

【 緊急レポート 】

# 日本の出口政策の「3つの不都合な真実」と「3つの提言」 ～どうしたら日銀は「永遠のゼロ」から逃れられるか～

2017.5.19

みずほ総合研究所

## まとめ

○米国が利上げサイクルに入り、ECBの緩和縮小観測も生じる中、日銀の出口戦略への関心が高まる。ただし、日銀には出口を困難化する「3つの不都合な真実」があり、「永遠のゼロ」を余儀なくされるリスクが存在。そのなかで出口に向かう「3つの提言」を行う。

○「3つの不都合な真実」とは、①日銀の出口は米国が利下げになるまでの限られた猶予期間しかないこと、②日銀は金利ターゲットに転換することで長期の緩和維持を可能としたが、その反面で日銀自身の力による追加緩和は事実上困難であり、緩和の成否は米国経済状況次第であること、③マイナス金利とイールドカーブ・コントロールで市場に麻酔をかけているために日銀と市場との対話は困難であり、さらに麻酔は劇薬だけに金融システムに副作用が大きいこと、である。金融緩和を長期化すれば、出口における日銀の追加コスト負担も不可避。

○「3つの提言」とは、①世界経済の新常態に沿った新たな物価目標水準を日銀が採れるように外部のコンセンサスを醸成すること、②日銀と政府が一体となった対応、すなわち「日本版アコード」で日本経済の代謝を底上げすると同時に、出口で生じる日銀のバランスシート上の損失への対応を日銀と政府がコミットすること、③出口に向けた道筋（テーパリング、長期金利・政策金利引き上げ・B/S縮小等）すなわち「日銀版ロードマップ」を明示すること、である。

## 6つのキーワード

- 【5回のジंकス】 欧米金融政策が出口に向かう中、日銀の出口はいつも最後。日銀の出口には米国が利下げになるまでの限られた猶予期間しかない
- 【エンジンのないヨット】 イールドカーブ・コントロールに伴う日米金利差拡大で米国回復の追い風に乗じて日銀は長期の緩和可能。反面、量を捨て自力のエンジン、追加緩和策を放棄
- 【犬のしつけ】 国債市場は、日銀のコントロール下、犬がしつけられるように野生の市場機能は麻酔がかけられて低下。麻酔は劇薬のため、長期の使用は金融システムを毀損する副作用を伴う
- 【日銀版OKルール】 世界経済の成長力が低下する中、2%の物価目標達成は困難。また、金融緩和長期化によるコストが懸念材料。物価目標に縛られる日銀がレジーム・チェンジするには、周囲がそれを許容してくれる環境を醸成することが不可欠
- 【日本版アコード】 出口政策では金融と財政一体化による対応がポイント
- 【日銀版ロードマップ】 ①量の減少、②長期金利引き上げ、③政策金利引き上げ、④B/S縮小のロードマップを作成

## 日本の金融政策の「3つの不都合な真実」

---

### ○ 日銀の「5回のジंकス」

- ・ 日銀の利上げは米国の利上げ期間に限られる
- ・ 米国が利下げを行うと利上げの猶予期間切れに
- ・ 世界的な金利低下で6回目は日本の利上げがパスされることも

### ○ 日銀は「エンジンのないヨット」

- ・ 日銀はイールドカーブ・コントロールで量から金利にシフトし長期緩和の持続を可能に
- ・ 米国からの回復の風を受けたプラス効果はあるが、量の拡大を放棄し自力での緩和策の可能性を捨象
- ・ イールドカーブ・コントロールは海外からの追い風に依存した政策。米国の財政期待の「FTPL」

### ○ 日銀の「犬のしつけ」で市場は麻酔が掛けられた状態

- ・ 市場は「犬のしつけ」の如く、日銀から飼い馴らされた状況、すなわち麻酔が掛けられた状態で、市場の野生機能が低下
- ・ 日本版ペギングは管理フロートの性格
- ・ 長期金利コントロールと日銀の金利見通しとは両立困難(市場との対話は困難)
- ・ 麻酔状況と水中生活の副作用として、金融システム毀損への不安

## 出口に向けたみずほ総研の「3つの提言」

### ○「日銀版OKルール」、インフレ目標の弾力化

- ・ 金融緩和長期化のコスト(金融仲介機能低下、日銀のバランスシート拡大による出口政策の困難化)を勘案、日銀は物価目標の位置付けを見直すことで、金融緩和の長期戦を終結。日銀にOKを出せるのは当事者である日銀以外。市場を含め政策運営を担う政権等、外部からの日銀のレジーム・チェンジが許容される環境の醸成が重要
- ・ 物価目標2%をできるだけ早期に実現するという方針は残しつつ、長期的(最終)目標に変更
- ・ 参照値の位置付けで目標を多様化(成長率、需給ギャップをプラス化、賃金上昇率の引き上げ等)させて目標達成の基準を総合判断に切り替えることも

### ○「日本版アコード」で政府・日銀の一体的な対応による出口戦略

- ・ 日銀の金融政策への過度な依存から、政府も回復策を共同で担うコミットメントを確認
- ・ 日銀は政府と連携して財政政策や成長戦略へのバトンタッチを志向
- ・ 出口政策実施時の利上げに伴う損失負担に対し、政府・日銀が共同で対応(国庫納付金の繰り延べ等)

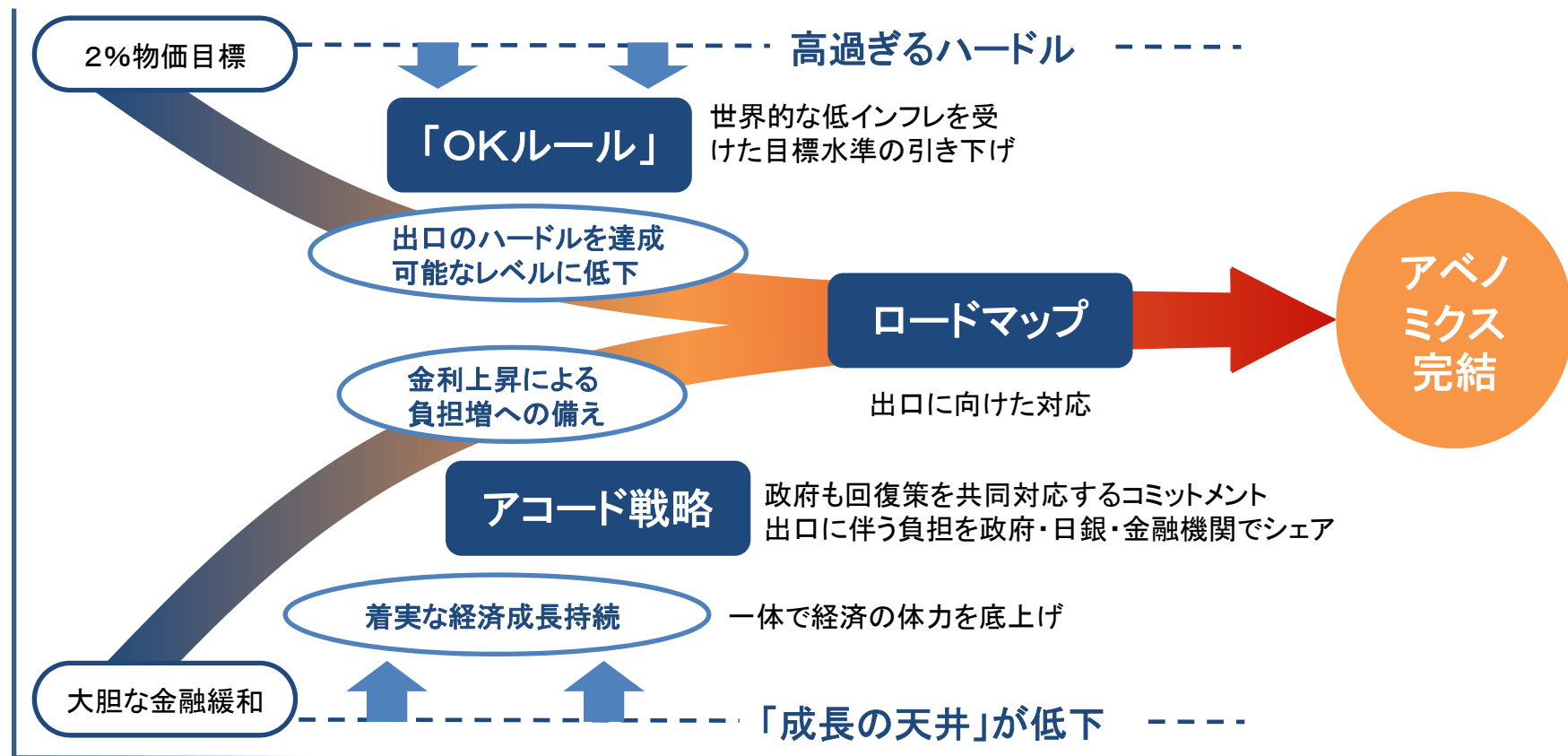
### ○「日銀版ロードマップ」の明確化

- ・ 物価目標・成長率見通しは明示できても金利目標提示は困難
- ・ アベノミクス達成が政策の最終目標であり、出口戦略へ向かう前提に
- ・ 目標水準を下げつつも、経済の底上げを総力戦で行うパッケージの提示
- ・ 日銀は、①量の減少、②長期金利水準引き上げ、③政策金利引き上げ、④B/S縮小、のロードマップ提示
- ・ 出口における財政負担のシミュレーション(金利1%上昇の時価下落額は2020年度末に約29兆円と試算)
- ・ 出口戦略と緩和長期化のコストベネフィットに配慮しつつ出口戦略の実施へ

# アベノミクス完結を展望して3つの柱で出口を展望

- 「日銀版OKルール」: 世界的な「3L」(低金利・低成長・低インフレ) 状況を受けて、物価目標を達成可能な水準に変更
- 「日本版アコード」: 金利上昇に備えた共同対応
- 「日銀版ロードマップ」の明確化: 総力戦で出口戦略を進む

【アベノミクス達成を受けた出口戦略における3つの柱】



(資料) みずほ総合研究所作成

## 三位一体構造における金利上昇の負担シェアリング

- 2020年出口戦略では、付利1%引き上げで収支悪化4兆円、金利1%上昇で保有株式・債券の時価下落29兆円の影響
  - ・ このうち、2020年まで量的緩和を継続することによる負担増は、日銀の収支悪化1兆円、時価下落5兆円
- 出口において政府・日銀・金融機関の負担は拡大、三位一体構造の下で負担シェアが必要に
  - ・ 金利上昇によって日銀の負担は増加するが、政府と日銀の協調で実質負担を軽減
  - ・ 金融機関は保有国債が時価評価損となる一方、預貸業の正常化を受けてフロー収益は回復
- 国債暴落による金融市場の混乱や政府の国債費増加を緩和する点からも、国債残高が減少する局面に至らないうちは、本格的な出口戦略は時期尚早
  - ・ 出口戦略と緩和長期化のコストベネフィットに配慮しつつ出口戦略を実施する必要

### 【金利上昇を受けた三位一体体制の負担変化】

	期間収益の変化	バランスシートの変化
政府	<ul style="list-style-type: none"> <li>× 国債費増加による財政赤字拡大</li> <li>○ 景気回復による税収増</li> <li>○ 資産価格上昇による売却益確保</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 負債(既発行の国債)の時価減少(87兆円減少<sup>注1</sup>)</li> </ul>
日本銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>× 当座預金の利払負担増(⇒4兆円悪化<sup>注2</sup>)</li> <li>○ 買入れ国債の利回り上昇</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>× 保有国債の時価下落(39兆円減少<sup>注3</sup>)</li> <li>○ 保有ETFの時価上昇(+10兆円増加<sup>注4</sup>)</li> </ul>
金融機関	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 預貸利鞘の増加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>× 保有国債の時価下落</li> </ul>

統合政府で見れば○と×の相殺で負担軽減

- (注) 1. 2020年度に1%市場金利が上昇した場合の国債発行残高の時価総額の減少額  
 2. 2020年度に日銀当座預金の付利を1%引き上げた場合の利払負担増に伴う期間収益の減少額  
 3. 2020年度に1%市場金利が上昇した場合の保有国債の時価総額の減少額  
 4. 2020年度に1%市場金利が上昇した場合の保有ETFの時価総額の増加額  
 5. ○ は出口戦略実施による収益改善・バランスシート改善、× は収益悪化・バランスシート悪化を示す  
 (資料) みずほ総合研究所作成

## 《 構 成 》

---

- |                         |     |
|-------------------------|-----|
| 1. 3つの不都合な真実            | P 8 |
| 2. 3つの提言                | P16 |
| 3. 出口戦略と緩和長期化のコストベネフィット | P27 |



---

1. 3つの不都合な真実

2. 3つの提言

3. 出口戦略と緩和長期化のコストベネフィット

## 不都合な真実① 「5回のジンクス」で、出口までの猶予期間は限定

- 過去の日米欧金融政策の出口局面では、欧米の利上げ後の最期に日銀が金融引き締めを実施するサイクルの繰り返し
- FRBの利上げが利下げに転じれば、日銀は利上げ困難で、猶予期間は限定

### 【 金融市場の「5回のジンクス」と6回目の展望 】

	米国引き締め開始 時公定歩合	ドイツ(EU)引き締め 開始時公定歩合	日本の引き締め 開始時公定歩合	日本利上げ後の環境	原油価格動向
1回目 1970年代 前半	1973/1(二番目) 4.5% → 5%	1972/10(最初) 3% → 3.5%	1973/4(最後) 4.25% → 5%	74年から世界的不況 独ヘルシュタット銀行 問題	第一次 石油危機
2回目 1970年代 後半	1977/8(最初) 5.25% → 5.75%	1979/3(二番目) 3% → 4%	1979/4(最後) 3.5% → 4.25%	80年以降 世界的減速 ラ米問題	第二次 石油危機
3回目 1980年代 後半	1987/9(最初) 5.5% → 6%	1988/9(二番目) 3% → 3.5%	1989/5(最後) 2.5% → 3.25%	90年以降 世界的減速 S&L,LBO問題	イラク侵攻 原油価格上昇
4回目 1990年代 後半	1999/5(最初) 4.75% → 5% (FFレート)	1999/11(二番目) 2.5% → 3% (ECB政策金利)	2000/8(最後) 0% → 0.25% (O/Nコールレート)	01年 ITバブル崩壊	10年ぶり 原油価格高騰
5回目 2000年代 半ば	2004/6(最初) 2.5% → 2.75% (FFレート)	2005/12(二番目) 2% → 2.25% (ECB政策金利)	2006/7 利 上 げ ( 最 後) 0% → 0.25% (O/Nコールレート)	07年 サブプライム危機	原油価格高騰
6回目 今回	2015/12(最初) 0.25% → 0.50% (FFレート)	出口の観測が一部に 浮上	出口見えず		

(資料) みずほ総合研究所作成

## 米国に次ぐ第2車両、ECBは利上げに向かう兆しも

- 政策理事会メンバーが、「ECBの政策は副作用を伴い、副作用は非伝統的措置の長期化により強まる」と発言。その後、ドイツ勢を中心にECBの緩和スタンスを見直すべきとの意見が相次いで表明される状況

### 【政策理事会メンバーの発言】

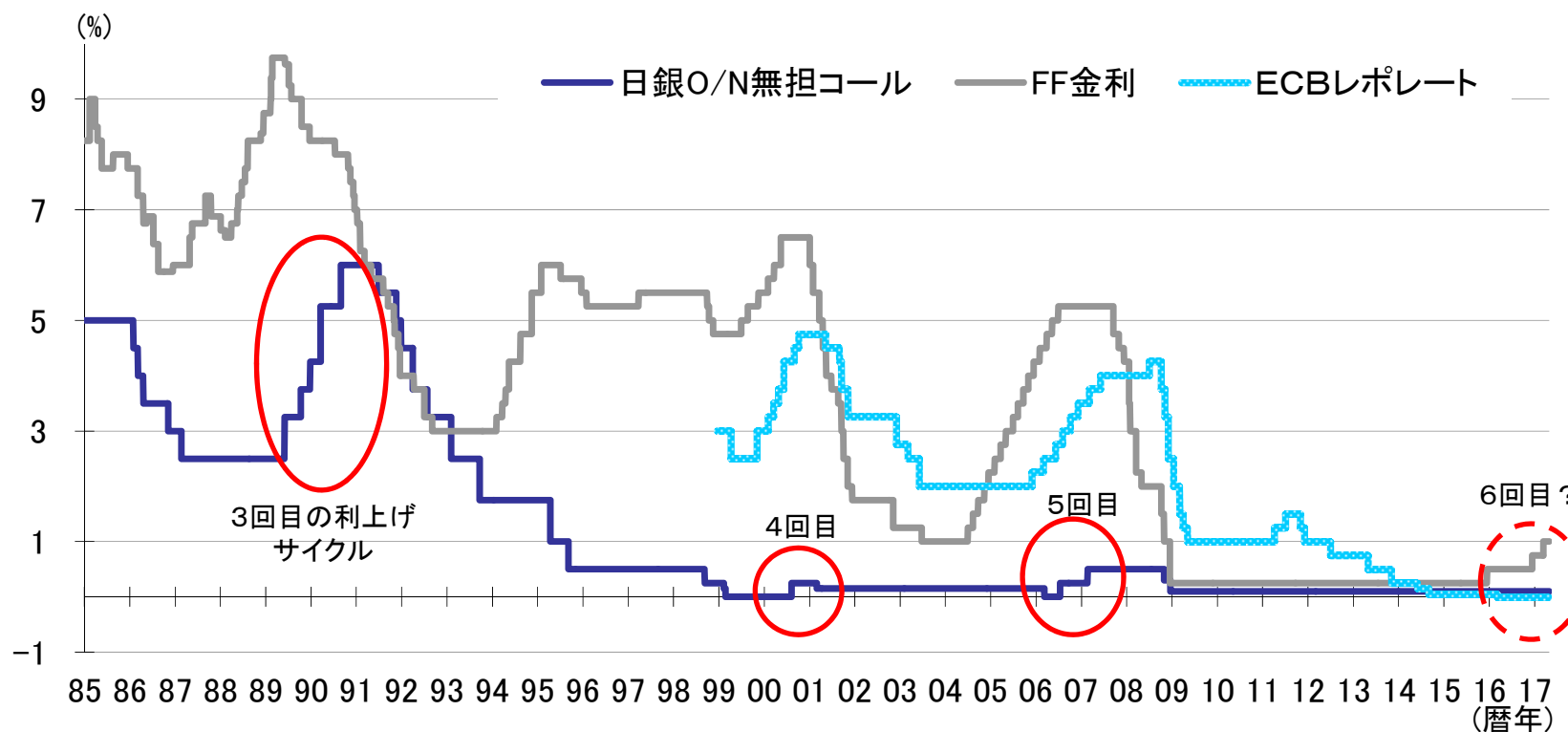
発言者・日時	コメント
クレーECB理事 (4月3日)	金融部門、その他経済主体、特に政府が、金利上昇に備えるべきことは明白である。ユーロ圏諸国政府が、今後も現在の金利水準のままでないことを認識していることを望んでいる。 <u>マイナス金利は極めて効果的だが、銀行業界への悪影響があるため、あまりにも長く継続すべきではない</u>
ヴァイトマン独連銀総裁 (4月6日)	ユーロ圏の長期化した力強い景気回復と物価圧力の高まりを考えると、いつ政策委員会が金融政策の正常化を検討すべきか、さらにそれに伴いガイダンスをどのように修正するのかについて検討することはもっともである
ショイブレ独財務相 (4月20日)	Fedは金融緩和政策からの出口に着手した。ECBや他の中央銀行もこれに倣い、緩和解除に取り掛かることは悪い考えではない

(資料)各種報道より、みずほ総合研究所作成

## 80年代後半の引き締め遅延が日銀のトラウマ。2000年代以降、正常化を急いで失敗

- 日銀は1980年代後半の引締め遅延がトラウマに
- 「4回目」2000年、「5回目」2006年に正常化・利上げを急いで失敗(出口政策の目的化の蹉跌)
- 「6回目」のサイクルでは「新たなトラウマ」で利上げを急がないことも

【日米ユーロ圏の政策金利推移】

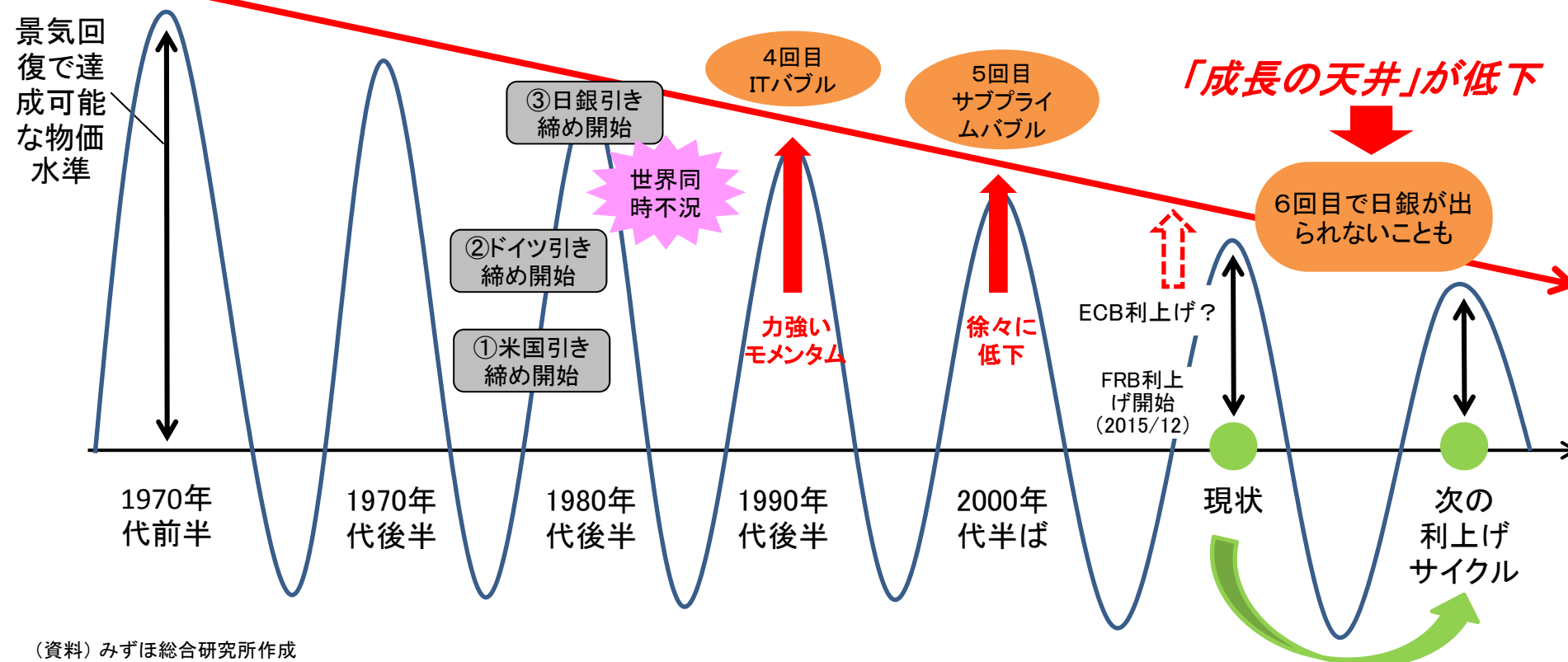


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

# 世界の回復モーメントム低下から出口のハードルは極めて高い

- 「4回目」ITバブル、「5回目」サブプライムブームによる世界的回復モーメントムと比べ、足元の回復モーメントムは低下
  - ・ 今次「6回目」では、モーメントムが出口にまで向かう閾値まで達しない不安も
- 今次局面は、米欧が利上げするも、日銀はオーバーシュート型コミットメントを基に「6回目」の正常化をパスする可能性も
  - ・ 高い閾値(目標)のまま、回復モーメントム(代謝)が高まらず、「永遠のゼロ」を余儀なくされる不安も
  - ・ 政府と連携してデフレ脱却を目指す中、財政再建や構造改革が優先されることも出口政策を急がない要因に

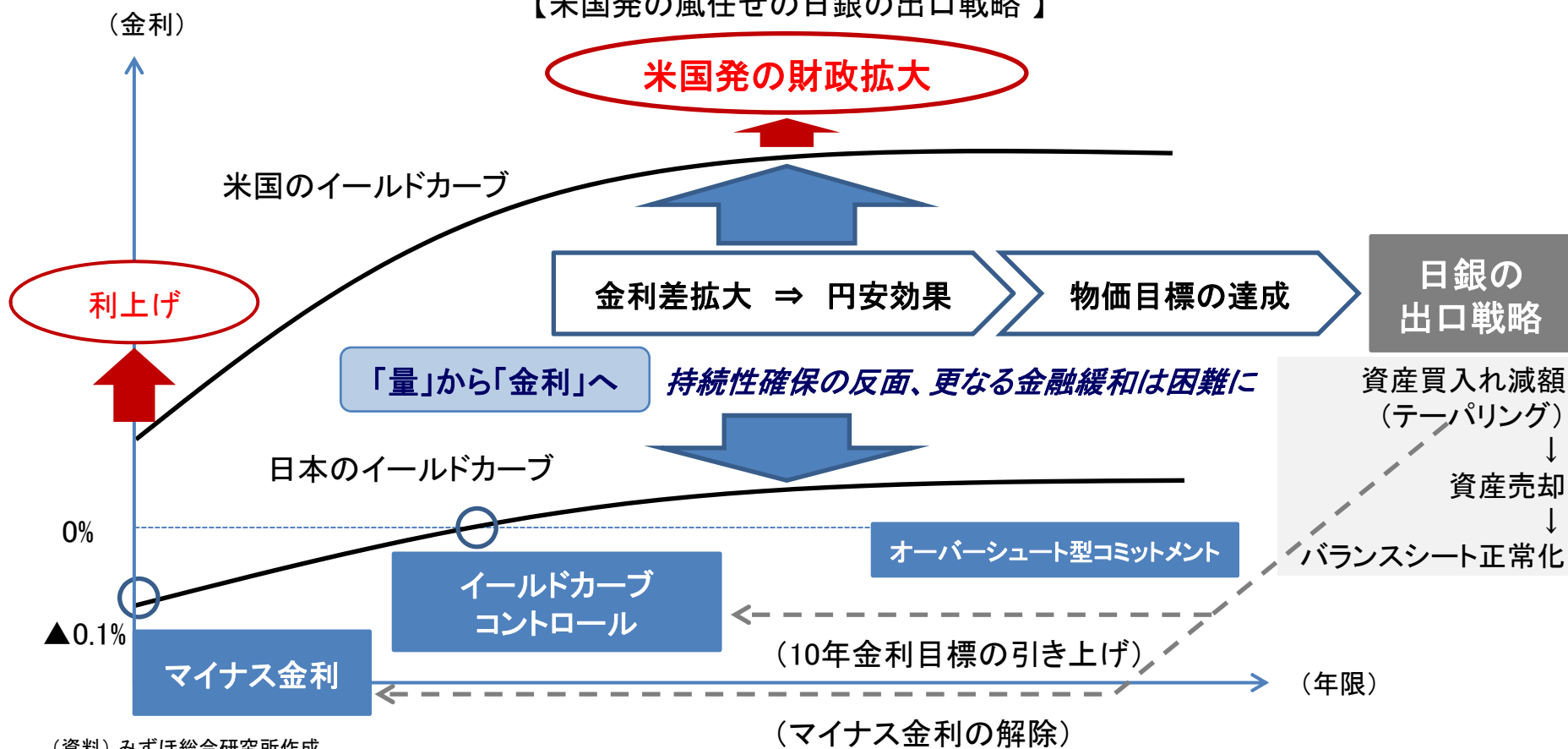
【 世界経済の景気波動と金融引き締めサイクル(イメージ) 】



## 不都合な真実② 「エンジンのないヨット」: 米国発の風任せの出口戦略

- 米国の拡張財政 (FTPL) を受けた米金利上昇に依存し、日銀はイールドカーブ・コントロールでの内外金利差拡大で物価底上げに
  - ・ 量の拡大による追加緩和の限界から長期戦に対応した枠組みに成功
- その反面、米国からの風が止まると、量から金利目標に転じた以上、自力の追加緩和策不在の状況

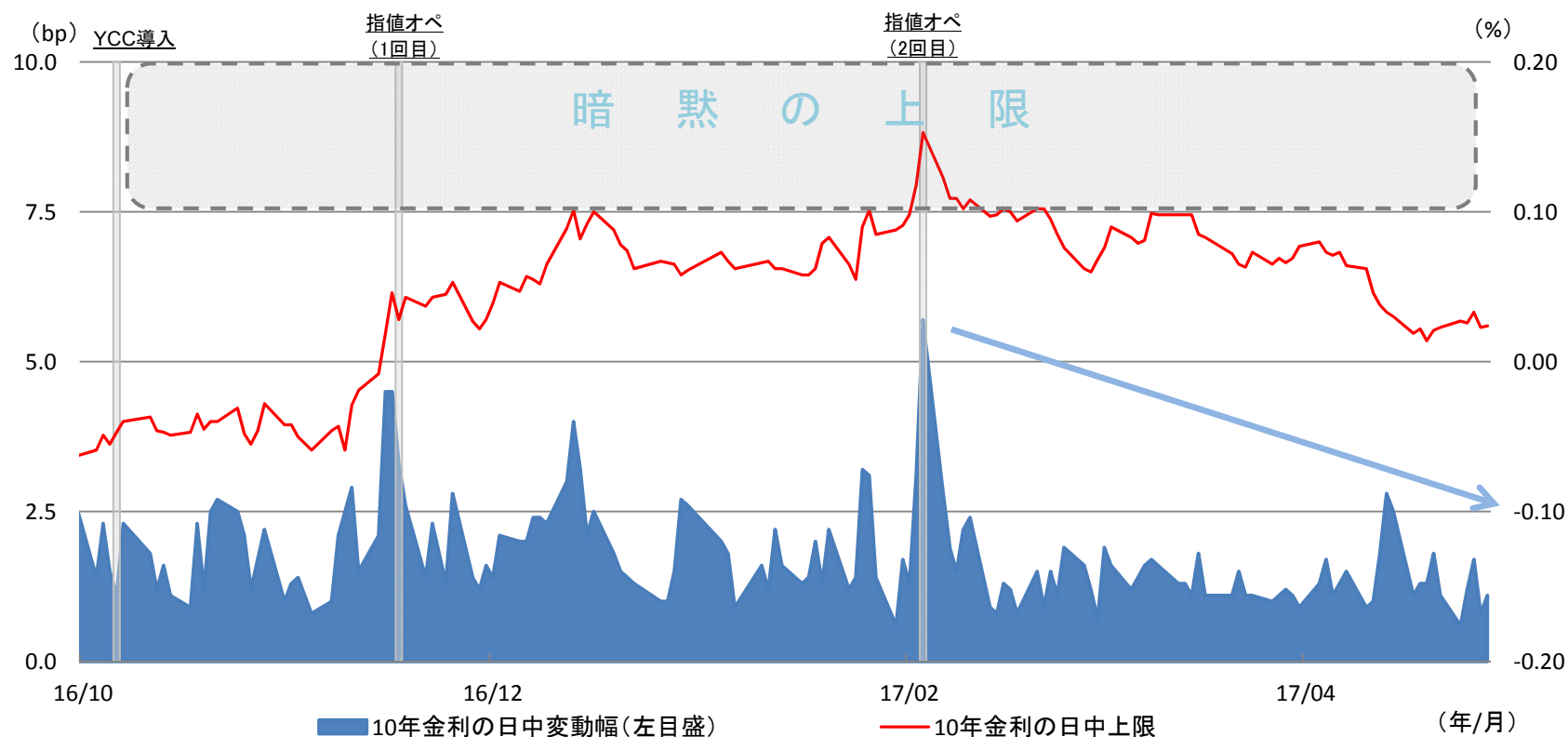
【米国発の風任せの日銀の出口戦略】



## 不都合な真実③ 「犬のしつけ」: イールドカーブ・コントロールで野生の市場機能に麻酔

- 市場参加者は想定レンジ上限で自発的に債券買い(金利低下)の衝動に駆られる「犬のしつけ」の状態へ
  - ・ 日銀のイールドカーブ・コントロールにより、10年金利はゼロ%程度で推移
  - ・ 市場参加者は「ゼロ%程度」を±0.1%と想定、2度の指値オペで10年金利の上限は0.1%でキャップされる環境が醸成
  - ・ イールドカーブ・コントロール導入以降、日中の金利の変動幅も低下傾向が継続

【 イールドカーブ・コントロール(YCC)導入後の10年金利の日中変動幅と上限値の推移 】

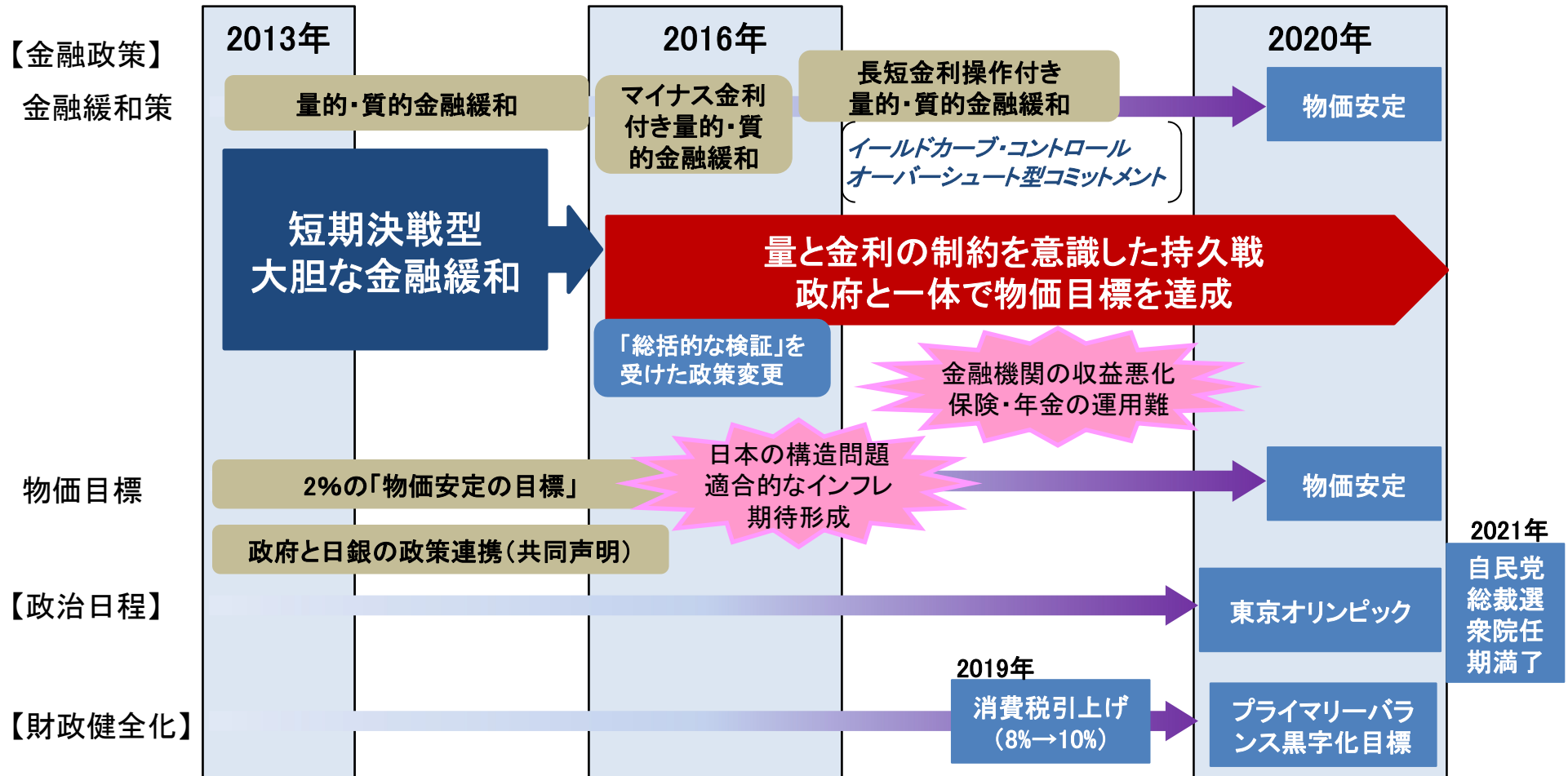


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

# 日銀はイールドカーブ・コントロールのもと2020年を展望した持久戦へ

- 日銀はイールドカーブ・コントロールにより、量に制約された短期決戦型対応から、量の制約を離れ長期持続的な金融緩和の枠組みへシフトしたが、困難も多く「永遠のゼロ」の不安も

【 アベノミクスにおける金融財政政策のロードマップ 】



(資料) みずほ総合研究所作成



---

1. 3つの不都合な真実

2. 3つの提言

3. 出口戦略と緩和長期化のコストベネフィット

## 出口に向けた提言① 「日銀版OKルール」: インフレ目標弾力化で総合判断に

### 【日銀版OKルール】

- 金融緩和だけでデフレ克服は困難という意識が高まる状況。マイナス金利・量的緩和政策の長期継続は金融仲介機能の低下や日銀のバランスシート拡大による出口政策実施時の財務悪化など将来コスト増が懸念。長期的に物価目標を達成するメリットと緩和長期化のコスト増を勘案
- 米国ですら2%の物価目標を達成できない中、現実的目標を提示することで、過度な金融緩和を抑制。日銀サイドから目標を弾力化することは困難な中、日銀が目標を修正しうる外部環境を醸成

- 物価目標の水準を弾力化することで、金融緩和の目的を本来の経済活動の正常化・持続回復に
  - ・ 物価目標2%をできるだけ早期に実現するという方針は残しつつ、長期的な(最終)目標に次第に変更
  - ・ 物価目標の達成に諸外国の例も参考にした例外措置(原油価格変動、税率変更、天災、政府の重大な政策変更の影響等)の検討
  - ・ 参照値の位置づけで目標多様化(成長率、需給ギャップをプラス化、賃金上昇率の引き上げ等)を提示
  - ・ 当事者である日銀からは修正は困難ななか、市場との対話を含め外部から修正を可能とする環境の醸成
  - ・ 政府からの助け船が必要な局面も

## 出口に向けた提言② 「日本版アコード」

### 【日本版アコード】

- 物価目標達成には金融政策だけでなく、政府の成長戦略が必要とのスタンスを示す
- 日銀は、物価目標2%導入の際、2%実現の条件として「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていく」との認識を示す。物価目標が達成できない要因として成長戦略が不十分であることを示すことは整合的

- 日銀の金融政策への過度な期待の一端を政府と一体で担うとの姿勢を表明。出口を可能とする経済の底上げ、代謝の底上げを一体でコミット
- デフレ回避には金融政策だけでなく、財政政策や構造対策等の総合的対策が重要とのメッセージの共有
- 出口におけるバランスシート上の損失負担を政府との一体で行うとのコミットメント

## 政府・日銀による一体的対応

- 政府と日銀が一体になった新たな対応が検討されるフェーズに
  - ・ 2013年1月の政府・日銀による共同声明の再確認や強化によって、長期戦に備えた形で政府や成長戦略の支援姿勢を示すと展望
  - ・ 出口政策実施時の利上げに伴う損失負担は、政府と日銀の「統合政府」バランスシートで負担を担う発想
  - ・ 国庫納付金の繰り延べ等、政府と日銀が共同対応

### 【デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)(2013年1月)】

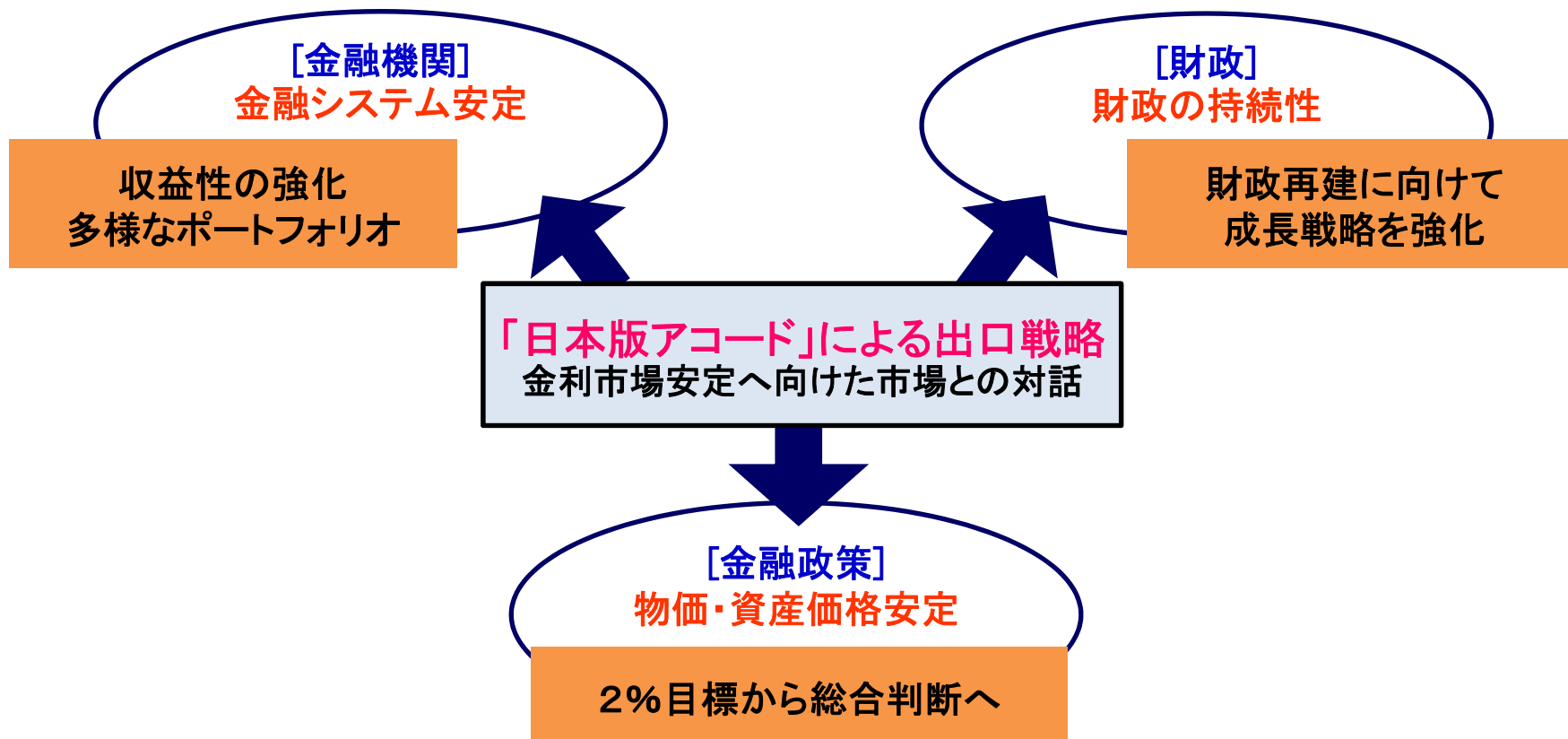
日本銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>物価安定の目標(消費者物価の前年比上昇率で2%)の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。</u></li> <li>・ その際、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面からの不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく</li> </ul>
政府	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 我が国経済再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、<u>経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化し、これを強力に推進する</u></li> <li>・ 政府は、日銀との連携強化にあたり、<u>財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する</u></li> </ul>

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

# 「日本版アコード」の下、「三位一体」で金融と財政の一体化によるデフレ脱却

- 「日本版アコード」として、金融機関・財政・金融政策がともにリスクを負担しあい、協調することを合意
  - ・ 「日本版アコード」では、「三位一体策」として日銀、政府、金融機関の持続性を重視した対応に

【出口における三位一体策(金融機関・財政・金融政策)】



(資料) みずほ総合研究所作成

## 出口に向けた提言③ 「日銀版ロードマップ」:総力戦で出口に向かうための合意形成

### 【 出口へのロードマップ の提示】

- あくまでも目的は経済の再生、デフレ脱却の実現でありアベノミスクの達成が鍵
- 政策目標の明記化したうえで、出口に向けたロードマップを提示

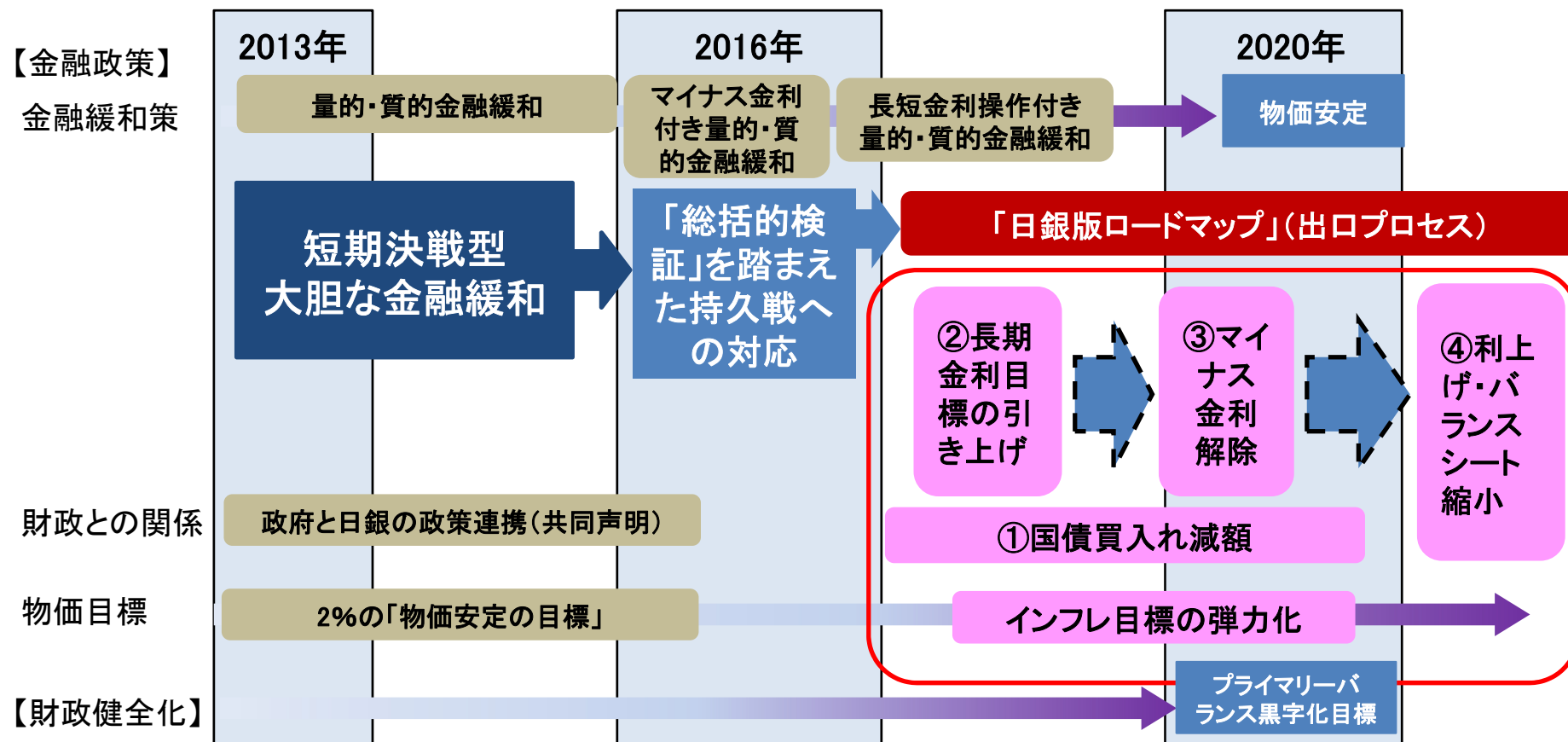
#### ○ 長期戦のなかでのロードマップ

- ・ 経済の潜在力(代謝)の引き上げ
- ・ 同時に、目標とするレベルの現実化
- ・ 長期金利ターゲットを用いる中、中立金利に基づく適切な将来金利の見通しを示すのは困難だが、出口への道筋を示すことは必要
- ・ 出口に向けたシーケンス(①量の減少、②長期金利水準引き上げ、③政策金利引き上げ、④B/S縮小)を提示
- ・ 出口政策の日銀財務に与える影響のシュミレーションの考え方を提示

# 出口に向けたロードマップ

- 日銀は、米利上げ局面内に、経済・物価・金融情勢を総合的に判断し出口に向けた道筋を提示。予測可能性の提示は必要だが、金利ターゲットにした以上、金利目標の提示は自己矛盾。物価を含めつつも経済環境の前向きな動きとなる指標を示しつつ、市場との対話をはかるが、市場機能に麻醉をかけたなかで本質的な矛盾を抱える

【 アベノミクスにおける金融財政政策のロードマップ 】

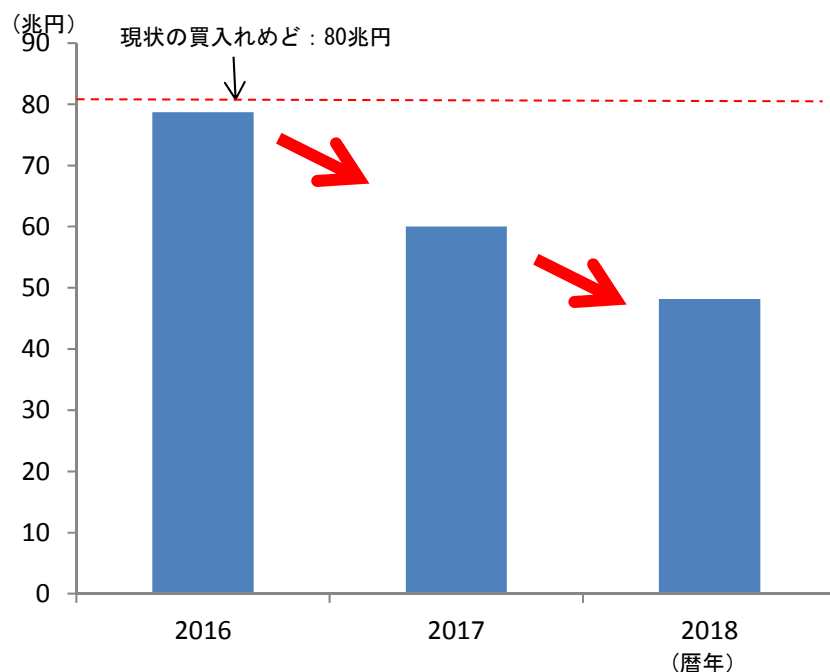


(資料) みずほ総合研究所作成

## ロードマップ第1ステップ、量の減少:「犬のしつけ」で80兆円の買入れは不要

- 日銀は、イールドカーブ・コントロール導入で政策目標を「量から金利」にシフト。事実上の「テーパリング」を開始
  - ・ 日銀は短期ゾーンを中心に国債買入れを減額。現状の買入れペースを継続した場合、年間の国債保有増加額は年60兆円程度に減額と試算。買入れ増加のめど(現状年80兆円程度)が年後半にも見直される可能性
  - ・ 国債市場の需給ひっ迫を受け約8年ぶりに国債売り現先オペを実施。国債補完供給額は大幅に増加

【日銀の国債保有増加額試算】

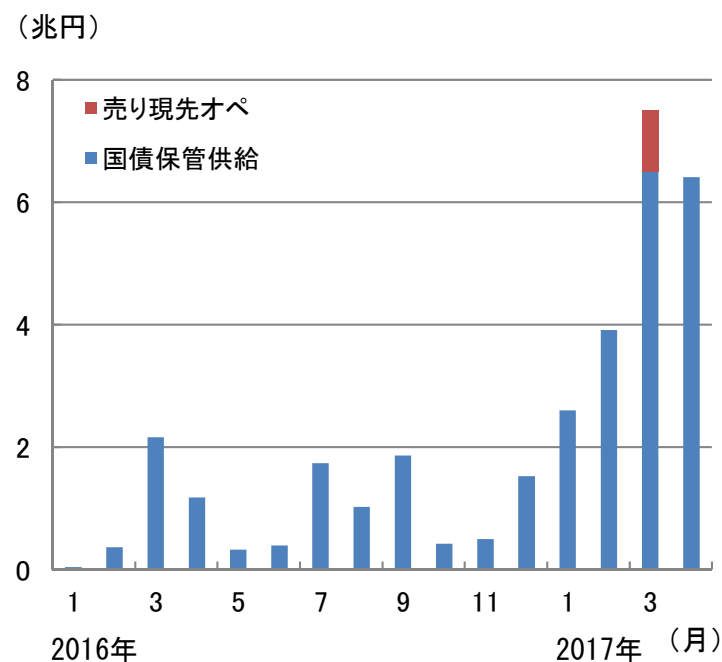


(注) 日本銀行の国債買入れは2017年4月の国債買入れペースで想定。

国債発行額は2019年度計画ベース

(資料) みずほ総合研究所作成

【国債補完供給、国債売現先オペ】



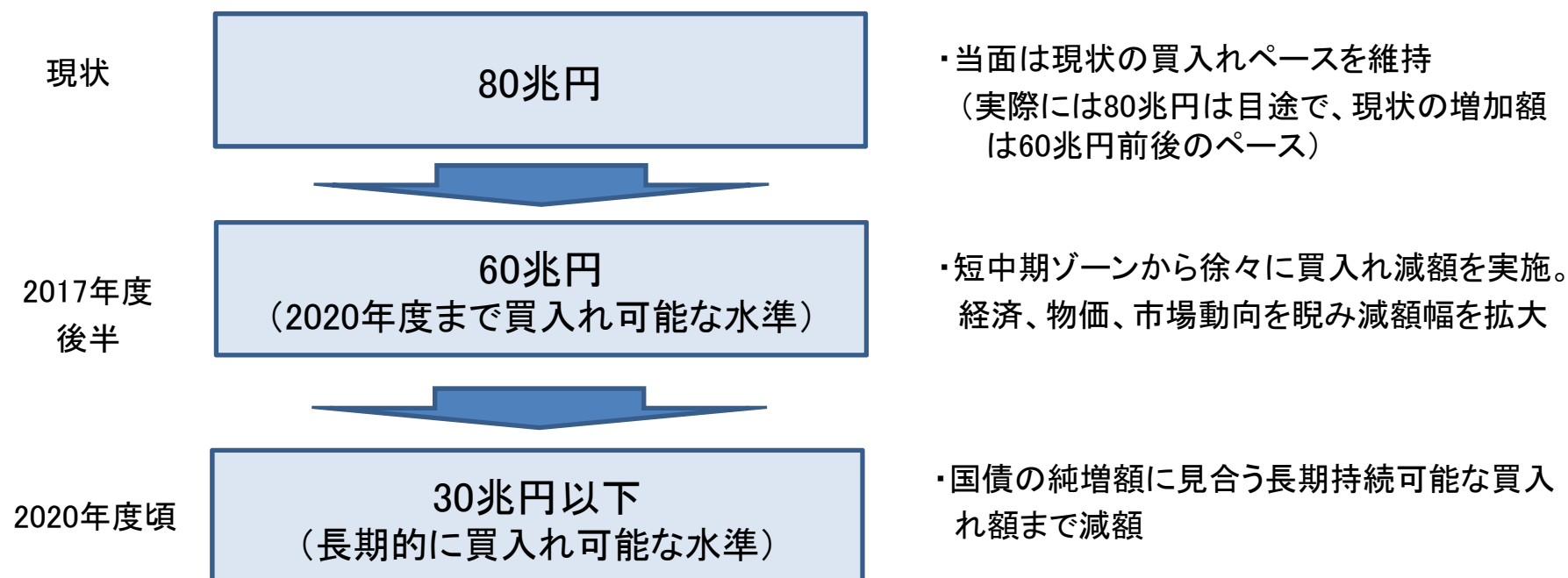
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成



## 今後も国債買入れは徐々に減額へ

- 国債買入れ額は国債市場の動向を注視しつつ緩やかに減額していくと予想
  - ・ 国債の純増額に見合う年間増加額30兆円程度まで減額すれば、長期的に買入れが可能となる水準に
  - ・ 買入れ額の減少は、緩和長期戦への対応であり、政策スタンスの変更(引き締め)とは異なる

### 【国債買入れ額(年間増加額)】

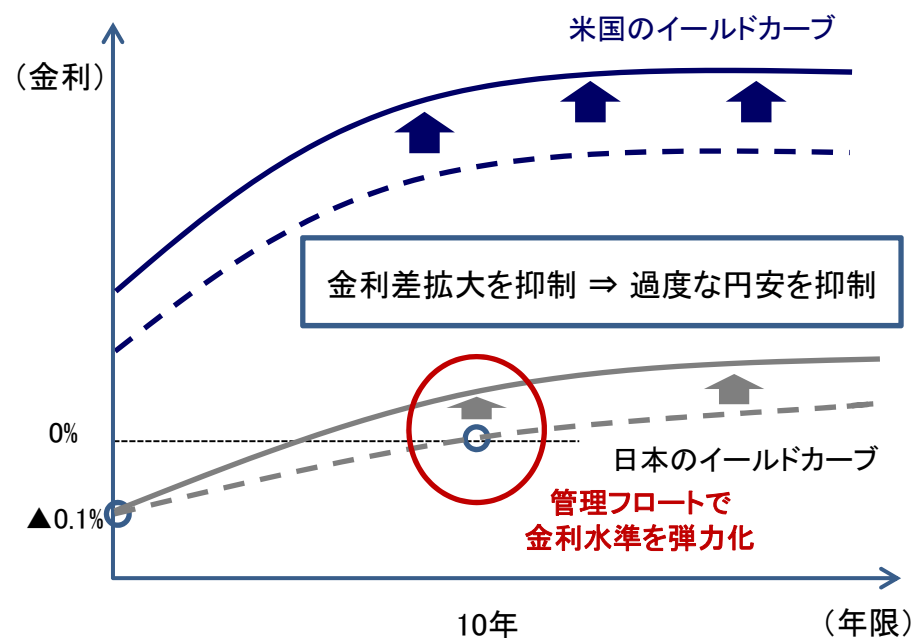


(資料) みずほ総合研究所作成

## ロードマップの第2・3ステップ、長期金利水準引き上げ、政策金利引き上げ

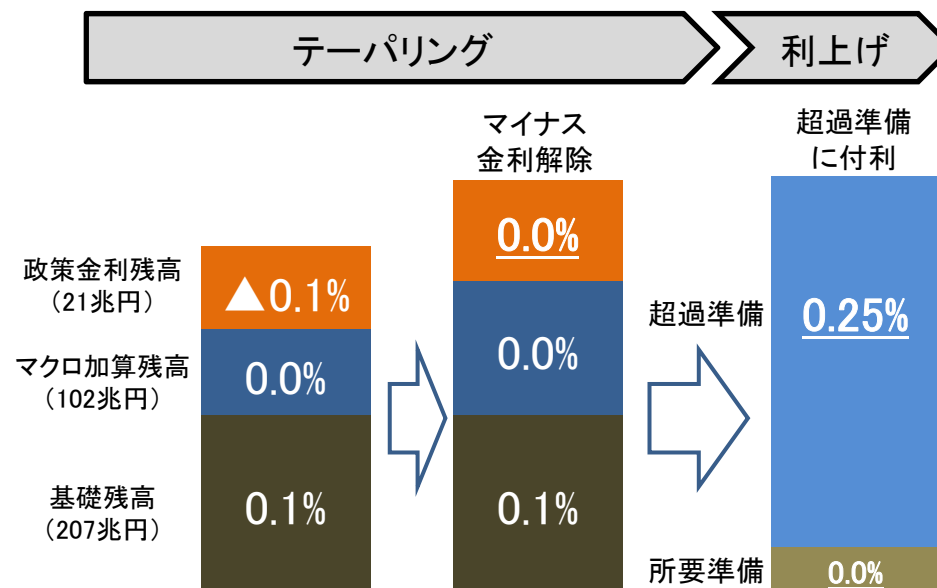
- 海外の回復を追い風に長期金利の目標水準を引き上げる段階へ
  - ・ 欧米中央銀行の出口への動きが強まれば、内外金利差拡大から円安が進行する局面に。イールドカーブを、海外金利の動向にあわせ柔軟に上下に調整
  - ・ 日銀はイールドカーブ・コントロールをしつつ一定の金利変動を容認する「管理フロート」（金利形成を市場メカニズムに任せるものの、日銀が介入してコントロールする手法）の特徴を強める
- いずれマイナス金利を解除することも選択肢に。金利を柔軟に変更する姿勢を維持することで、マイナス金利の解除が出口政策と見なされない効果も

【 ポリシーミックスの違いを反映した日米金利差の拡大 】



(資料) みずほ総合研究所作成

【 日銀当預残と政策金利引き上げのイメージ 】

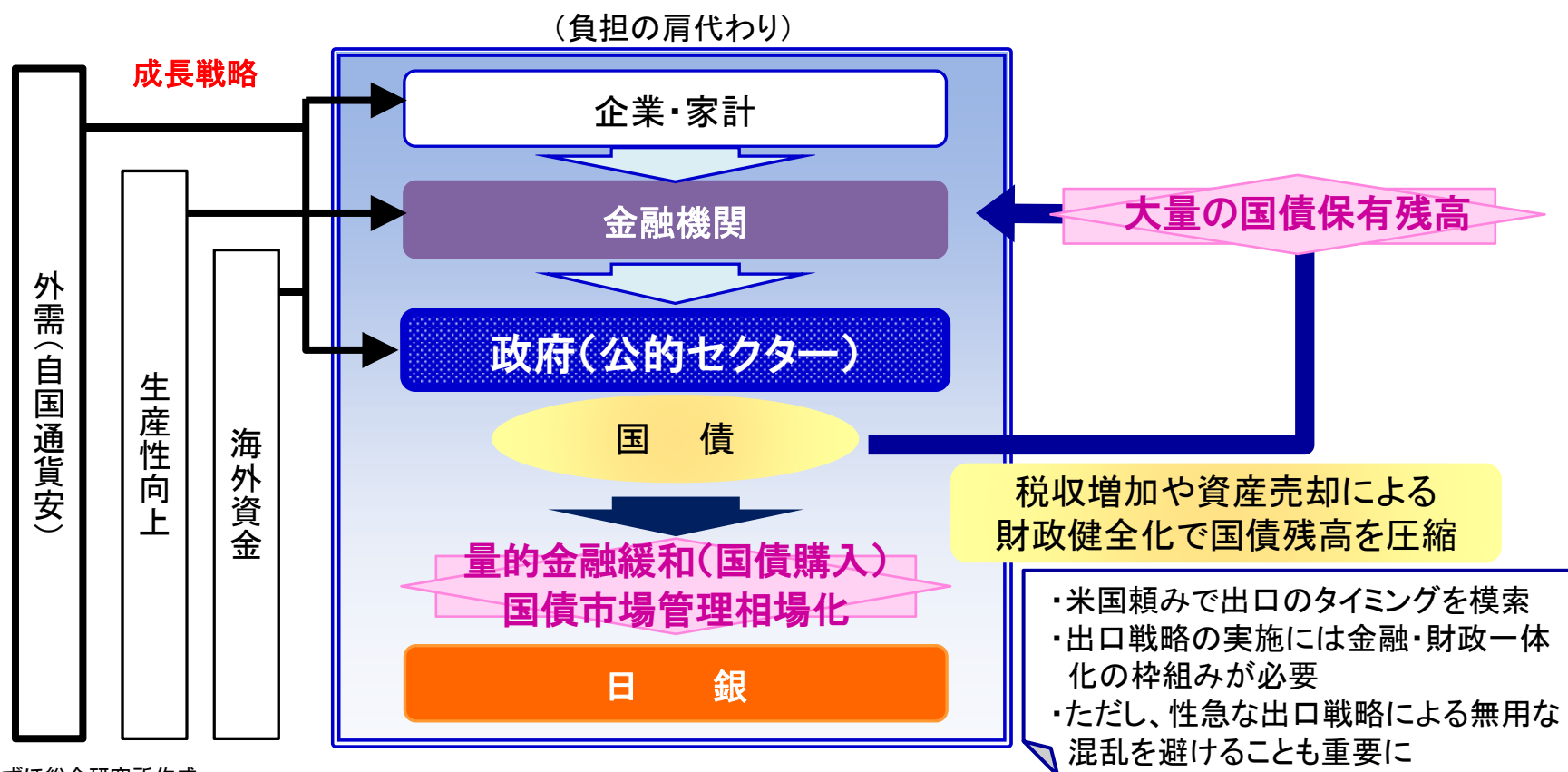


(注) 残高は2017年3月末時点。なお、同期の所要準備額は9.5兆円  
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

## ロードマップの第4ステップ、 B/S縮小は財政健全化とともに

- 金融政策から財政政策への世界的なレジームチェンジが生じつつあるなか、トランプノミクスによる外部環境の改善を受けて、日本の金融政策も出口に向かう
  - ・ 日銀が保有する国債を売却してB/S縮小することは、金利急騰で金融市場と実体経済に悪影響を生じさせるリスク
  - ・ 景気回復が脆弱で財政健全化が先延ばしとなるならば、今次サイクルで日銀は「偽りの出口」となる可能性

【バランスシート調整における負担転換と出口戦略】



(資料)みずほ総合研究所作成

---

1. 3つの不都合な真実

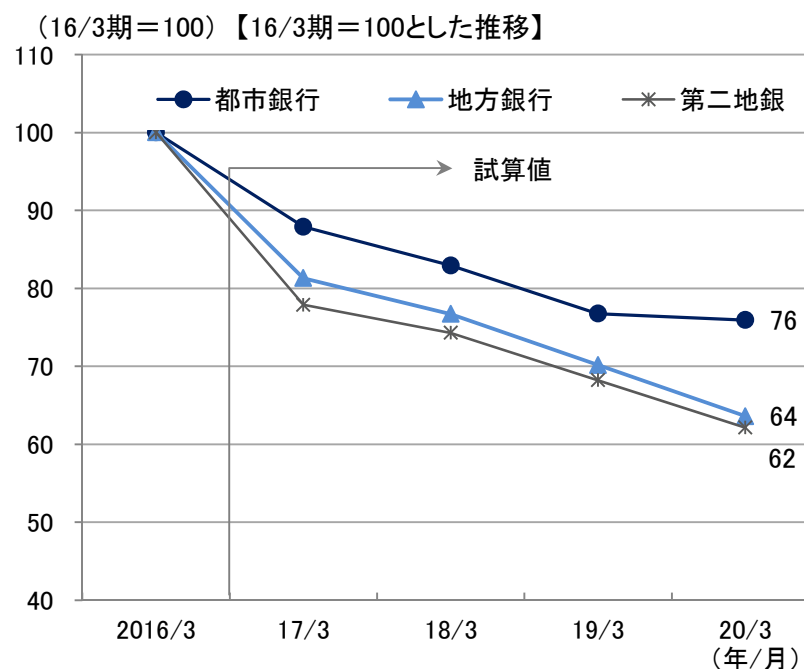
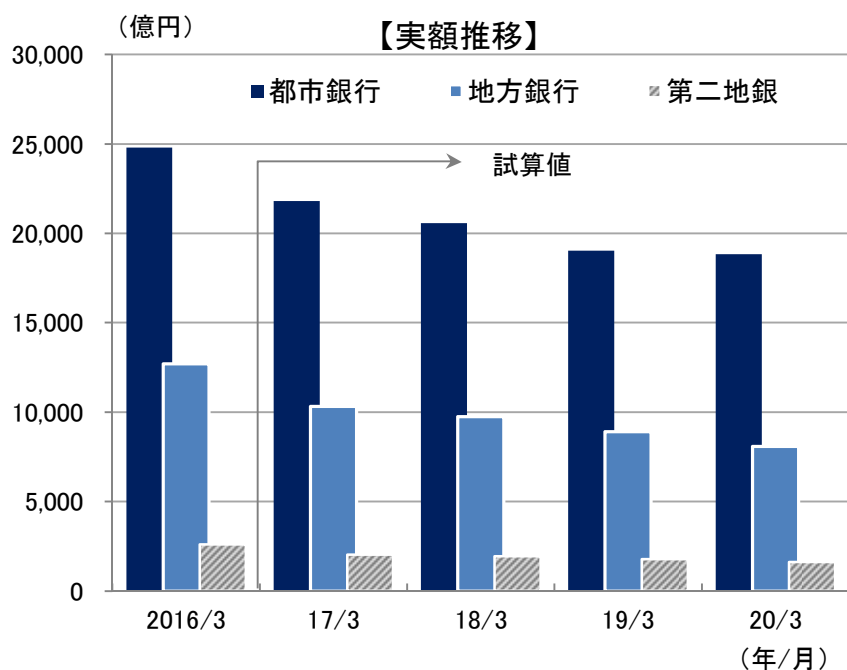
2. 3つの提言

3. 出口戦略と緩和長期化のコストベネフィット

# コスト① 金融仲介機能への影響 ～緩和長期化で金融システム不安定化の懸念

- 金融緩和長期化による金融仲介機能への影響が懸念。一定の仮定に基づく試算では、邦銀の利益水準は、都市銀行、地域銀行(地方銀行、第二地方銀行)の各業態いずれも、資金利益の減少により、2020年3月期にかけ2016年3月期対比で著しく悪化

【邦銀の実質業務純益の試算値(業態別)】

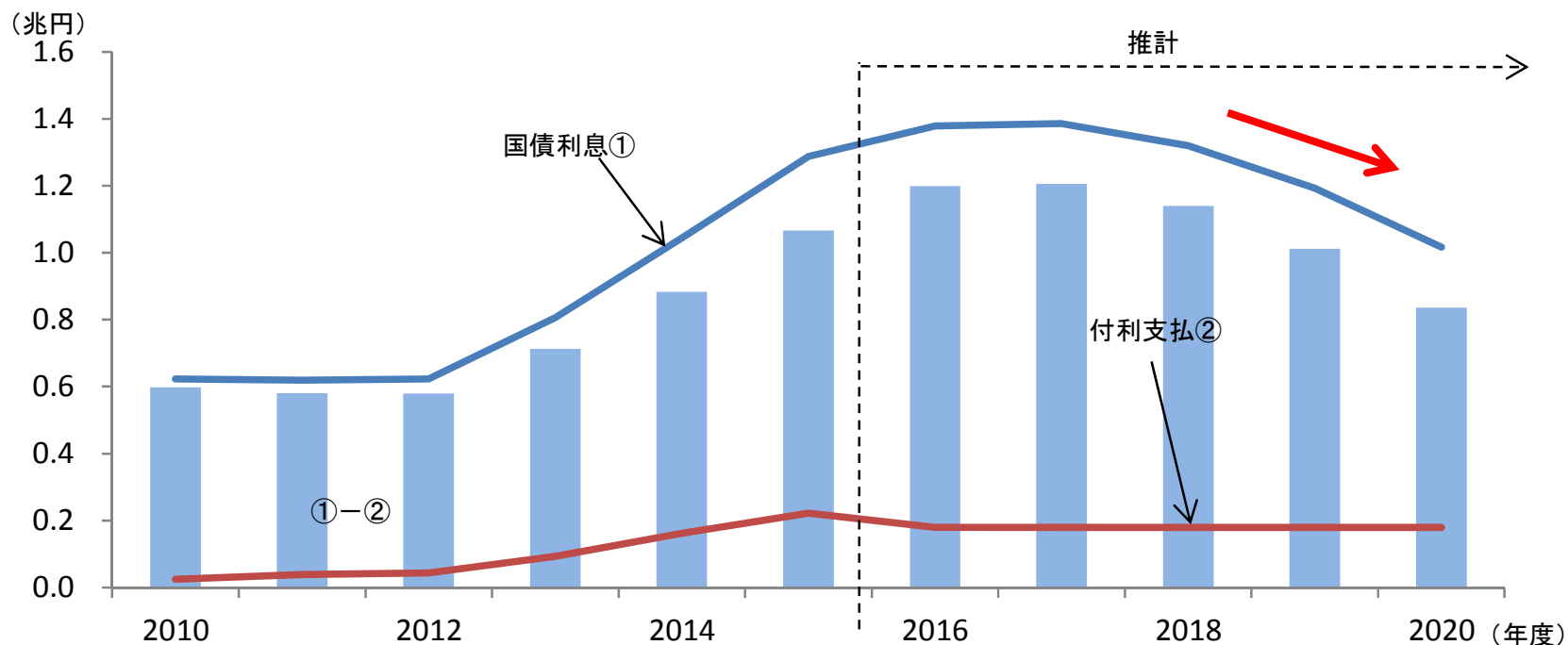


(注) 試算の前提: マイナス金利政策の邦銀への影響について、国内業務部門の資金利益(金利収支)の増減を試算。前提は、①貸出金残高、預金残高は、近時の残高増減動向を勘案。②貸出金利回りの低下幅は、マイナス金利政策が導入された2016年2月以降の貸出約定平均金利を参考に、2017年3月期に前年度比▲12bp、以降は2020年3月期まで同▲2bp。③預金金利は2017年3月期から2018年3月期にかけて同▲1bpとなり、以降は横ばい。④国内債(国債、地方債、社債)は残存期間中(都市銀行:3年、地域銀行:4年)に、0.05%の債券に均等に入れ替わり  
 (資料) 全国銀行協会資料を基に、みずほ総合研究所試算

## コスト② 日銀財務への影響～付利1%引き上げで2020年度の日銀収支は4兆円悪化

- 保有国債利回り低下に伴う利子収入の減少が見込まれる一方、当座預金残高増加による付利支払増加が見込まれる状況。金融緩和長期化の場合、国庫納付金の大幅減少のみならず、将来の付利引き上げの制約要因となる可能性も
  - ・ 2020年度時点で超過準備(約510兆円)の付利を1.0%に引き上げた場合、日銀の収支は約4.2兆円悪化と試算

【日銀の損益バランス推移と見通し】



(注)2016年度以降の国債利息は、普通国債の利率加重平均の2014年度低下幅(4bp)を勘案し想定。国債買入れ増加額は2017年度60兆円から2020年に30兆円まで減額を想定  
 付利引き上げ:2020年度の所要準備を10兆円と想定し、その他の超過準備の付利を1%に引き上げ。国債利息は買入れ増額分の金利が2.5%に上昇と想定  
 (資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

# 1%の金利上昇で2020年度末の日銀保有株式・債券時価総額は29兆円減少

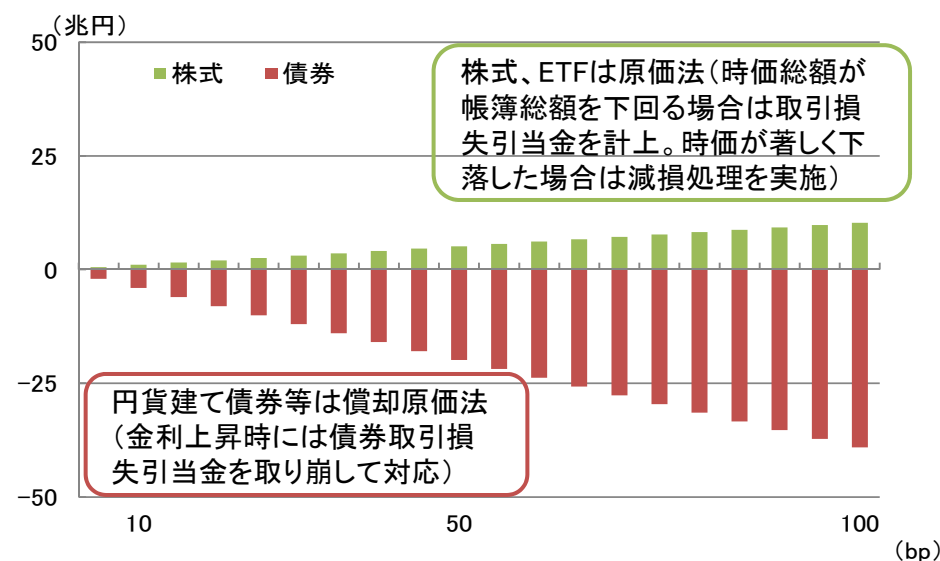
- 日銀は金融政策の出口において、実体(時価)ベースのバランスシートが毀損する蓋然性が高い
  - ・ JGBは制度上、損失がバランスシートに計上されないが、株式等のリスク資産の損失は減損処理が必要に
  - ・ 債券と株式との逆相関性を勘案すれば、金利上昇による日銀のバランスシートの毀損は一部で減殺。金利1%上昇時の時価下落額は約29兆円と試算
  - ・ 金融政策の方向転換時には、政府は日銀の損失を間接的に支える仕組みを事前に有する必要性に迫られる可能性も

【金利上昇と日銀保有資産の時価下落額(2020年度末)】

		想定金利上昇幅			
		10bp	25bp	50bp	100bp
時価下落額	(兆円)	-3.5	-7.5	-14.7	-28.8

(注) 2020年度末の日銀の買入残高635兆円(債券598兆円・株式37兆円)よりシミュレーションを実施。債券と株式市場の変化率の相関係数を用いて、金利上昇時の損失を時価ベースで計測。相関係数は過去20年間の0.28を用いて計算  
 (資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【金利上昇による株式・債券別保有資産の時価変化】

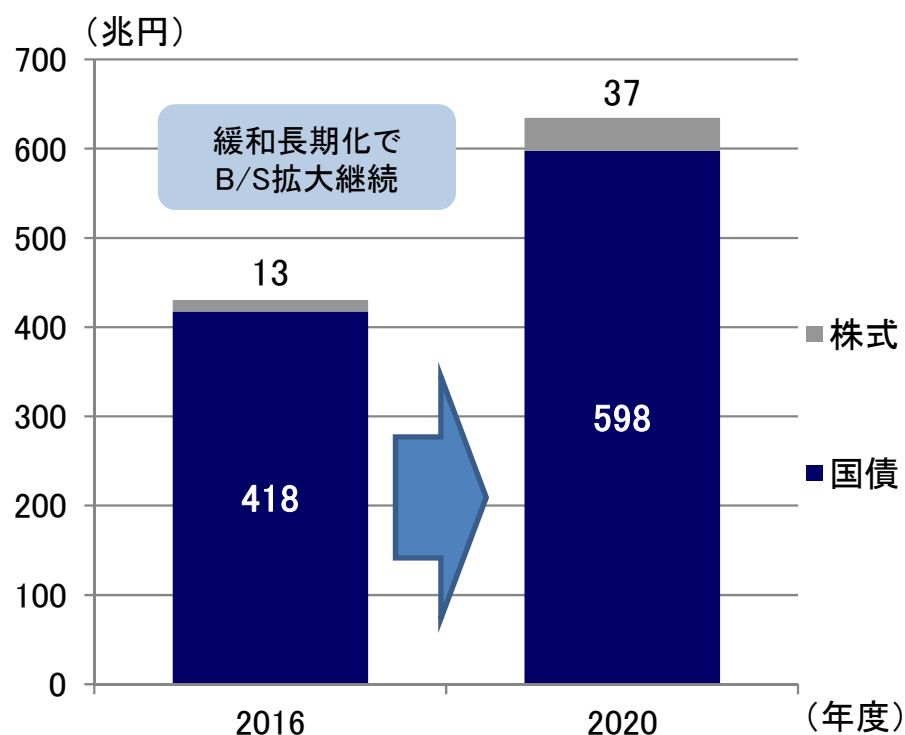


(注) 過去20年間の債券と株式市場の相関係数を用いて、金利上昇幅に対して保有債券および保有株式の時価下落額を計算  
 (資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

## 2020年まで出口戦略を先送りすることのコストは収支悪化1兆円、時価下落5兆円

- バランスシート拡大を続けることによる日銀の財務負担増加も出口を先伸ばしするコスト
  - ・ 2020年まで出口戦略の実施を遅らせれば、1%付利引き上げによる収支悪化1兆円、1%金利上昇による保有資産時価下落5兆円の追加コストが生じると試算
  - ・ 出口戦略が2020年以降となれば、更に日銀の財務負担が増加する可能性

【 2020年度末までの資産保有額 】



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所試算

【 出口先送りによる日銀の負担増 】

	2016年度末 ①	2020年度末 ②	先送りコスト (②-①)
1%の付利引き上げによる収支悪化額	3.1兆円	4.2兆円	+1.1兆円
1%金利上昇による保有資産の時価下落額	23.5兆円	28.8兆円	+5.3兆円
(うち債券)	(27.1兆円)	(39.1兆円)	(+12.0兆円)
(うち株式)	(▲3.6兆円)	(▲10.3兆円)	(▲6.7兆円)

(注) ▲は時価増加を示す

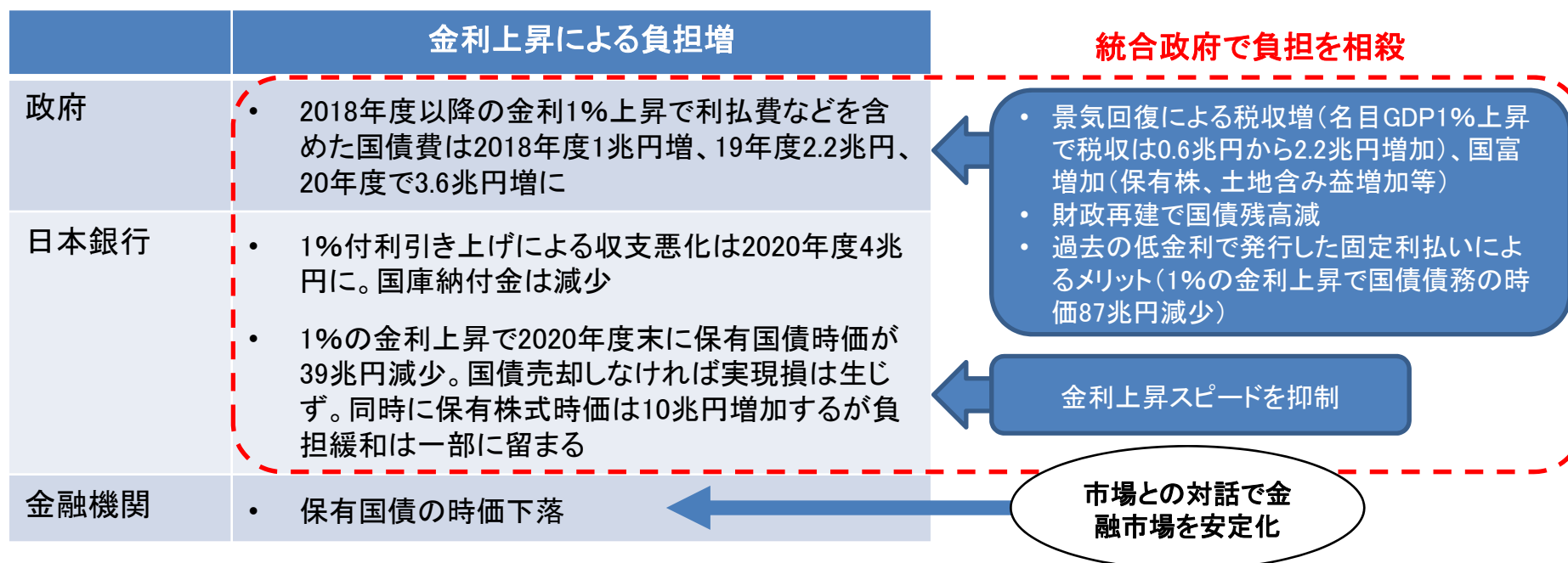
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所試算



## 出口の金利上昇負担に対応するための政府・日銀の協調対応

- このまま日銀が出口戦略を進める場合、政府の負債超過額の増加も日銀の実質的債務超過も避けられない
  - ・ 日銀の自己資本は7.7兆円(16年9月末)であり、金利上昇時の保有有価証券の時価下落額を下回る可能性
  - ・ ただし、政府と日銀の統合政府で見れば、日銀の保有国債の時価下落(含み損)は政府の国債債務の時価減少(含み益)で相殺されて大幅なプラスに
- 出口の金利上昇負担は大きく、政府・日銀の協調体制で対応しつつ、市場との対話を通じて金利安定化を図る必要
  - ・ 金利に耐えられる経済環境となるまで本格的な出口戦略の実行は困難。性急な出口はかえって出口を遠ざけることに

### 【金利上昇を受けた政府・日銀の負担】

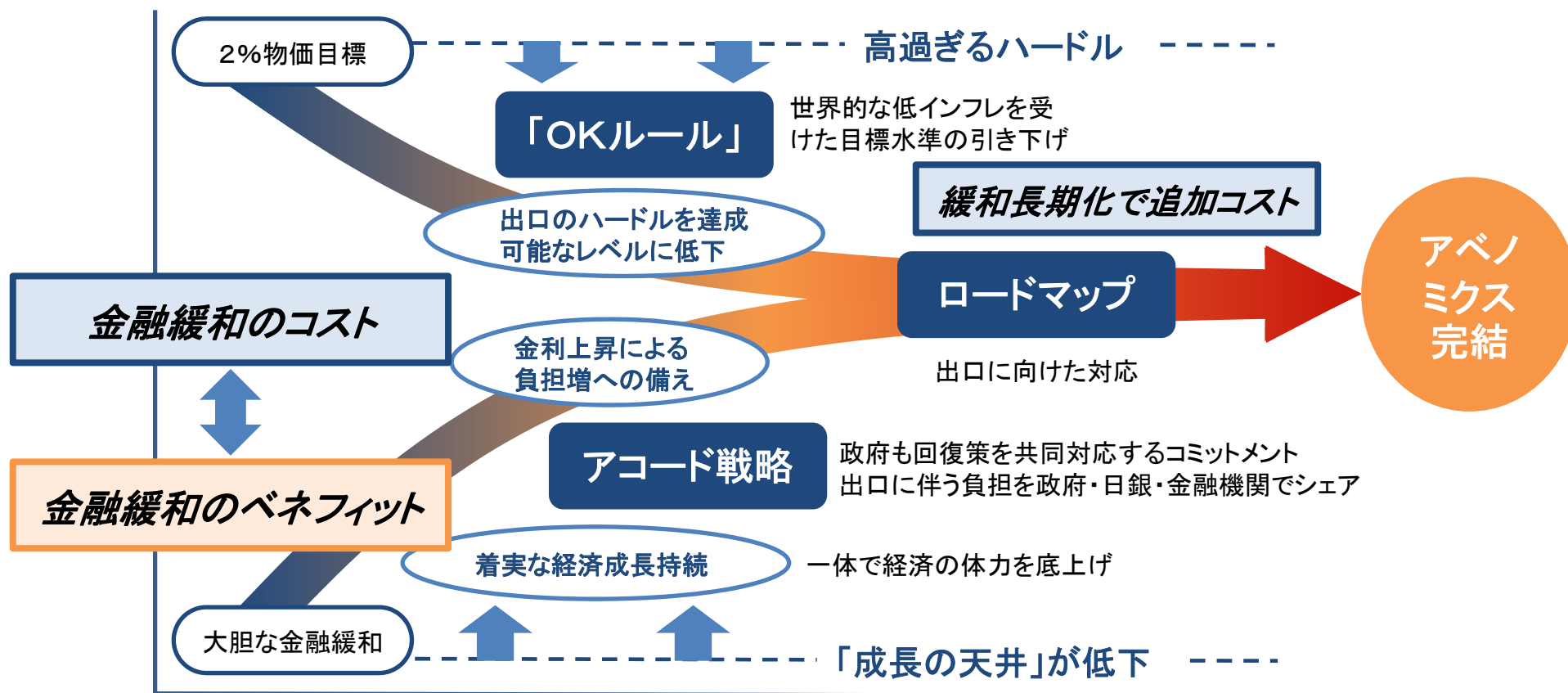


(資料) 日本銀行、財務省等よりみずほ総合研究所作成

# 金融緩和のコストベネフィットを考慮しつつ出口戦略を実現

- 金融緩和長期化のコストとベネフィットを判断しつつ、適切な時期に出口戦略を開始することが重要
  - ・ 日銀の財務負担への対応や金融市場の混乱を避けるため、現実路線で出口戦略を実施

【 出口戦略における3つの柱と金融緩和のコストベネフィット 】



(資料) みずほ総合研究所作成

## (ご参考) 統合政府のバランスシート

- 黒田緩和後、国と日本銀行の統合バランスシートで見ても負債超過が拡大
  - ・ 日銀の大量国債買入れによって統合バランスシートに生じた変化は、国債をベースマネーに転換させたこと
  - ・ 政府の超過費用は毎年20兆円程度の赤字が続き、統合バランスシートでも負債超過が悪化が継続
- ただし、負債超過は、将来の税收増と政府資産売却益で賄うことが可能で、政府への信任の裏返しのも

### ◆国のバランスシート

資産		負債	
資産	672.4	国債	917.5
負債超過	520.8	その他	275.7
計	1,193.2	計	1,193.2

### ◆日銀のバランスシート

資産	負債・純資産		
国債	349.2	ベースマネー	371.0
社債	3.2	引当金	4.3
金銭の信託	9.2	その他	26.8
その他	44.1	純資産	3.5
計	405.6	計	405.6

### ◆統合バランスシート(2016年3月末)

資産		負債	
資産	710.1	国債	568.3
負債超過	517.3	ベースマネー	371.0
計	1,227.3	その他	288.0
		計	1,227.3

### ◆黒田緩和前の統合バランスシート(2013年3月末)

資産		負債	
資産	678.2	国債	701.8
負債超過	473.7	ベースマネー	141.5
計	1,151.9	その他	308.5
		計	1,151.9

国の負債と日銀の資産で国債を相殺

負債超過は増加

量的緩和で国債がベースマネーに転換

(注) 日銀の負債のうち引当金の金額は債券取引損失引当金と外国為替等取引損失引当金の合計。統合バランスシートでは、日銀の保有国債と国の国債債務、日銀の政府預金債務と国の資産、日銀の純資産と国の負債超過を相殺して計算

(資料) 財務省、日本銀行より、みずほ総合研究所作成

---

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほ総合研究所 調査本部

市場調査部 野口 雄裕

TEL : 03-3591-1249

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。