

# 日銀、安倍政権以前の旧物価目標の達成で金融緩和を縮小か

作成日 2022年3月31日

岸田政権はリフレ派の日銀審議委員の後任にタカ派を起用、消失した長短金利差は復活しそうです

## 長期金利が2016年1月以来の高水準へ上昇

■ 債券市場で日本銀行が長期金利(10年国債利回り)を「ゼロ%程度」すなわち±0.25%の範囲内に管理する長短金利操作YCC(イールドカーブ・コントロール)を続けていますが、今週月曜日(3月28日)、その上限である0.25%へ上昇しました。2016年1月以来となる高い水準です。

■ そこで日銀はいくらでも無制限に国債を買い取る「指値オペ」を発動、3日間連続での指値オペも予告して、長期金利の上昇を牽制しています。上昇のきっかけは、①米国やドイツ等で長期金利が大きく上昇している流れを受けたため、とされます。

■ 加えて、②第2次安倍政権(当時)が任命したリフレ派(=積極的な金融緩和論者)だった日銀審議委員の任期満了に伴う後任人事で、非リフレ派であり、むしろタカ派(金融緩和の縮小論者)とみられる委員(後述)を起用する岸田政権の国会同意人事案が衆参両院で可決されたことや、③1月の金融政策決定会合(以下、決定会合)議事要旨の公表を受けて、「岸田政権下で2022年度中にも金融緩和の縮小がスタートする」との見方が一部で浮上、長期金利に上昇圧力がかかっているため、と考えられます。

## 岸田政権はリフレ派委員の後任にタカ派を起用

■ 上述②に関し、起用された新委員は、その著書『地銀 構造不況からの脱出』(きんざい、2021年3月)等が岸田首相の目にとまった模様です。「岸田首相が候補者リストから自ら決めたと思われる」(ロイター、2月28日)と報道されています。

■ 岸田首相は、自身の著書『岸田ビジョン』(講談社、2021年10月)で、地方経済の疲弊の一端はアベノミクス緩和にもあり、地域金融機関の収益源泉である長短金利差を消失させたことが経営難に拍車をかけ地域振興を難しくしていると問題提起しています。長期金利を「ゼロ%程度」に管理する黒田日銀のアベノミクス緩和は、いずれ撤回されそうです。

## 安倍政権以前の物価目標ならば2022年度に達成

■ 上述③に関し、1月の決定会合の会見では黒田総裁が「本格的な物価上昇は2023年度からであり、2022年度はエネルギー価格高騰による一過性の物価上昇」と示唆した、との印象を筆者は受けていました。ところが先週木曜(24日)公表の議事要旨に「本格的な物価上昇は2022年度から」と示唆する記述があったのです。日本経済の需給ギャップが「2022年度前半頃にはプラス(需要超過)へ転じる(中略)との見方を委員は共有した」との箇所です。「本格的な物価上昇」は、経済が需要超過に転じることで始まるからです。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司  
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士  
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

■ 市場では「潜在成長率が2%前後の米国ならば2%物価目標は妥当でも、潜在成長率が1%未満の日本で2%物価目標は非現実的」との声をよく聞きます。「2%物価目標」を安倍政権に強要される(【コラム】欄参照)以前に使われていた旧基準の物価目標「2%以下のプラス領域で当面は1%」に基づいて判断するのが現実的で妥当でしょう。

■ すると、1月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)が示した物価見通しは2022年度は+1.1%でしたので、安倍政権以前の旧基準の物価目標「当面は1%」であったなら達成している、と考えられるのです。

### 【コラム】日銀の白川総裁(当時)発言(2012年12月20日)

「総裁選後のご挨拶のため安倍(自民党)総裁のもとへうかがいました。その際、安倍総裁から『2%の物価目標という政策協定を結びたいので、ご検討いただきたい』という趣旨の話がありました。」

「日本でデフレということがいわれ始める以前から、日本の物価上昇率は低いということです。1980年代後半の(平成)バブルの時期の平均は1.3%です。」

## 正常化への第一歩のはずだったマイナス金利策

■ 冒頭の「2016年1月」は、マイナス金利策が導入された月です。当時の議事要旨を読むと、景気、物価の両面とも金融緩和の強化が必要な情勢では無く、むしろ、有効求人倍率など雇用情勢は平成バブル期並みに好調だった頃です。

■ このためマイナス金利策は、「国債大量買い入れで世の中へのマネー供給『量』を劇的に拡大する異次元緩和から、再び『金利』を動かす金融政策へ戻る正常化に布石を打ったもの」と当時は受け止められました。イールドカーブ(利回り曲線)の起点(翌日物金利)をマイナス金利に押し下げておけば、その間に国債買い入れ減額を進められるからです。

■ ところがマイナス金利策には予想外の副作用がありました。その衝撃で、0.3%付近で推移していた長期金利はマイナス0.3%へ急低下、イールドカーブ全体を大きく押し下げてしまったのです。そこで上述の長短金利操作YCCが導入されました。当初、「ゼロ%程度」に支える長期金利も含めイールドカーブ全体を下支えする暫定措置とみられました。

■ しかし、下支えが不要になった今でもYCCは続いています。安倍政権やリフレ派の委員たちが「2%物価目標」未達成を理由にYCC撤廃に反対してきたためと推測されます。

■ 今般、自民党・安倍派の影響力が低下した岸田政権下で金融政策の段階的な正常化が進みそうです。長期金利の日銀管理YCCが撤廃されれば消失した長短金利差が戻ってきます。年金基金や保険会社など「金融の社会インフラ機能」を担う長期資金の受け皿として、日本の国債市場が復活する日が遠からず到来すると期待されます。

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。