

第260回NRIメディアフォーラム

『異次元緩和の出口戦略とグローバル金融市場』

2017年12月14日

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション事業本部付
エグゼクティブ・エコノミスト

木内 登英

〒100-0004
東京都千代田区大手町1-9-2
大手町フィナンシャルシティ グランキューブ



日本銀行・政策委員会審議委員とは？

- ①「政策委員会」は、日本銀行の最高意思決定機関。日本銀行の重要な意思決定は、政策委員会で議論したうえで、多数決で決定される。
- ②審議委員は、経済又は金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験のある者のうちから、両議院の同意を得て、内閣が任命する。(日銀法第23条第2項)
- ③総裁、副総裁及び審議委員の任期は五年(中略)とする。(日銀法第24条)
- ④日本銀行の役員は(中略)在任中、その意に反して解任されることがない。(日銀法第26条)
- ⑤日本銀行の役員及び職員は、その職務上知ることができた秘密を漏らし、又は盗用してはならない。これらの者がその職を退いた後も、同様とする。(日銀法第29条)

金融政策決定会合での独自提案

【政策方針に関する提案】

- ・「2%の物価安定目標を中長期の目標とする」(2013年4月～退任時)
- ・「量的・質的金融緩和は2年程度を集中対応期間とし、その後柔軟に見直す」(2013年4月～2015年3月)

【政策手段に関する提案】

- ・「国債買入れ増加額を年間45兆円ペースとする」(2015年4月～退任時)
- ・「付利金利を-0.1%から以前の+0.1%に戻す」(2016年1月～退任時)
- ・「イールドカーブ・コントロールを廃止し、国債買入れ増加ペースに操作目標を戻す」(2016年9月～退任時)

主な主張点①

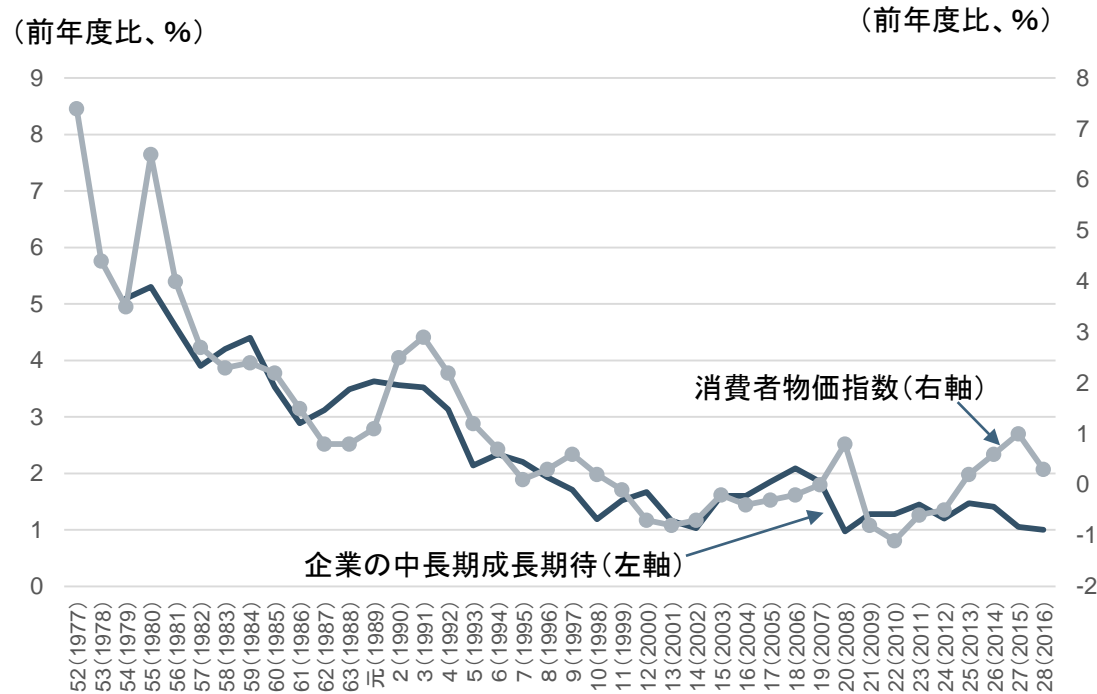
- ① 2%の物価目標は、日本経済の実力(潜在力)に照らして高過ぎ、短期的にその達成を目指すことは経済を不安定にする。物価上昇率のトレンドは、労働生産性上昇率、潜在成長率など経済の実力で決まる。
- ② 「物価の安定」は日本銀行の使命であるが、それは中間目標であり、最終目標は「国民経済の健全な発展に資する(日本銀行法第2条)」こと。「物価目標至上主義」に陥ってはならない。
- ③ 金融政策は実質金利の変化による将来の需要の前倒し、現在の需要の先送りを通じて、「景気の水準」を調整するのが本来の役割。経済の実力を高めるのは企業、政府の役割で、中央銀行の守備範囲外。
- ④ 金融政策の役割は、経済・金融市場の安定を維持することで、生産性上昇率、潜在成長率を高める企業のイノベーション、投資、政府の構造改革を側面から支えること。

主な主張点②

- ⑤ 国債買入れ策の政策効果は2014年頃に既に一巡。その後は副作用のみが積み上がってきた。
- ⑥ 国債買入れの限界、出口での日銀の財務悪化、財政ファイナンスリスク、金融機関の仲介機能悪化など、金融緩和がもたらす多くの副作用は、金融市場を不安定化し、経済の潜在力を一段と低下させることを通じて、国民生活を圧迫する。
- ⑦ 日本銀行が限界まで国債を買入れれば、国債市場の流動性が極度に低下して、金利の乱高下を招く。それはグローバルな金融市場の動揺につながる可能性も。

中長期成長期待が物価上昇率トレンドに影響

成長期待と物価上昇率



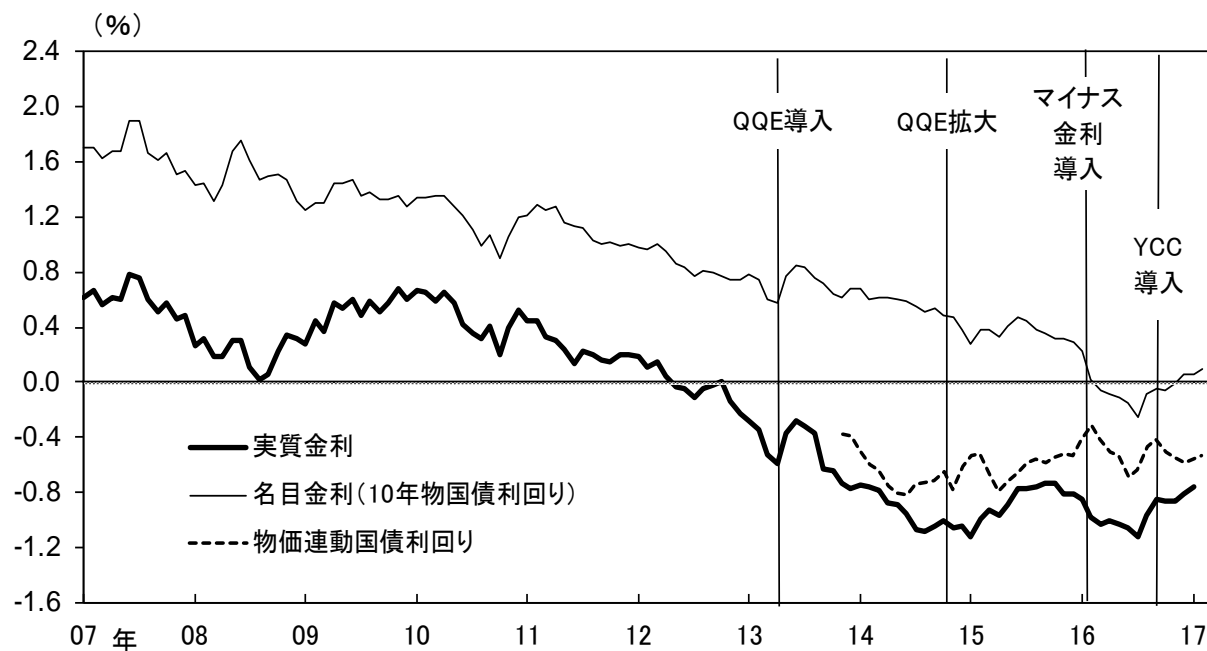
(注) 企業の成長期待は、今後5年間の実質GDP成長率見通し、消費者物価指数は除く生鮮食品・エネルギー、ともに最新値は2016年度

(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価指数」

期待されたほど賃金・物価上昇率が高まらない主な背景は「成長期待の低下」。これは金融政策では対応できない。

2014年には既に追加的な金融緩和効果は一巡

実質長期金利の推移



(注) 実質金利、名目金利、物価連動国債利回りは、月中平均。

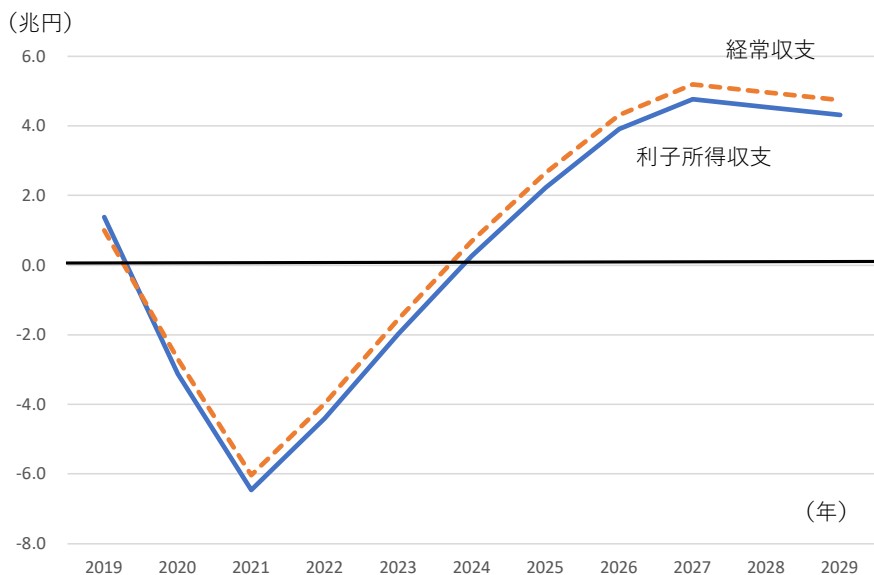
実質金利は、名目金利から今後10年間の予想物価上昇率を差し引いて算出。

(作成) QUICK等より日本銀行(「月刊資本市場」2017年4月号、「長短金利操作付き『量的・質的金融緩和』再考」、木内登英)

国債買入れの政策効果の反映である実質長期金利低下は2014年頃に一巡。その後は効果を上回る副作用が累積を続けている状況。

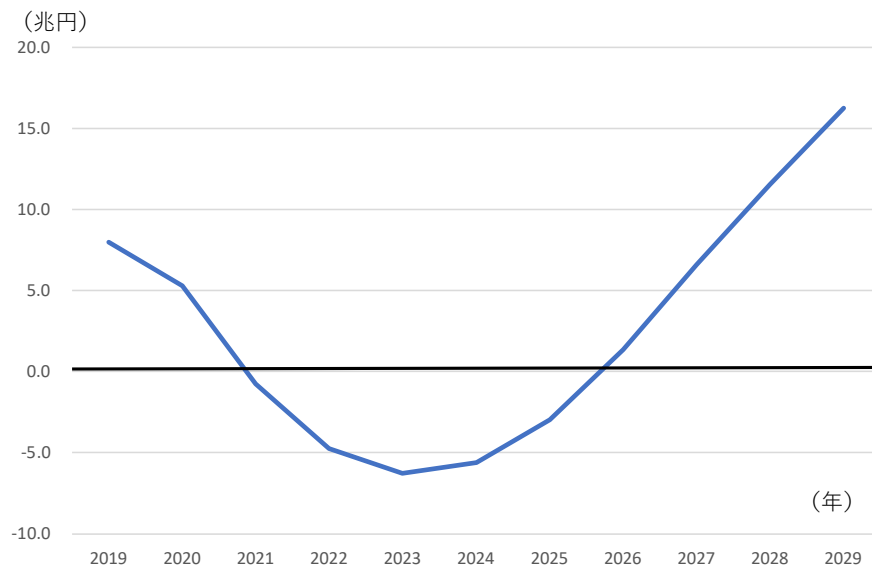
出口の短期金利引き上げで日本銀行は複数年間債務超過に

日本銀行の経常収支シミュレーション



(出所) 筆者作成

日本銀行の自己資本シミュレーション



(出所) 筆者作成

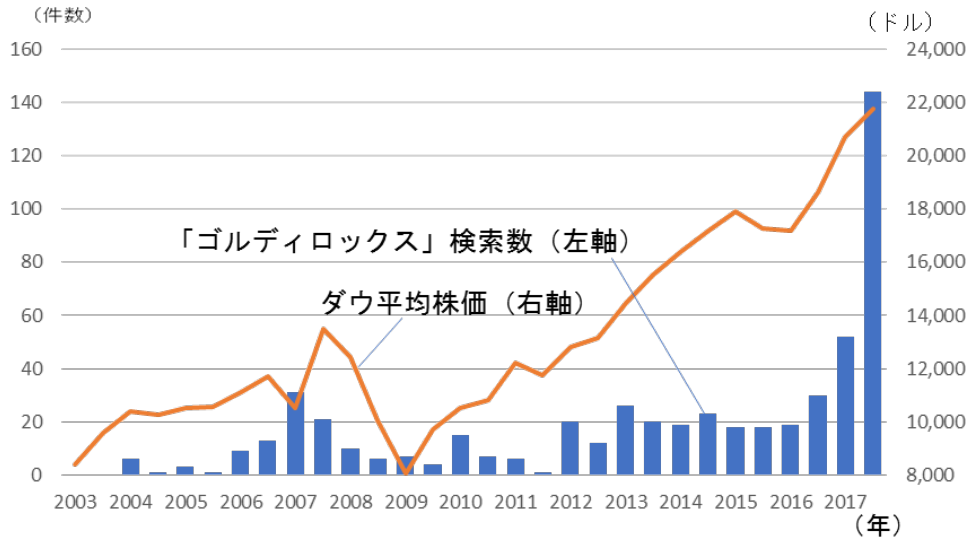
2019年度から長期国債の買入れペースを明確に縮小する正常化策を開始し、また2020年度初めから付利金利の引き上げを開始し、2022年度末に2%の水準まで引上げられることを前提に試算すると、日本銀行は2020年度から2023年度までの4年間は経常赤字に、2021年度から2025年度まで5年間、債務超過に陥る。このもとで、日本銀行の国庫納付金は最長7年間停止する可能性がある。

日本銀行の経常赤字、自己資本毀損は問題ない？

- ①政策金利を引上げる正常化過程で日本銀行の収益が悪化し、国庫納付金が減少あるいは滞る、また自己資本が減少して政府による公的資金注入が実施されれば、国民負担が発生し、政治的スキャンダルへと発展。日本銀行の独立性が脅かされる事態に。「中央銀行は長期的には収益（シニョレッジ）をあげることができるため問題はない」との議論は成り立たない。
- ②日本銀行は財務の健全性の維持を重視し、会計規定で10%の自己資本比率を目標にしている。このもとで日本銀行が悪化した財務を自ら立て直すとの見方が広がると、インフレ率が高まるもとでも短期金利を引上げず、バランスシートの拡大を続けるもとで長期金利の上昇を容認することを通じて収益（シニョレッジ）を増加させ、物価安定目標の優先順位が低下するとの金融市場の観測に繋がる。これは、円安、金利上昇などの市場の不安定化をもたらす。
- ③自己資本の毀損が深刻になり、政府からの公的資金受け入れが議論される状況になると、日本銀行は i) 独立性を犠牲に公的資金受け入れを通じて財務体質の改善を図る、ii) 物価安定の使命を犠牲にして、自ら財務の健全化を目指す、という究極の選択を迫られる。

金融政策正常化のもとで進む市場の楽観論

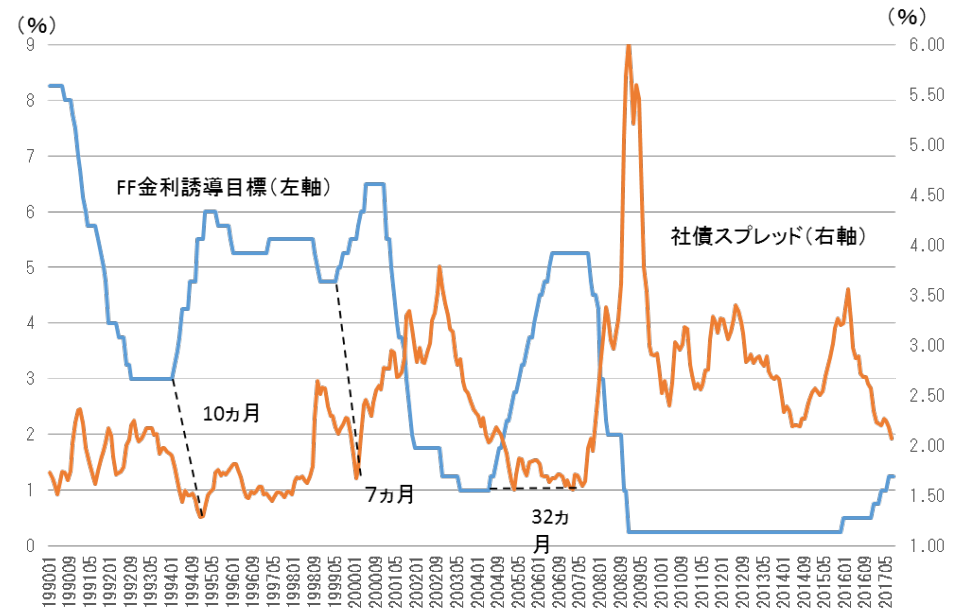
「ゴルディロックス(適温経済・相場)」



(注) 日経テレコンを用いた「ゴルディロックス」という単語の検索件数。最新2017年下期は7-9月期の実績の2倍

(出所) 日経テレコンより野村総合研究所作成

米国金融政策と社債スプレッド



(注) 社債スプレッドはBaa格社債利回り(ムーディーズ社)と10年財務省証券利回りとの格差

(出所) ムーディーズ社、セントルイス連銀から野村総合研究所作成

景気の強さが適度な状況を意味する「ゴルディロックス(適温経済・相場)」のもと、先行きの金融緩和策の縮小、金融引き締めが緩やかなペースとなることで、長期金利の大幅上昇や景気悪化が生じにくいという期待と結びき、金融市場の楽観論を強めている。過去の例では、金融政策の正常化が進む中でこうした楽観論はむしろ強まりやすい

過度なリスクテイクが進むグローバル金融市場

米国ハイイールド債利回り



(注) Bank of America 米国ハイイールド債利回り

(出所) セントルイス連銀より野村総合研究所作成

過去の金融引き締め時の米国市場のボラティリティ(標準偏差の平均)

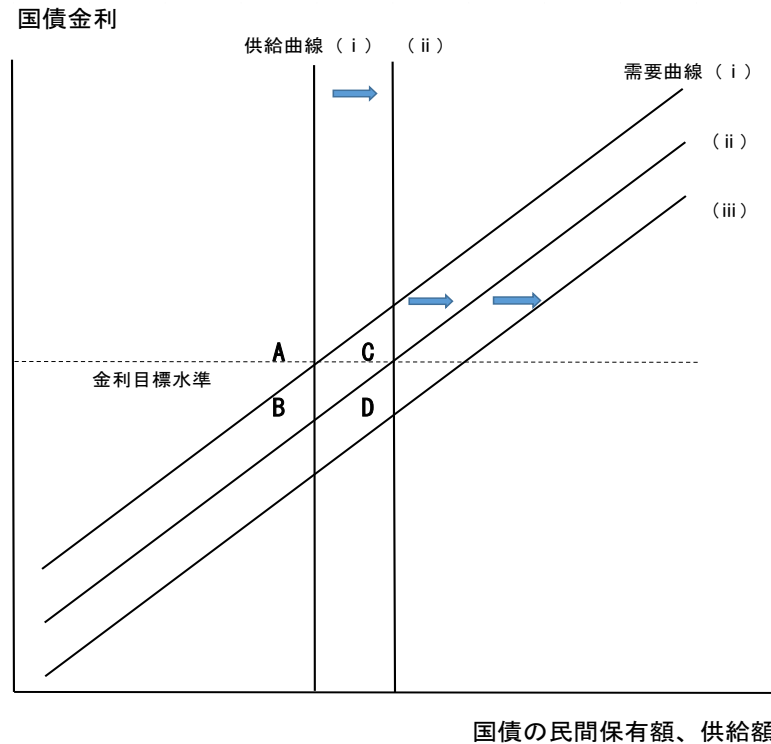
	株式(予測)	株式(実績)	債券(予測)
上限	-0.29	-0.13	0.43
下限	-0.96	-0.70	-0.68
最新	-1.25	-1.17	-1.56

(出所) BIS Quarterly Review, September 2017より野村総合研究所作成

主要中銀の国債買い入れ策で国債利回りは異例の低水準に達し、そのもとで各種スプレッドを縮小させる形で、投資家のリスクテイクが進んでいる。国債買い入れ限界、流動性の極度な低下を受けた日本での国債市場の混乱は、グローバルな問題へと発展する可能性がある。

モデルで考えるYCCの欠陥

マイナスの経済ショック時の国債需要・供給曲線の動き



(出所) 筆者作成

需要曲線を下方にシフトさせるショックがあり、そのもとで日本銀行が金利目標を維持することで引き締め効果が生じ、それが需要曲線をさらに下方修正させる場合には、その繰り返しで均衡点が定まらない。これがYCC（イールドカーブ・コントロール）の重要な欠陥。

長期金利目標値短期化のメリット

- ① 国債買入れ増加ペースを一段と縮小させることを可能にし、日本銀行の国債買入れ策の持続性を高める。
- ② 長期、超長期の金利が上昇する形で、イールドカーブをスティープ化させる。これは金融機関の収益を改善させ、金融仲介機能の回復を助ける。
- ③ 日本銀行が保有する国債の平均残存期間が縮小するため、将来、償還見合いで国債保有残高を迅速に削減させることができる。
- ④ 日本銀行が保有する国債の平均残存期間が縮小すれば、将来、付利金利を引き上げる正常化の際に、低金利の国債をより高い金利の国債に迅速に置き換えることで日本銀行の利子収入が早期に高まり、収益の悪化を軽減することができる。
- ⑤ 第5に、将来の正常化も視野に入れると、短めの長期国債の利回りの安定確保は、保有国債の平均残存期間がそれに概ね対応する銀行、とりわけ地域銀行の財務の安定維持に貢献する。
- ⑥ 10年0%程度の目標金利水準を5年0%程度と維持すれば、政策変更にならず、2%の物価安定目標達成との整合性が維持される。