

## 当面の日銀金融政策に3つの課題

当面の日本銀行の金融政策は、為替依存体質からの脱却、財政政策との適切な距離感維持、正常化への道筋、という3つの大きな課題に直面している。今後、日本銀行が正常化を進める上では、為替動向に過度に影響される政策姿勢から脱却することが重要だ。また国民も過度な円高恐怖症を克服して欲しい。

### 為替の動きが金融政策に大きく影響

当面の日本銀行の金融政策運営には、3つの大きな課題がある。第1が為替依存体質からの脱却、第2が財政政策との適切な距離感維持、第3が正常化への道筋、である。

2019年には、米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）など主要中央銀行が相次いで追加金融緩和策を実施する中、日本銀行は追加緩和の実施を見送った。有効な追加緩和手段が残されていない上、仮に追加緩和を実施すれば、その副作用が効果を上回ることを日本銀行が十分認識していたためではないか。

しかし日本銀行が、追加緩和の実施を余儀なくされる可能性は今後もなお残されている。きっかけとなる要因のうち最も重要なのは、円高進行である。現在の水準から円高ドル安がある程度進んでも、日本企業の国際競争力が大きく損なわれる水準までには、未だかなりの距離がある。しかし日本の国民は、円が対ドルで100円という心理的な節目に近づく、あるいはそれを超えれば、日本経済に深刻な打撃を与えると考える傾向が強い。

円高には、輸入される食料品やエネルギー関連品の価格下落等を通じて、国民生活にプラスとなる面も少なくない。しかし国民は、円高のマイナス面ばかりに注目し、円高が輸出企業の活動に打撃を与え、それを通じて経済全体に深刻な悪影響を与える、と考える傾向が強い。

さらに国民は、円高進行は政府や日本銀行の失策の結果、と考える傾向も強い。そのため、選挙を意識すれば、政府は円高対策の実施を余儀なくされる。日本銀行もまた、政府や国民からの批判を避けるため、円高を容

認しない姿勢を強くアピールする必要性が生じる。その結果、円高進行は日本銀行の政策に大きな影響を与え、追加金融緩和のきっかけとなるのである。

2008年のリーマンショック後には、「金融緩和に消極的だったことが円高進行を許し、デフレを助長した」と、日本銀行は政府、国民から強く批判された。その経験が一種のトラウマとなり、そうした事態を再び繰り返すことを何としても回避したいと日本銀行は強く考えているのではないか。そのため、経済的にはあまり意味がない1ドル100円という為替の水準を、日本銀行も強く意識せざるを得ないのである。

過去の経験を振り返ると、こうした国民の間に染み付いた過度な円高恐怖症を背景に、日本銀行は、1970年代のニクソンショック後の円高進行時、1980年代のプラザ合意後の円高進行時に、それぞれ過剰な金融緩和を実施し、ともにバブル形成とバブル崩壊後の厳しい経済環境を生み出してしまった。それらは結局、国民の生活を大いに苦しめることになったのである。

国民自身が行き過ぎた円高恐怖症を克服し、また円高進行時に安易に政府、日本銀行に円高対策を期待するという甘えの姿勢を修正しなければ、こうしたことが今後も繰り返されてしまうだろう。

### 財政ファイナンスのリスクに注目

政府は2019年末に総事業費で約26兆円の大規模経済対策を打ち出した。これを受けて、日本銀行も協調的な金融緩和策を通じて、政府による財政拡張策を側面から支援すべき、との意見も聞かれる。例えば、低金利の維持や国債買入・保有の継続を通じて長期国債の利回りを

低位に抑えて財政拡張策の効果を高める、あるいは財政危機発生リスクを低下させるべき、との見解である。

しかしこうしたいわゆる財政ファイナンスには大きなリスクが伴うことを、十分に理解すべきだ。仮に国債利回り上昇のリスクに配慮して、日本銀行が買入れた国債の保有残高を長く維持する場合でも、経済、物価情勢の改善などを背景に、日本銀行が将来、政策金利（付利金利）を引き上げていけば、その分、民間銀行に対する利払い負担が高まり、それは日本銀行の収益の悪化、歳入の一部である政府への納付金の減少をもたらし、結局のところ国民の負担増加となる。

また、インフレ率が高まっても、日本銀行が買入れた国債の保有を維持し続け、さらに政策金利（付利金利）を引き上げない場合には、日本銀行は物価の安定という本来の使命を完全に捨てることになる。その場合、日本に物価および通貨価値の番人がいなくなってしまう。それは、悪い円安進行など金融市場を不安定にさせ、最終的に国民生活を悪化させてしまう。

こうした点から、日本銀行は財政環境の安定に配慮した金融政策運営を行うことは、厳に控えねばならない。政府の財政政策との間には適切な距離感を維持すべきだ。

## 日本銀行は正常化を視野に

このような財政ファイナンスのリスクに加えて、低金利環境の長期化が銀行の収益を悪化させ、金融仲介機能を損ねてしまうことや、国債の買入れが国債市場の機能を低下させてしまうこと等、日本銀行は現在の金融政策の下で生じる副作用を十分に認識していると考えられる。

そのため、将来的には2%の物価目標達成に拘り続け

ずに、金融政策の正常化を進めることを視野に入れているだろう。2016年9月以降進められている長期国債買入れの減額措置、いわゆるステルス・テーパリング（こっそり行う減額）は、事実上の正常化策だ。次の正常化策は、マイナス金利政策の解除となるのではないか。

政府が2020年夏の東京オリンピック・パラリンピック後の景気悪化を強く警戒していることから、その情勢を見極めた後に、日本銀行は正常化策実施の検討を始める可能性がある。最も早いケースを考えれば、2021年春頃からマイナス金利政策の解除、つまり政策金利を現行-0.1%から+0.1%などへと引き上げる可能性を市場に徐々に伝える、いわゆる地均しを始める。そして、2021年後半にも実際にマイナス金利を解除する。その際には、内外経済が安定を維持するもとの、円高の進行がないことが、当然ながら条件となる。

しかし、仮に何らかの理由から円高が進行すれば、日本銀行は正常化策の実施ににわかに及び腰となってしまうだろう。その場合、正常化実施に手間取っている間に世界経済の情勢が悪化し、金融緩和の副作用を減らす正常化のタイミングがさらに先送りされてしまう可能性も十分に考えられるところだ。

この点から、日本銀行は、円高に過度に依存する政策運営体質から脱却することが重要だ。また、国民も過度な円高恐怖症を自ら克服し、為替の安定で日本銀行に過度に頼る姿勢を改めることが重要となるだろう。

### Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部  
エグゼクティブ・エコノミスト  
専門はマクロ経済、金融政策  
focus@nri.co.jp