

(日銀の長期国債購入額は大幅な減少が続く)

2018年7月31日に発表された日銀の、①長期金利の変動幅の拡大(0%±0.1%⇒0%±0.2%)、②政策金利のフォワードガイダンス(当分の環現在の極めて低い長短金利の水準を維持する)、③ETF(上場投資信託)やJ-REIT(上場不動産投資信託)の購入の弾力化を主な内容とする「強力な金融緩和継続のための枠組強化策」の評価を巡り、様々な意見があるが、日銀が形式上は今も維持している毎年80兆円を目途とした長期国債購入目標額が、実際には2017年後半以降、なし崩し的に減少していること、消費者物価上昇率を対前年同期比で安定的に2%上昇を目指すこととされた目標自体の合理性・正当性に内外からの疑念が強まっていることから、日銀は、形式的な目標通りに、そのまま量的緩和を続けることは、消費者物価上昇率の目標達成の実現の目途が立たないだけでなく、購入国債が累増すれば、国債発行残高に占める日銀保有割合が増加し、国債市場の流動性の低下を招くことに伴う副作用が大きくなり、将来の出口戦略も描きにくくなることなどを考慮し、長期国債購入額を減額するという正常化策に正式に言及することなく、事実上の正常化策に踏み切っているものと判断される。

先ず日銀による長期国債の購入額の推移を見ておきたい。日銀の長期保有国債の毎月の購入額をフォローする月次データは公表資料には見出せないため、ここではこれに近似できるデータとして、日銀のマネタリーベース(M1)の数値の対前年同月比増減額を、2012年以降2018年末まで見たものが図表1である。

これによればアベノミクスによる量的・質的金融緩和政策が開始された2013年4月以降、日銀による国債保有額が急増しており、2015年～2016年までは目標通り、年80兆円程度の増加を実現していたが、2017年以降は購入額が減少に向かい2018年に入ると50兆円を割り込み、2019年に入ると30兆円前後に落ち込んでいる状況である。効果が限定的な長期国債の購入を減らし、その積みあがったストック増がもたらす不測の副作用を抑えておくねらいがあると見られる。

(図表1) 日本銀行の国債保有額の推移(前年同月との増減差額: 億円)



(注) 日本銀行公表資料によりマネタリーベース(M1)の数値の対前年同月比増加額を表示している。

1月22日の日経朝刊は、日銀が量的・質的金融緩和を拡大し、年間80兆円という大量の国債を買っていた2015年頃に発行された10年国債が、現在は残存期間が約7年の国債になり、市場に残るこの7年国債の残高が、3年前の日銀による大量の国債購入の結果として、発行額の1割程度にまで減少して品薄となっているため、その利回りが低下し、残存期間5年などの残存期間が短い国債の利回りを下回る逆イールド現象が生じていると報じている（逆に言えば、2017年以降の長期国債購入額の減額は、相対的に高い国債利回りを実現する要因になっている）。同紙は、これは、過去の大規模金融緩和の実施による特定銘柄の需給のひっばくによるものであり、米国で生じている景気後退の前兆としての逆イールドとは性格が異なるとの関係者の見解を紹介しているが、しかしながら、この影響で先物価格が現物価格と乖離して騰勢を強め、投資家が先物市場を通じたヘッジがしにくくなるという弊害が生じているとも指摘している。こうした中、日銀もこの1月から、買入れる国債の対象から残存期間7～9年のものを外し、過去の買い過ぎによる市場への悪影響を避ける対策を講じている。量的・質的金融緩和政策が当局からの正式の表明がないままに、事実上変更され、その結果、市場に無用の混乱が生じることは避けるべきであり、この事例を教訓として今後の対応が検討されるべきであろう。

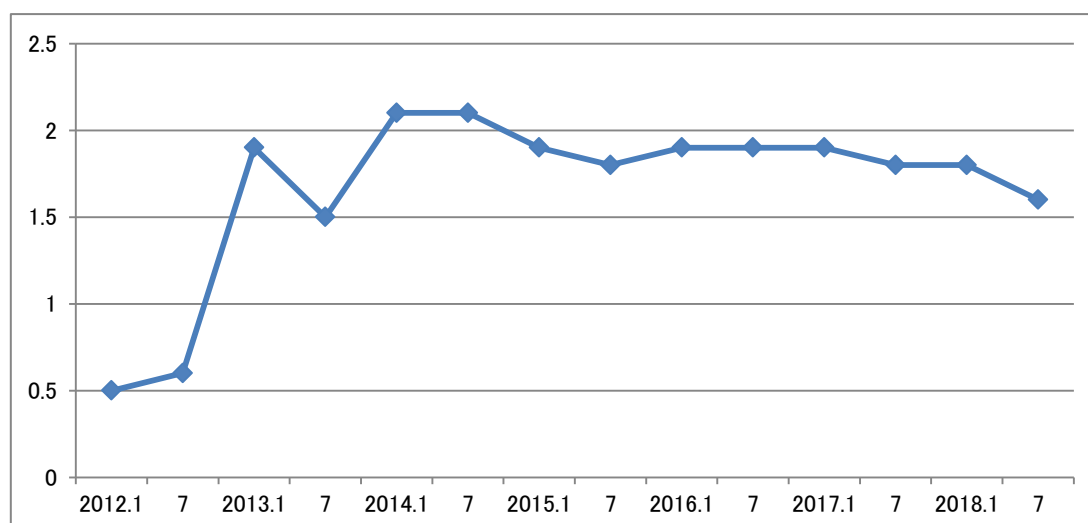
（日銀政策委員の予想する消費者物価上昇率は目標の年率2%増から下方修正される方向）

ところで、金融政策を決める権限を持つ日銀政策委員は対前年比の消費者物価上昇率の見通しをどう見ているのか。ここでは日銀が発表している「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」（2015年までは4、10月の年2回公表、2016年以降は1、4、7、10月の年4回公表）に示されている日銀政策委員9名の2年度後の物価上昇率見通し（中位値）の公表数値を見ておこう。

これによるとアベノミクスがスタートする前の低い消費者物価上昇率見通しが、アベノミクス実施後は急速に上昇し、2014年の段階では、2年後の2016年を見通した消費者物価上昇率は年率2%越えを達成すると予想する政策委員が標準的であり、比較的短期に目標達成ができると見られていたが、その後は足踏み状態からやや悲観的な見通しが強まり、最新時の2018年7月における2020年7月の消費者物価上昇率の年率上昇見通しは1.6%に低下している。

今後、携帯電話の使用料金の引き下げや幼児教育の無償化に加え、世界経済の成長鈍化に伴う原油（WTI）価格の低落の影響が加わり、消費者物価上昇率見通しには押し下げ効果が働く可能性があり、更なる下方修正の要因になると見込まれる。

(図表2) 日銀政策委員の持つ生鮮食品及び消費税分を除く消費者物価上昇率見通し(中位値)(単位、%) (2年度先)



- (注) 1. 日銀「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」による。
 2. 各年1月、7月時点における日銀政策委員の2年度先の見通しを示す。
 3. 中位値とは、9名の政策委員の予想数値中、最大値、最小値を除く7名の委員の中位予想値である。
 4. 2012年以降2018年までのそれぞれの時期における2年度後の予想値である。

(今後の注目点)

現在、米中貿易戦争、イギリスのEU離脱(BREXIT)、中国経済の停滞などを背景に、世界的な景気の変調・低迷の予測が広がっており(IMFは、1月21日、世界経済見通しを改定し2019年度の成長率予測を2018年10月の3.7%から0.2ポイント引き下げて3.5%へと下方修正した)、これが現実のものになれば、日本においても、景気の下支えのための財政政策の発動等とともに、金融政策面でも景気の下支えを求める動きが生ずる可能性は十分にある。その際には、これまで述べた長期国債の購入を控える政策を転換して購入額を一段と増やす政策や、これまで上昇の容認幅を許容してきた長期金利を一段と低下させる政策やマイナス金利を深堀りする政策、さらにはETF(上場投資信託)やJ-REIT(上場不動産投資信託)の購入額を増額する政策などが検討課題にのぼる可能性がある。これらは、現在事実上行われている正常化対策を、元の非常時対策に戻す色彩を持つことから、不動産市場を含めた市場の混乱を防ぐためにも、その効果、影響を十分考慮するとともに、事実上の正常化政策との整合性や政策の透明性に留意した対応が一層重要となる局面を迎える。

(荒井 俊行)