀政策審議員を務めた木内登英氏、須田美矢子氏の今回の金融政策変更に対する所見の掲載を試みている。各氏の意見を視点別に整理すれば以下のようなになる。総じて緩和効果とその副作用の相反を危惧する向きが多い（図表2）。

（図表2）7月31日に打ち出された金融政策の一部修正に対する見方

	岩田一政氏	早川英男氏	須田美矢子氏	木内登英氏
表向きの政策の意図	長期金利の上限引上げ（0.2%）と引締め効果を伴わない指針の導入	金融緩和の継続と緩和の副作用の軽減	当分の間、極めて低い金利水準を維持	金融緩和継続のための枠組み強化
政策の真のねらい	資金供給量の減少と金利引上げ（出口プロセスの第一歩）	金融緩和継続の外形維持と円高抑制	金融政策の現状維持	緩和の副作用への対応を主眼とする事実上の金融正常化策
今回の政策に対する評価	長期金利の上限が0.2%に張り付き、硬直化。国債需給に合わせ	拙速な玉虫色の決定	物価見通しを大幅に引下げた中で、追加緩和を回避しつつ、副作	正常化を進めながら緩和継続を演出

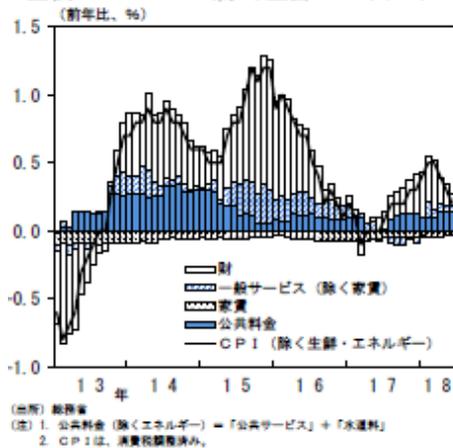
	た金利変動を容認しないと市場は機能せず。		用対策ともとれる曖昧な表現で、市場の混乱と批判を避けた	
低い評価の原因	資金の量と質、マイナス金利と長期金利誘導という4つの政策手段を導入したため、関係性、効果がわかりづらい。	物価上昇見通しを引き下げた上で金利上昇を容認していること（理屈上無理な決定）	大規模緩和の副作用への対応が不十分。政策委員会が副作用と本気で向き合っていない。	金融緩和を打ち出しながらこっそり正常化を進める「ステルス・テーパリング」であること
目標となる長期金利の水準	政策委員が5年くらい先までの金利見通しと望ましい中立金利水準を明示すべき。	当分の間低い金利水準を維持すると述べているだけで不明	適切な水準に利回り曲線を引き上げること（これは金融引締政策とは別物だと発信が必要）	上限0.2%としたが、ここでは止まらない
今後に望まれる対応	長期金利をコントロールする仕組みを導入すべき	景気の後退が起きる前に副作用への本格対応を。	金融政策の出口論は出口が遠い時期にこそ進めるべき。日銀は出口の手掛かりとなる材料を提供し、政策論議を進めよ	今回の金融の正常化に伴う長期金利の上昇は0.3~0.4%程度にとどまる。マイナス金利の解除は2019年10月の消費税増税以降であろう。

(分析)

現在、実際の消費者物価指数の動向や期待物価上昇率は基調的には弱含みであり、日銀が2013年に量的質的超金融緩和政策に踏み切った時点で想定した2年間で対前年同期比の消費者物価上昇率を2%増に引き上げるという目標は、5年間にわたる政策の継続・強化にもかかわらず、未だ実現に至らないどころが、ますますかい離が目立つと状況になっている（図表3-1、3-2、3-3）。

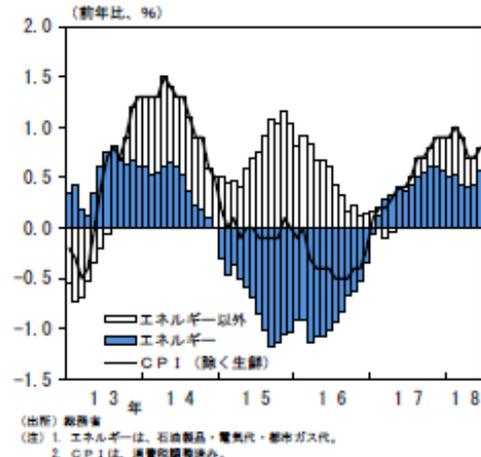
(図表3-1)

図表38：CPI（除く生鮮・エネルギー）



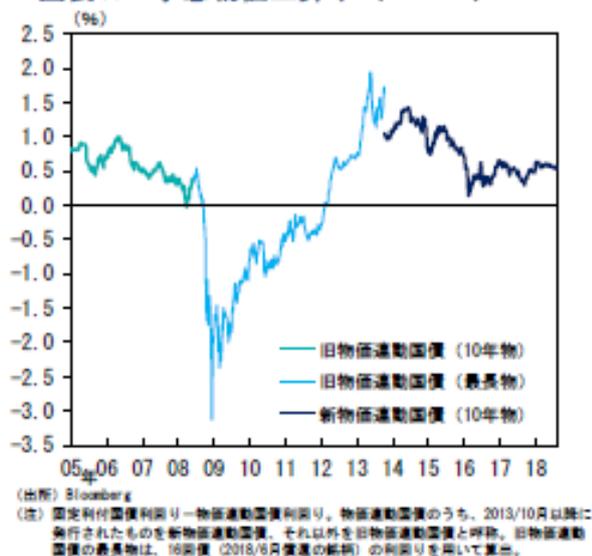
(図表3-2)

図表41：CPI（除く生鮮）



(図表 3-3)

図表46：予想物価上昇率（BEI）



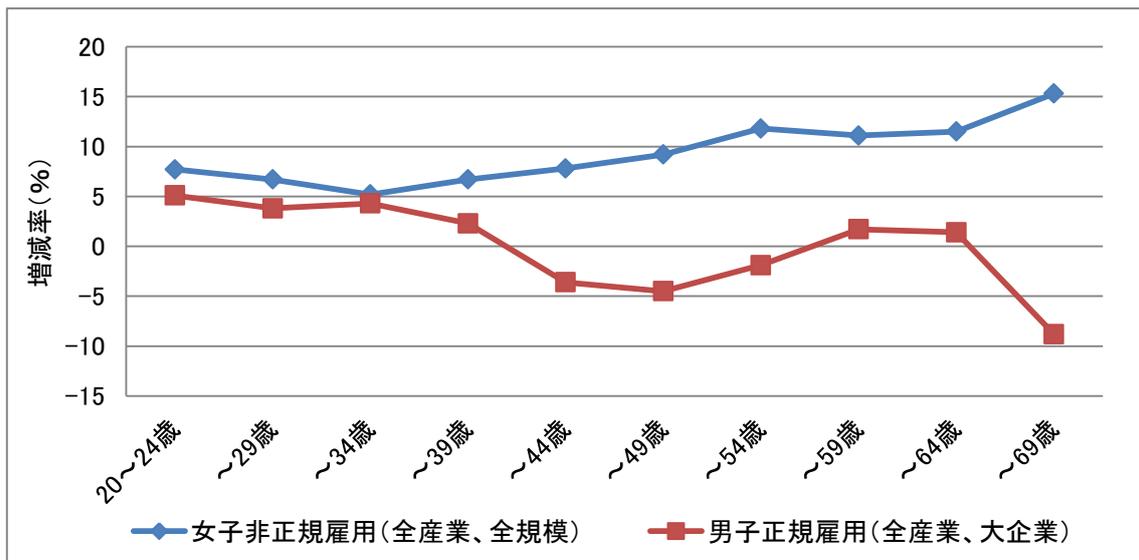
(注) 図表 3-1、3-2、3-3とも日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2018.7）による。

また、日銀は、超金融緩和政策を推進することで、人々の期待物価上昇率を上昇させ、人々の購買意欲を前倒しに喚起させることを通じて景気回復を促進させるとの考え方をとってきたが、8月17日の日経新聞は、年金額の目減りが続く中で、特に高齢世帯において支出ウエイトの大きい生鮮食料や家屋の修繕費などの物価の上昇率が相対的に大きいため、「物価の体感が高齢者ほど重く、消費は慎重」になり、日銀の政策意図とは逆に、消費が上向かない現状を報道している。

また、同新聞記事に明確な指摘はないが、現在、労働需給がひっばくし、女子を中心に増大する非正規雇用者の賃金が上昇し、全体の消費の拡大を後押ししていると見られる一方で、正規雇用の賃金、特に、所得水準が高い大企業の中堅正規労働者の賃金等には伸び悩みがみられ、将来の賃金上昇期待の低下もあり消費拡大の足かせになっている面がある<sup>1</sup>。(図表4)。

<sup>1</sup> 雇用情勢が好調なのに賃金上昇率が高まらない現象は最近の先進国に共通に見られる傾向であり、経済学者の間では「フラットなフィリップスカーブの謎」という命題で知られる。その原因としては、インフレ期待の粘着性のほか、IT/ロボットなどの技術進歩などが挙げられているが、理論的説明にまでは至らないのが実情である。

(図表4) 年齢別の所定内賃金の2012年に対する2017年の増減率(%)



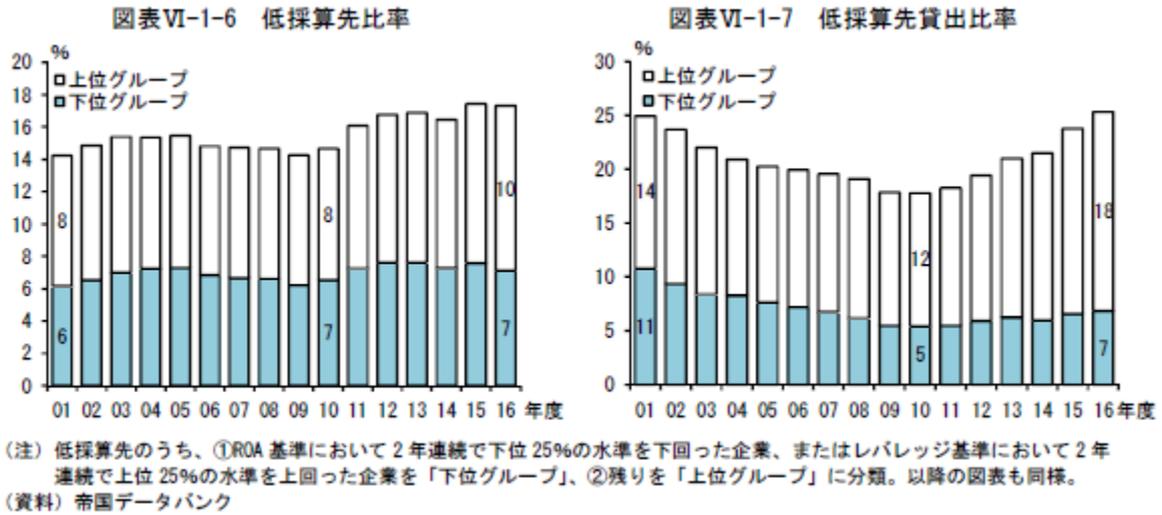
(注) 厚生労働省「賃金構造基本調査」による。

こうした中で、日本銀行の2018年7月の「経済・物価情勢の展望」においても、「家計の値上げに対する許容度が低い状態では、物価上昇率の高まりは、生活防衛的な消費行動をもたらし、結果として景気改善と物価上昇の好循環を妨げる可能性がある」と言及し、高い物価上昇率を掲げてそれが実現できるわけではないことを示唆し、言外に年率2%の物価上昇を早期に実現するという旗を降ろしたいととれる本音も覗かせている。

8月20日の日経新聞経済教室は元日銀政策委員会審議委員だった植田和男共立女子大学教授（東大名誉教授）の「日銀出口への難路」と題する論文を掲載し、この中で、植田氏は、「金利がゼロになった後、単純にマネーを増やしても強い緩和効果は見込めないことは既に90年代から知られていた。金利ゼロの政府短期証券と金利ゼロのマネーを交換しているだけだからだ。マネーが増えれば数年程度の間は物価も比例的に上昇するという主張に対し、日本経済はそれに対するはっきりとした反例になっている」としたうえで、「インフレ率が上がらない期間が長引くほど、インフレ期待は粘着的になり、それを変えるための手段も副作用が強いものにならざるを得ないので、無理をせず2%目標達成を中長期的な目標とする」ことを提言している。

金融政策は政府から独立して長期的な視点で行うという建前があり、現在は、上記に有識者の意見を紹介した通り、多くの論者が政策変更に向ける姿勢を明確にすべきと示唆しているところ、現政権のもとでは事実上一度掲げた旗を簡単におろせないことが明らかであるため、その大義名分を正当化するため、当分の間、金融政策の現状維持を印象付けつつ、緩和政策の副作用の拡大にも配慮するため、後がないところへ追い込まれつつある地域金融機関の業務純益の悪化（図表5）を少しでも抑えるべく、長期金利の0.2%程度までの変動幅拡大を織り込んでバランスをとったように見受けられる。

(図表5) 中小企業向け銀行貸出に占める低採算先融資の増加



(注) 日本銀行「金融システムレポート」(2018.4)による。低採算先比率、低採算先貸出比率は、いずれも中小企業貸出全体を100とした時の、低採算先の件数・貸出残高比率を示すものである。

しかし、政策変更を打ち出したとはいえ、その修正の影響は限定的であり、現状維持的性格の強い金融政策が2%物価上昇に向けた展望を持ってないまま、今後もただらと継続されれば、政府債務残高の拡大、超低金利のおかげで国債の利支払い(2018年度一般会計予算では約8兆円)の重圧を逃れることを通じた財政節度の喪失、バブル要因の蓄積と将来におけるその崩壊という副作用を大きくする可能性は依然否定できない。

### (不動産関連市場への影響)

こうした中で、当面金融緩和政策の一部修正の影響は限定的と見られるが、金融政策の一部変更による長期金利の傾向的な上昇が生じた場合、国内の不動産市場にどのような影響が及ぶだろうか。

第一に長期金利の上昇は、住宅ローン金利の上昇につながり、取引価格や取引量にマイナスの影響を与える可能性がある(住宅ローン金利の上昇は、さらに、変動金利から固定金利への採用へと選好の変化をもたらす可能性もある)。第二に、同様のことは事業用の不動産ローン金利にも生じ、利息負担の増加、事業収益の減少を通じて取引価格や取引量に影響する可能性がある。第三にREIT市場においても、長期金利の上昇により、他の金融資産に対するJ-REITの相対的な優位性が薄れることになるとともに、REITは自己資本に加えて、多くの資金を銀行等からの融資を受けて不動産の購入を行っているため、長期金利の上昇は、景気拡大等に伴う不動産賃料等の上昇に伴う分配金の増配がない限り、金利の利払い費用の増加を通じてREITの投資収益率を低下させることになろう。また、J-REITの年間買い入れ目標額900億円については、金融政策の一部修正に伴う変更はなかったものの、買い入れ額の柔軟化が示唆されており、REIT価格が好調であれば買い入れが控えられ、従来に比して、購入の需要要因が弱含むと見込まれる。超金融緩和の継続により蓄積されたバブルマグマが長期金利の上昇をきっかけにJ-REIT市場での売り越し圧力を顕在化させる可能性があることにも留意が必要であろう。

(荒井 俊行)