

## 金融市場パネル 2017年度コンファレンス

---

# 日銀の金融政策の20年

2018年 3月19日

みずほ総合研究所

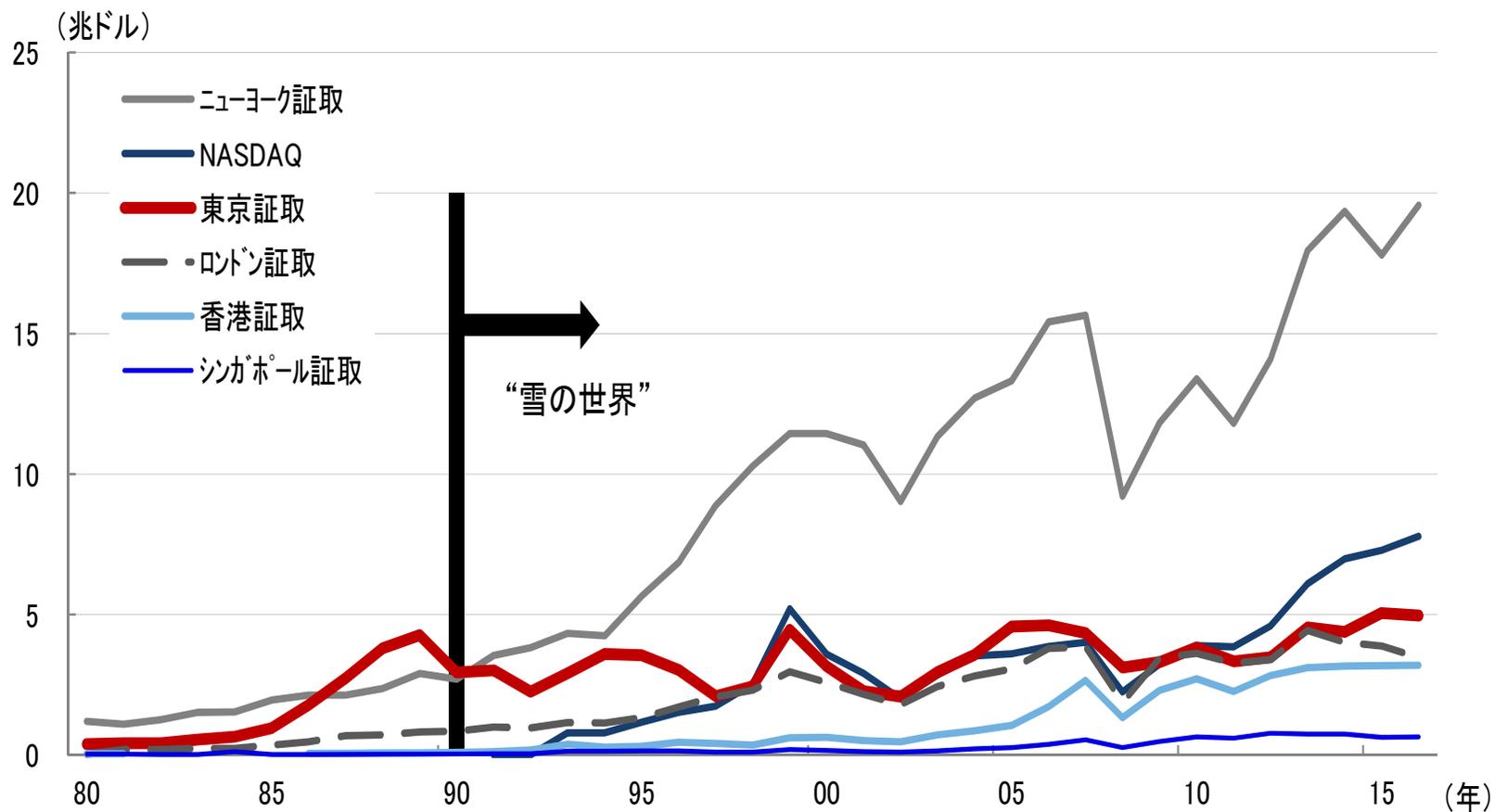
専務執行役員 チーフエコノミスト

高田 創



# 「アナと雪の女王」と他から取り残された日本、「アベと雪の女王」で雪は溶けるか

【 主要な金融センターの株式時価総額の推移 】

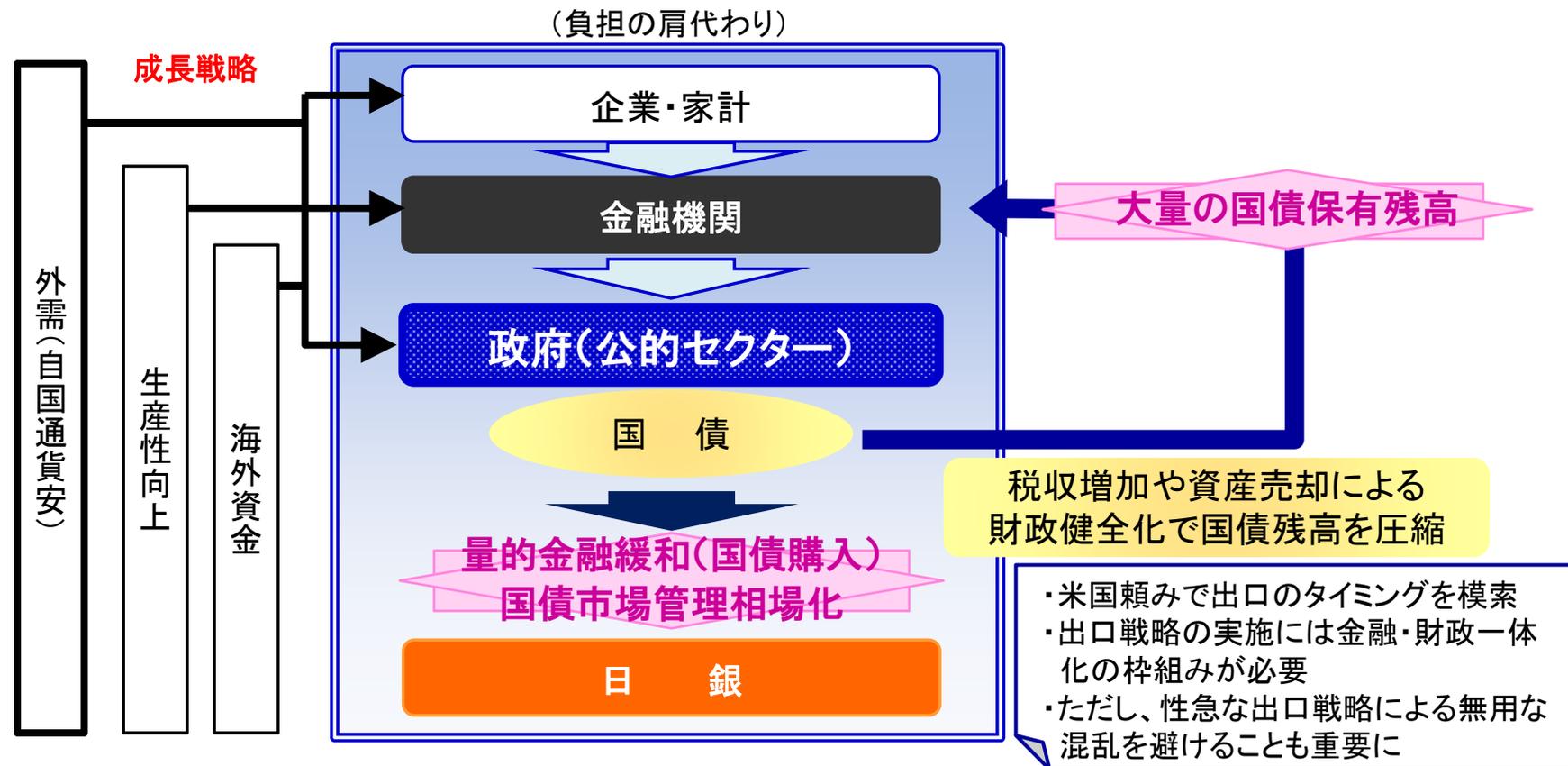


(資料) World Federations of Exchanges

# バランスシート調整のプロセス

- バランスシート調整のプロセスで過剰債務の身代わり地蔵の国債の塊の肩代わりに
  - ・ 大量に保有した民間金融機関から日銀にシフトした負担

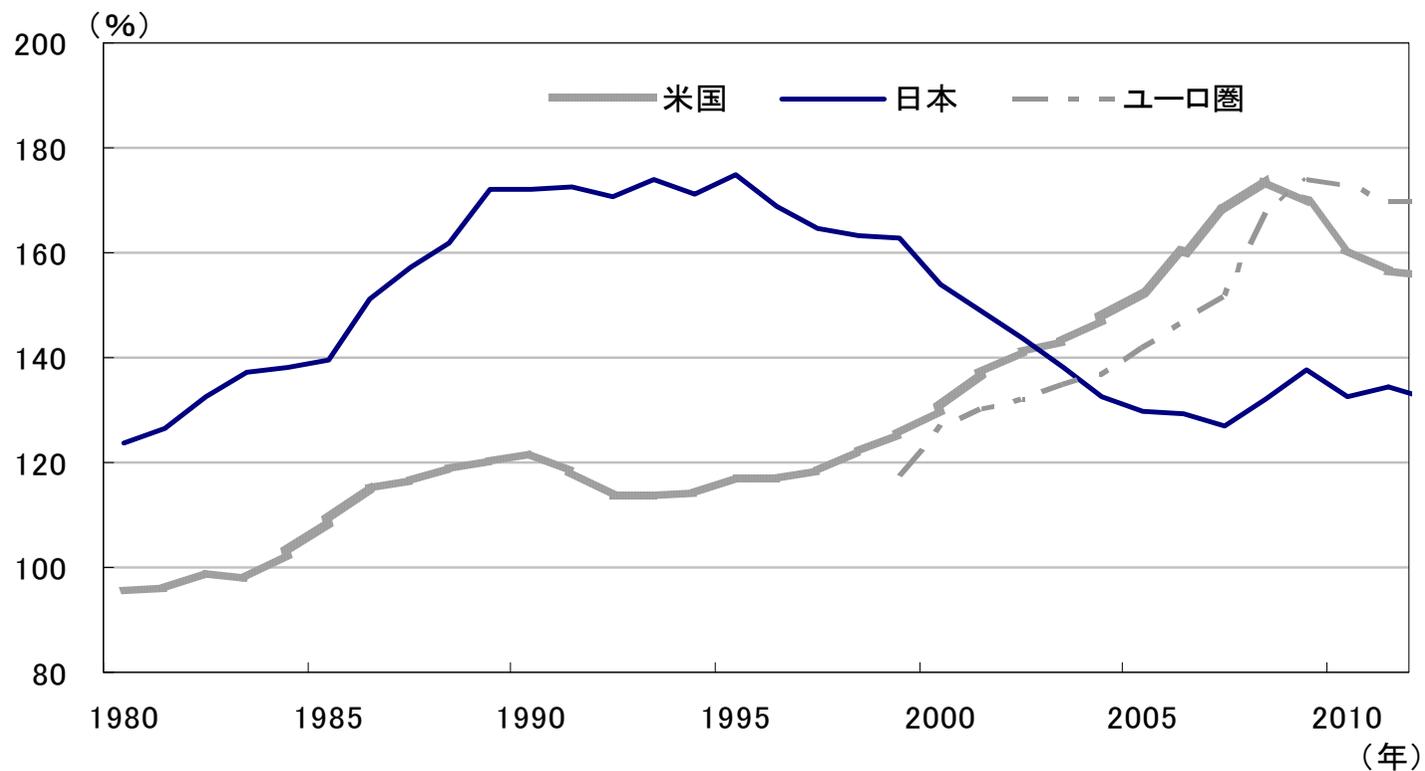
【バランスシート調整における負担転換と出口戦略】



(資料)みずほ総合研究所作成

# バランスシート調整の起点は日本が1990年、欧米は2007年

【民間債務対名目GDP比率】

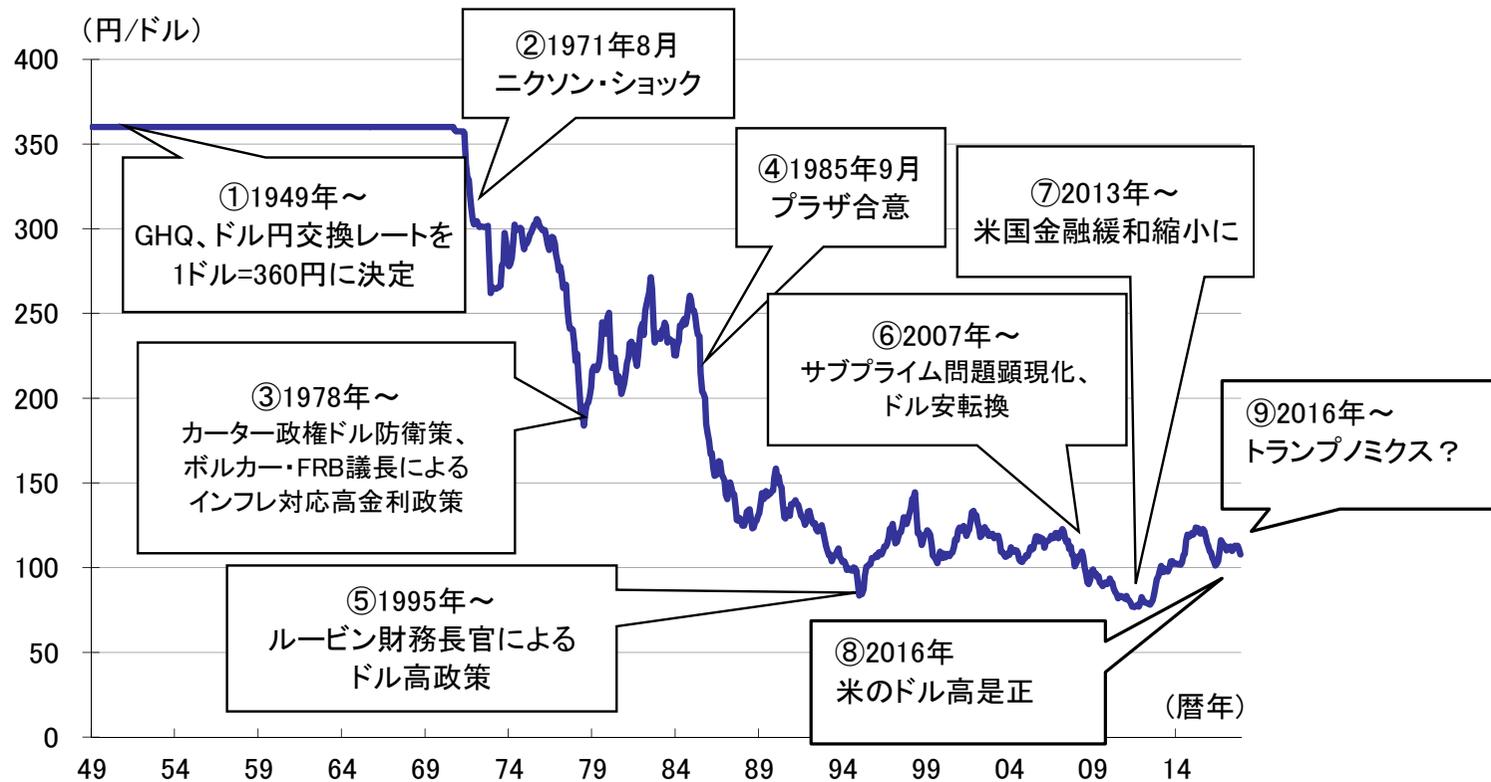


(注)米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業+家計として算出。  
(資料)Haver、内閣府、Eurostat、欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

# 円ドル相場の歴史は米国の為替政策(達磨さんが転んだ)でバブル崩壊でも円高

- ドル円相場の長期トレンドは、米国の通貨政策により決定されてきた歴史
- 2012年末からのドル高転換は、米国の為替政策転換と日米関係の転換

【戦後のドル円推移】

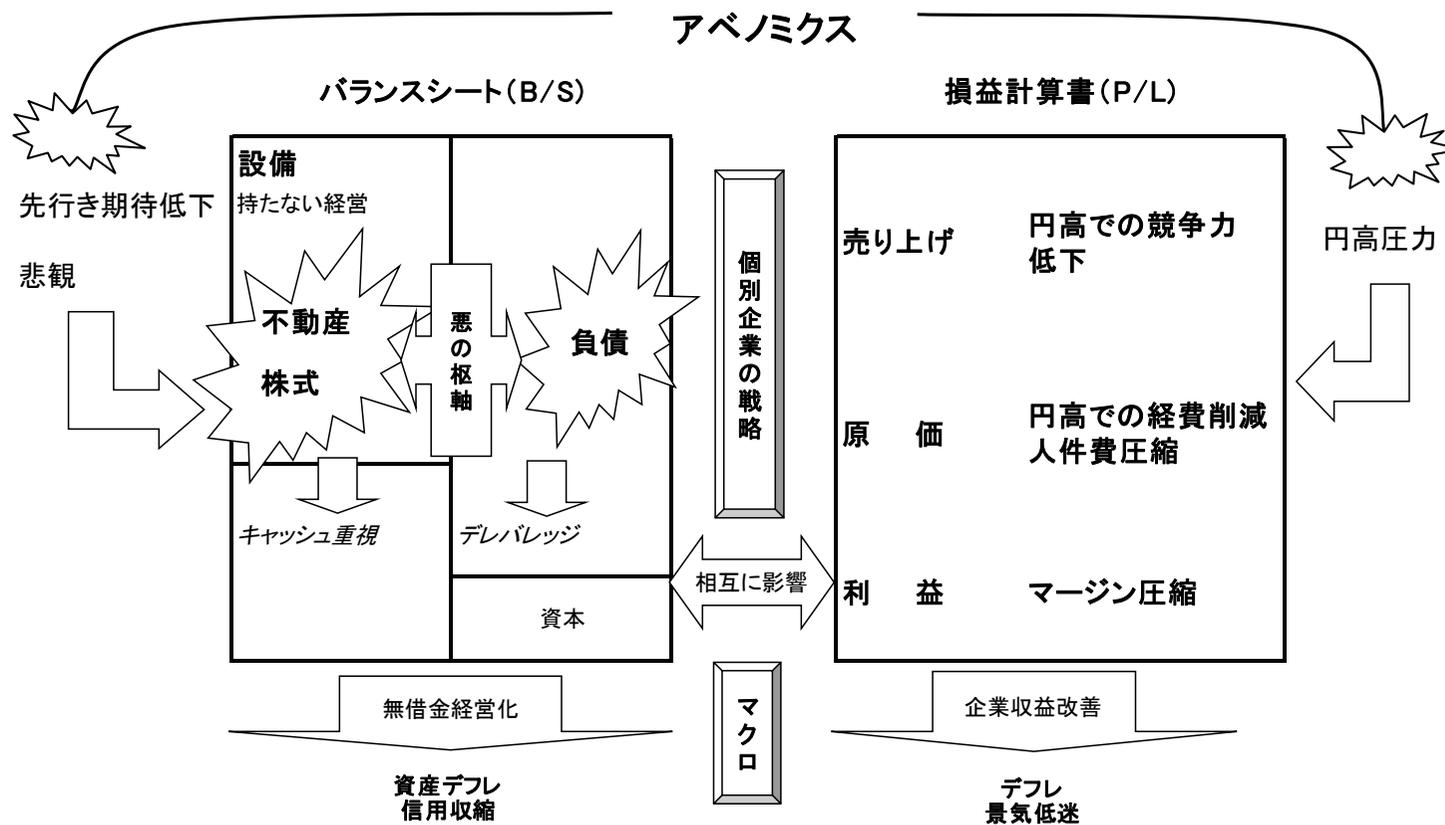


(資料) Bloombergよりみずほ総合研究所作成

# 資産デフレと円高の中の生き残り策は、持たない経営とリストラ

- 日本経済は1990年代以降のバブル崩壊以降によりデフレ均衡に。個別企業の生き残りをかけた戦略がマクロベースでは「合成の誤謬」として資産デフレとフローのデフレを招く
- バランスシート調整により先行き期待が屈折。企業は資産と債務を圧縮。円高不安を抱え続けるとともに、株・不動産と負債を「悪の枢軸」として意識するバイアスがかかる

【 バブル崩壊後の日本企業の生き残り戦略の概念図 】



(資料)みずほ総合研究所作成

## 草食系と肉食系

### 【 草食系と肉食系 】

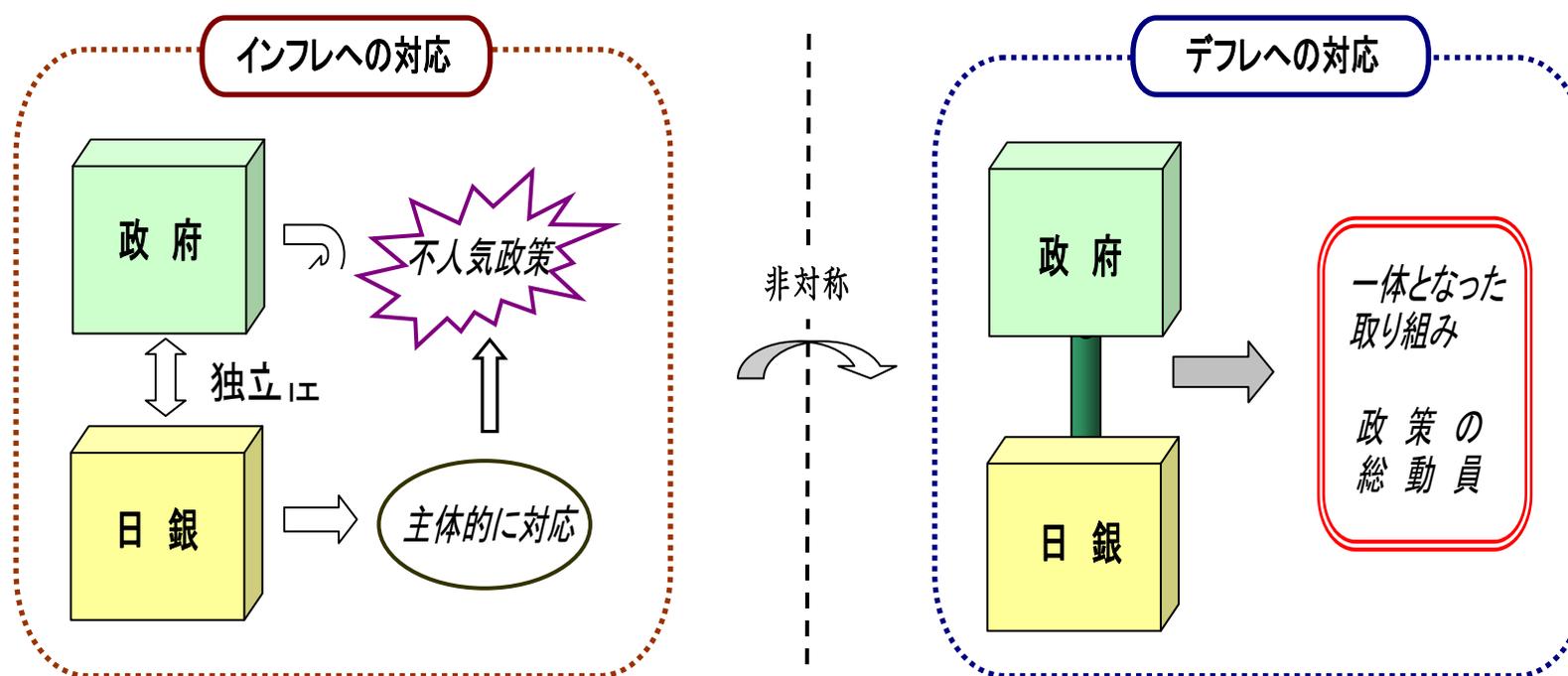
	草食系(herbivore)	肉食系(carnivore)
社会行動	期待水準引き下げ 縮小均衡	理想追求 拡大基調
財務行動	デ・レバレッジ	レバレッジ
物価行動	デフレ・マインド	インフレ・マインド
個人行動	草食系男子	エコノミック・アニマル

(資料)みずほ総合研究所

# インフレ対応とデフレ対応の非対称性

- 日本銀行の総括的検証(16年9月)では、物価安定目標未達の要因として、適合的な期待形成の要素の強さを挙げる
- インフレとデフレに対しては対応が異なり、非対称性が存在
  - ・ インフレは利上げで対応可能だが、デフレへの対応では、適合的な期待形成のなかで落ち込んだマインドを元に戻すことは極めて困難で早期には解決しにくい。ここでの対応には、独立性よりも政府と一体となった政策総動員が重要に

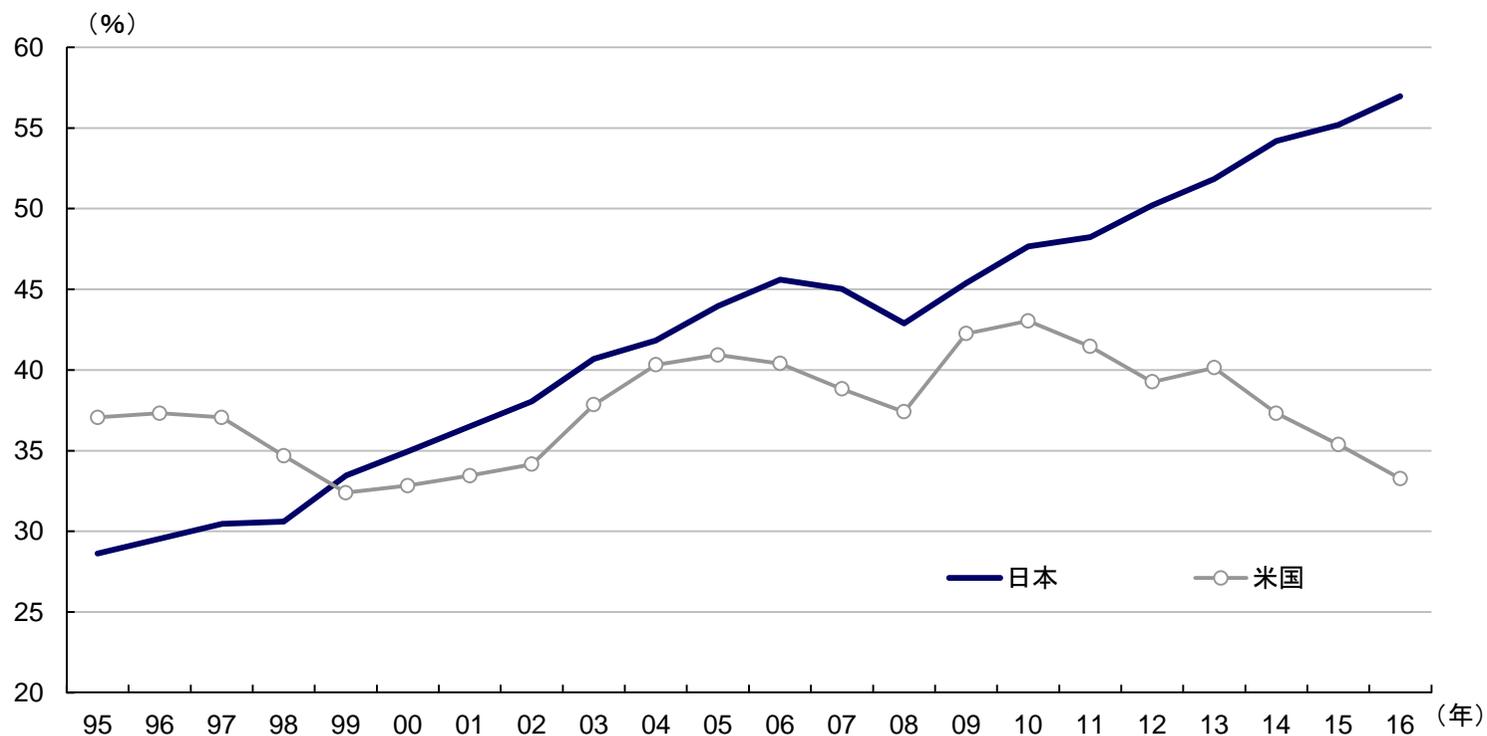
【 インフレとデフレの非対称性 】



(資料)みずほ総合研究所

# 日本企業の財務体質の改善

【日米の実質無借金会社比率推移】



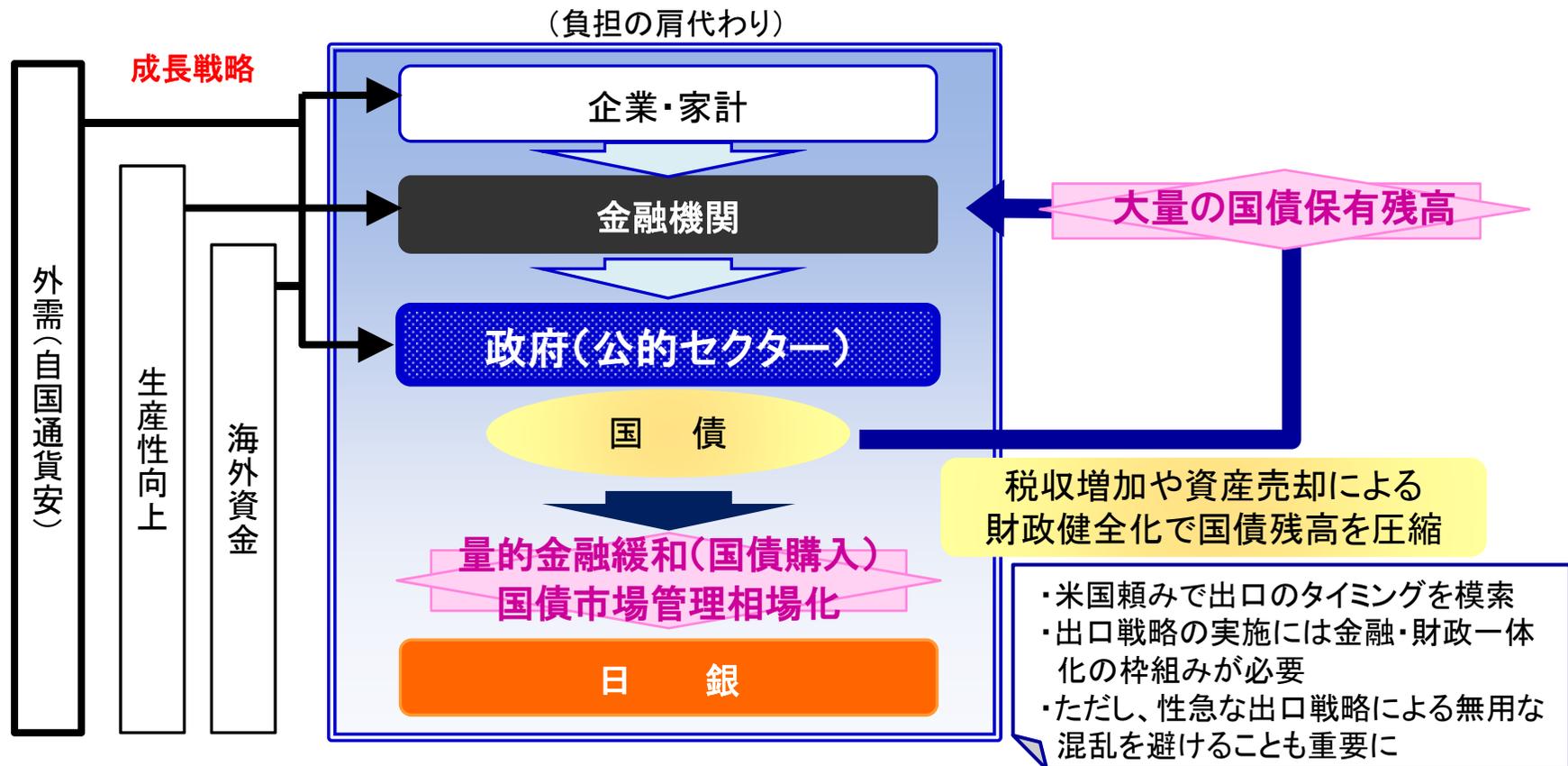
(注)調査対象は金融を除く上場企業 日本:1,408社、米国:1,136社。

(資料)NEEDS-FQ、OSIRISよりみずほ総合研究所作成

# なぜ、日銀－財政－金融機関は国債で結ばれるか

- バランスシート調整のプロセスで過剰債務の身代わり地蔵の国債の塊の肩代わりに
  - ・ 大量に保有した民間金融機関から日銀にシフトした負担

【バランスシート調整における負担転換と出口戦略】



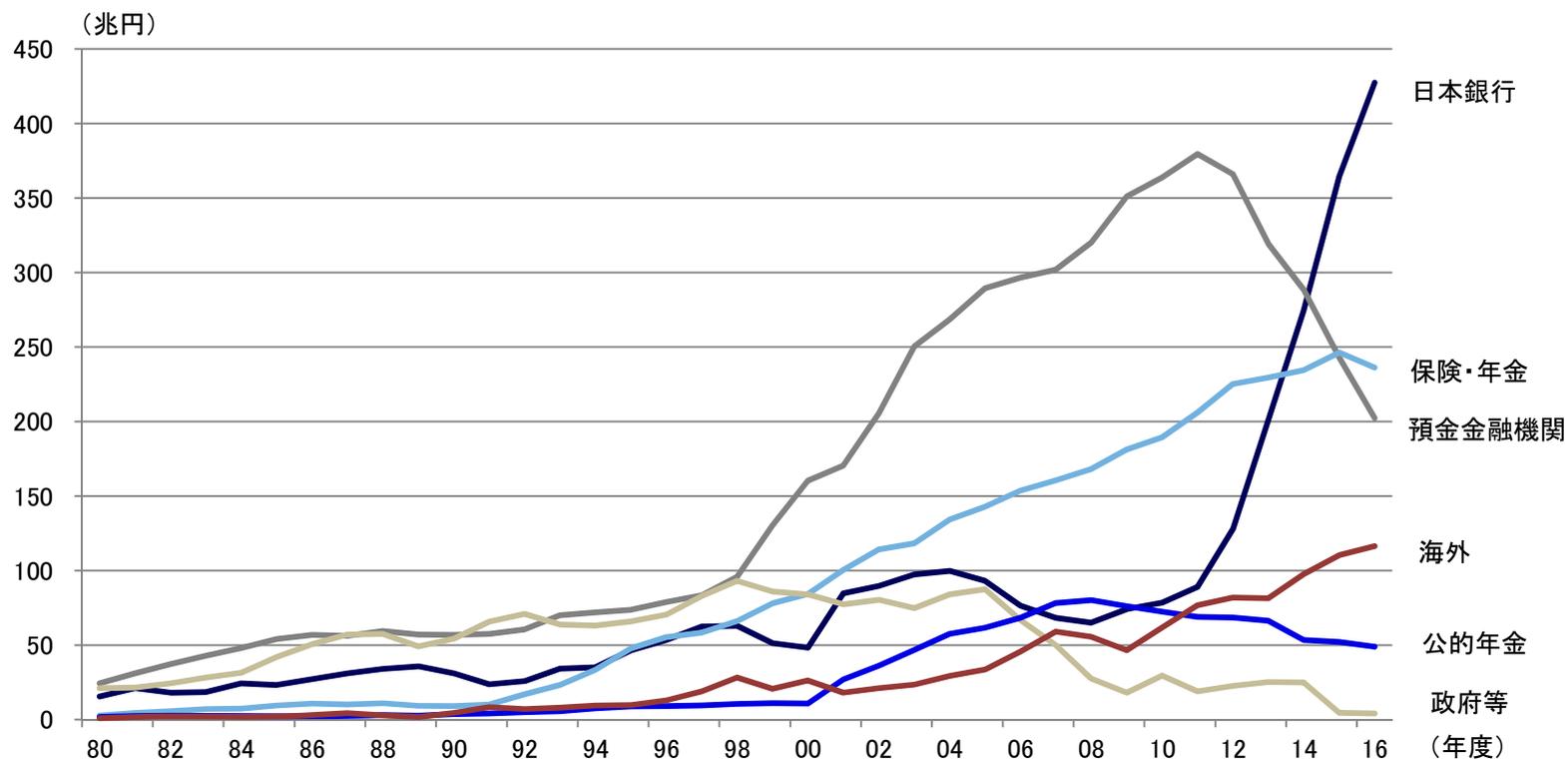
(資料)みずほ総合研究所作成

## 最大の国債保有者は銀行から日銀に

### ○ 最大保有者は銀行から日銀に

- ・ 2013年以降、それまで最大の投資家であった銀行は最大の売り手となり、保有残高の圧縮を進める状況

【日本国債の保有残高推移】



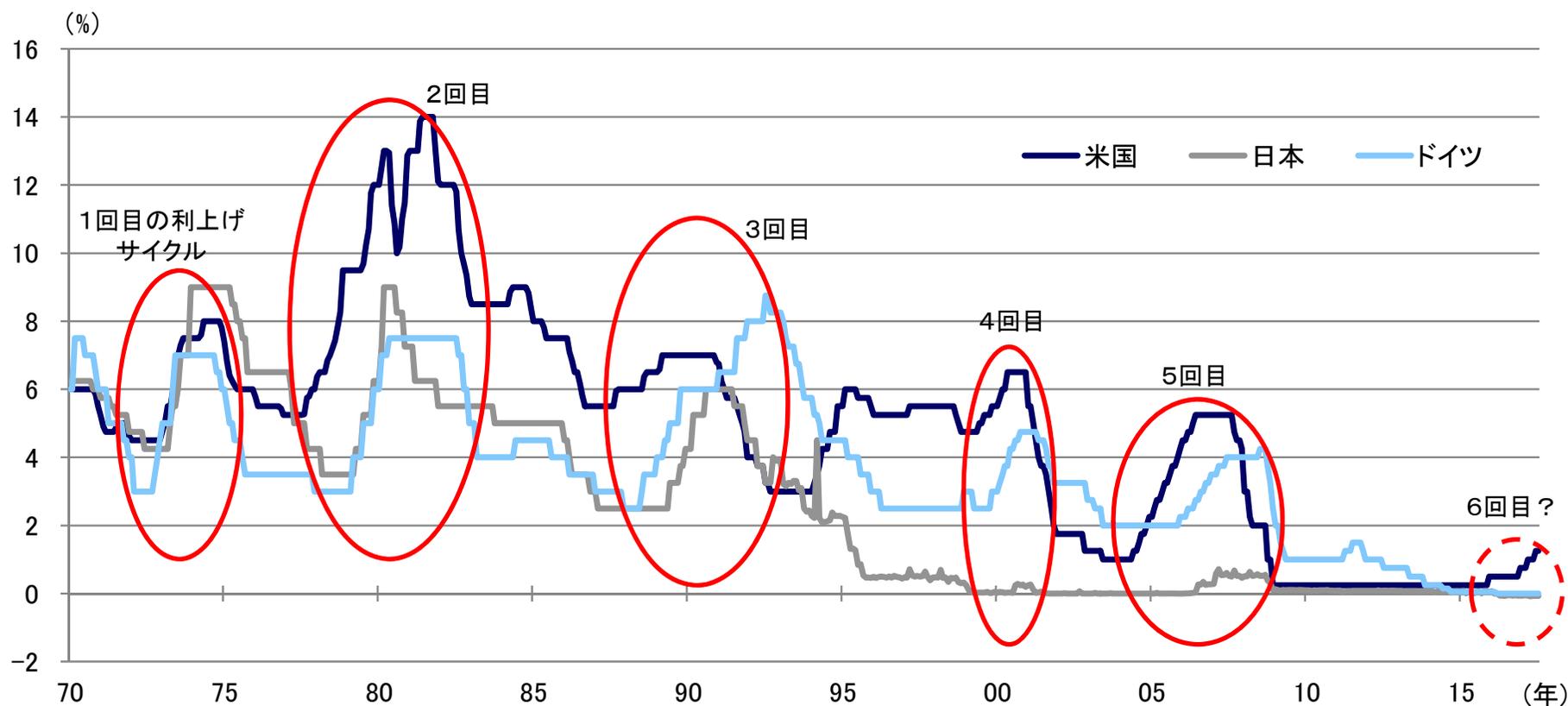
(注) 国債・財投債と国庫短期証券の合計。政府等は一般政府と公的金融機関の合計から公的年金を控除した数字。

(資料) 日本銀行より、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年代後半の引き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可能性も

【日米欧の政策金利】



(注) ドイツの政策金利は1999年よりECBの主要政策金利を表示

(資料) Bloomberg等より、みずほ総合研究所作成

## 日銀の不都合な真実 「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が利下げに転じれば、日銀は利上げが困難となる可能性が高く、出口戦略の猶予期間は限定

### 【 金融市場の「5回のジンクス」と6回目の展望 】

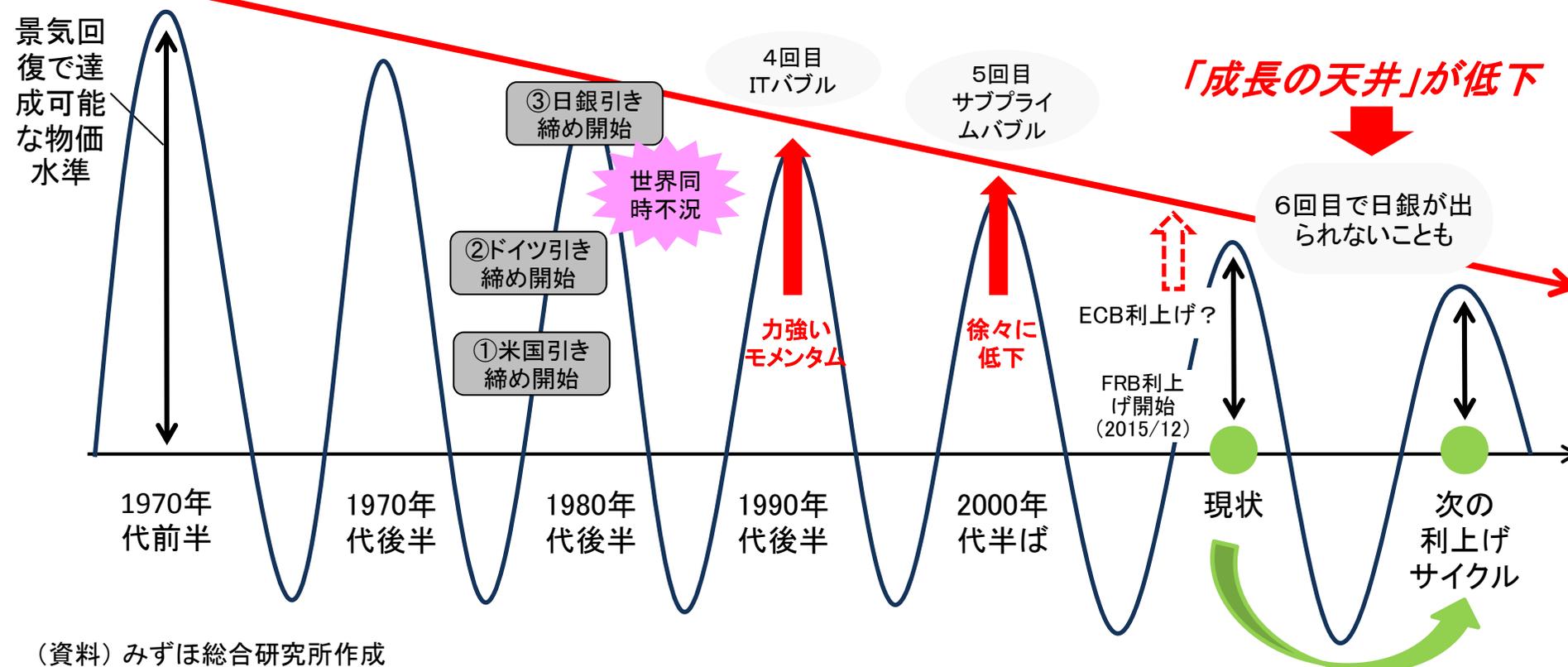
	米国引き締め開始時 公定歩合	ドイツ(ECB)引き締め 開始時公定歩合	日本の引き締め 開始時公定歩合	日本利上げ後の環境	原油価格動向
1回目 1970年代 前半	1973/1(二番目) 4.5% → 5%	1972/10(最初) 3% → 3.5%	1973/4(最後) 4.25% → 5%	74年から世界的不況 独ヘルシュタット銀行 問題	第一次 石油危機
2回目 1970年代 後半	1977/8(最初) 5.25% → 5.75%	1979/3(二番目) 3% → 4%	1979/4(最後) 3.5% → 4.25%	80年以降 世界的減速 ラ米問題	第二次 石油危機
3回目 1980年代 後半	1987/9(最初) 5.5% → 6%	1988/7(二番目) 2.5% → 3%	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	1999/6(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

# 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

- 日銀の過去の利上げ局面時における世界的回復モーメントムと比べ、足元の世界経済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

【 世界経済の景気波動と金融引き締めサイクル(イメージ) 】



## 「三位一体構造」の総括 シミュレーション結果のまとめ

- 最大のリスクはケース①の「永遠に続くゼロ」、過度な利上げのケース⑧も困難、現実的な選択枝はケース④～⑦

【日銀・財政・金融機関から見た出口シナリオの総括表】

	シナリオ	日銀への影響	評価	財政への影響	評価	金融機関への影響	評価
①	金利は現状維持	国債運用利回り低下により2025年度以降収支赤字	× ×	景気低迷による財政悪化を低金利で抑制。ただしPB黒字化は困難	×	収益減少が続き、金融機関経営は厳しさを増す	× ×
②	収支均衡ペースで利上げ・YCC維持	収支の赤字は回避。ただし利上げペースは緩慢	○	PB黒字化は遅いが、国債発行額は減少	○	収益は2015年度並みに回復する程度。有証含み損は小幅	×
③	緩やかな利上げ・YCC維持・BS縮小	収支の赤字は一時的	△	PB黒字化は遅いが、国債発行額は減少	○	収益は一旦回復後、再び2015年度を下回る水準で減少傾向へ	×
④	緩やかな利上げ・YCC解除	収支の赤字は一時的	△	PB黒字化は早く、公債/GDPも低下	○	収益は緩やかに改善。有証含み損も小幅	○
⑤	累損を回避するペースで利上げ	収支は赤字も、債務超過は回避	△	PB黒字化は早く、公債/GDPも低下	○	収益は緩やかに改善。一時的に有証含み損が拡大	△
⑥	急速な利上げ	収支は大幅に赤字。債務超過に	×	PB黒字化は早く、公債/GDPも低下	○	収益は2015年度を上回る水準。一時的に有証含み損が拡大	△
⑦	急速な利上げ・BS縮小	収支は大幅に赤字。債務超過に	×	PB黒字化は早く、公債/GDPも低下	○	収益は2015年度を上回る水準。有証含み損益の変動大	△
⑧	バブル崩壊前の急速なペースで利上げ	収支は一時的に大幅赤字と債務超過に	×	PB黒字化は早い、公債/GDPは悪化傾向	×	収益は大幅に改善するが有証含み損が急拡大	×

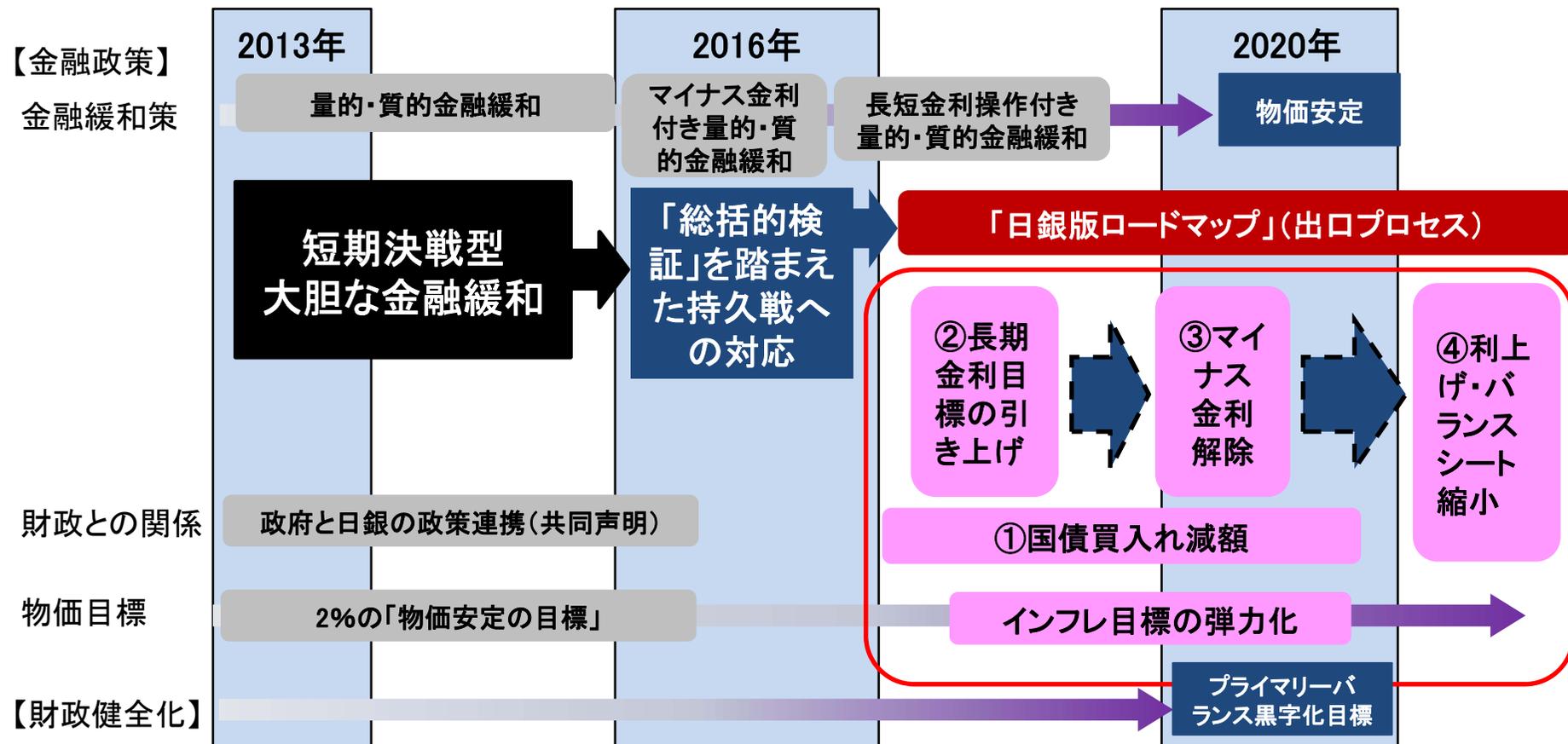
(注) シナリオ: YCCはイールドカーブ・コントロール、BSはバランスシート。財政への影響: PBIはプライマリーバランス、公債/GDPは公債等残高対GDP比。金融機関への影響: 収益は実質業務純益

(資料) みずほ総合研究所

# 「日銀版ロードマップ」: 総力戦で出口に向かうための道筋を形成

- 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する必要。物価目標の位置づけや長期金利目標水準の検討など、新総裁のもと総括的検証第2弾が実施される可能性

【 アベノミクスにおける金融財政政策のロードマップ 】

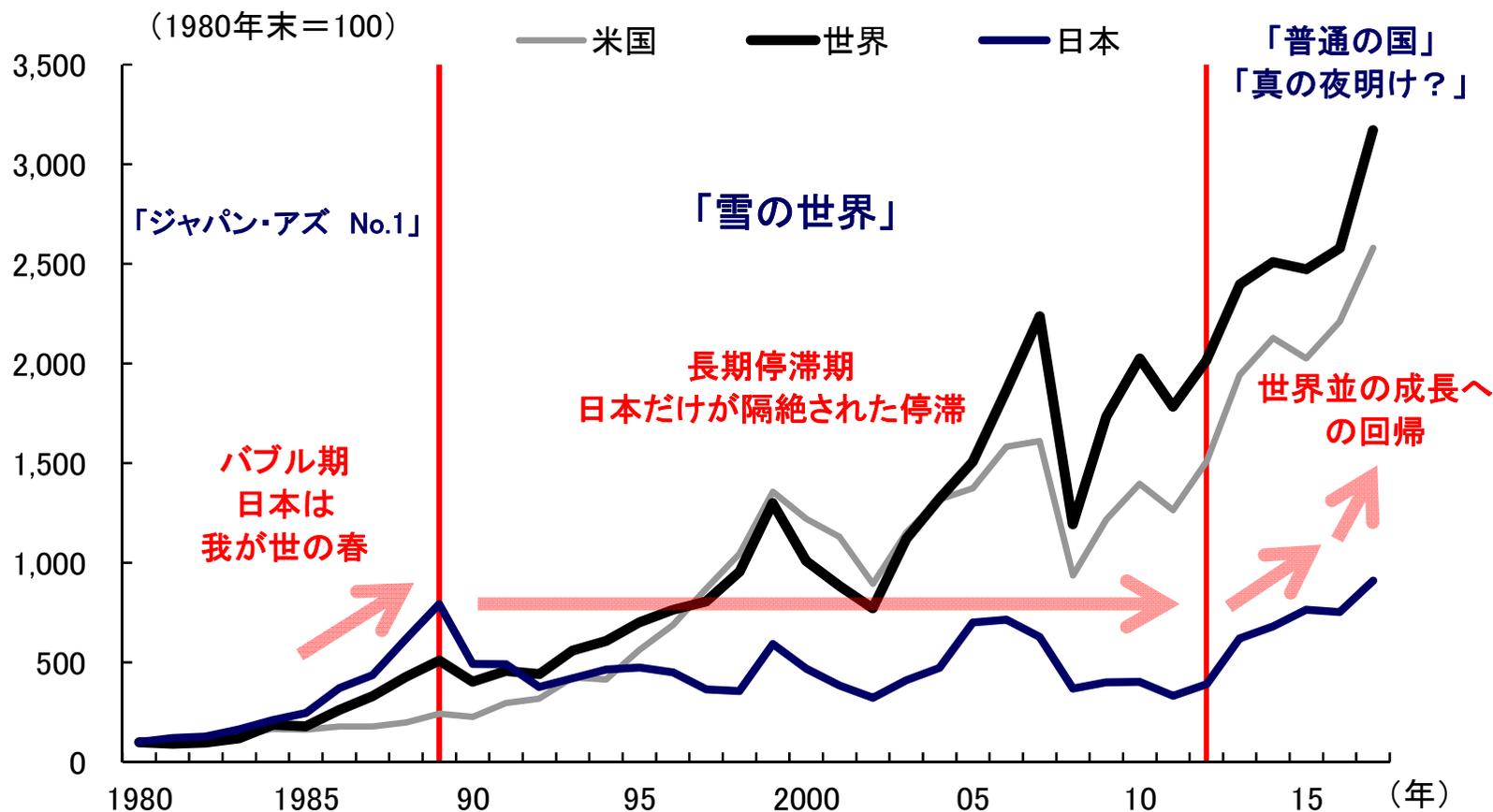


(資料) みずほ総合研究所作成

# 日本の「雪の時代」の行方

○ 1980年代「ジャパンアズNo.1」、90年代以降の「雪の世界」、足元は「普通の国」への転換

【株式時価総額の推移】



(注)2017年は日本を除き推計値。

(資料)WFE、Bloomberg、東京証券取引所より、みずほ総合研究所作成

---

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。