

日銀は出口戦略に向けた議論を早急に開始せよ

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

1.はじめに

欧米諸国の金融政策が転機を迎えている。米国では年内にバランスシート縮小が開始され、ECB では秋頃にもテーパリング方針が示される可能性が高まっている。英国でも今後、利上げの議論が開始される見込みであり、各国が前例のない金融緩和策からの出口への歩みを着実に進めようとしている。これに反応して、欧米の長期金利はジリ高基調に転じている。一方、日本では出口がいつになるのかが全く見えない状況で、出口戦略についての議論すら封印されたままだ。以下では、日米欧の金融政策の行方を展望するとともに、日銀の大規模金融緩和の長期化に伴う潜在的なリスクについて警鐘を鳴らしたい。

2.米国は9月にもバランスシート縮小を開始か

米国では、6月14日のFOMCで、0.25%の利上げとともに、バランスシート縮小計画が公表され、その後の記者会見で、イエレンFRB議長が「比較的早期にバランスシートの縮小を開始する」と明言。市場では、9月にも縮小が始まるのではないかとの見方が有力となっており、長期金利(10年物国債利回り)がジリ高基調に転じている(7月7日時点では2.39%まで上昇)。

米国では、これまで出口戦略として、(1)テーパリング(国債・MBS等の債券購入の段階的縮小、2014年1月～10月)、(2)利上げ(2015年12月～)、(3)バランスシートの縮小(2017年9月～?)、という3段階のプロセスで出口への歩みを進めてきた。本年12月にも追加利上げが予想されており、利上げプロセスはまだ終了していないと見られるが、いよいよ最終ステージであるバランスシート縮小に向かい始める。

公表されたバランスシート縮小計画では、(1)米国債の再投資停止額をまず月間60億ドル、3ヶ月毎に60億ドルずつ増加させる、(2)MBS等の債券への再投資停止も同様にまず月間40億ドル、同3ヶ月ごとに40億ドル増加させる、(3)合計で月間当初100億ドル、3ヶ月ごとに100億ドルずつ再投資の停止を増加させる形でバランスシートを縮小させるものだ。これは、年間3,000億ドルペースに相当するが、FRBのバランスシートが現在4.5兆ドルに膨れ上がっており、量的緩和(QE)開始時点では9,000億ドルだったことを考えると、縮小ペースは極めて緩やかだといえよう。このペースでの縮小なら、QE開始時点のレベルまで縮小するのは、7年後の2024年になるからだ。米国では、6年間にわたる量的緩和を完全に終了させるのに、実に11年の年月をかけることになる。

3.欧州でも出口に向かい始める機運が高まる

欧州でも、6月27日にドラギECB総裁が「デフレの脅威は過ぎ去った」「デフレ圧力はリフレ圧力に変化している」と発言し、市場では早ければ9月の理事会でテーパリングの方針が示されるのではないかと観測が浮上している。出口戦略に慎重なドラギ総裁の発言だけに、市場では驚きを持って受け止められ、ユーロ高、長期金利の上昇基調につながった。た

だし、ドラギ総裁は「かなりの金融緩和が依然必要」とも言及しており、2017年12月までと設定されている量的緩和の期限延長もあり得るだろう。欧州経済は、着実に景気回復が進んでおり、一頃と比べると Brexit リスクやフランス大統領選挙等の政治リスクも大きく顕在化せずに済むなど、景気・物価の下振れリスクはかなり低下している。もはや量を拡大する方向での追加緩和の選択肢は無くなったと見るべきだろう。

すでに2012年12月にテーパリングを終えている英国でもカーニー総裁が6月28日の講演で「英国経済が好調なら金融刺激策の一部撤回が必要になる公算が大きい」「今後数カ月以内に利上げの議論を行う可能性がある」と述べ、条件付きながらも BOE が利上げの方向に舵を切る可能性が高まっている。

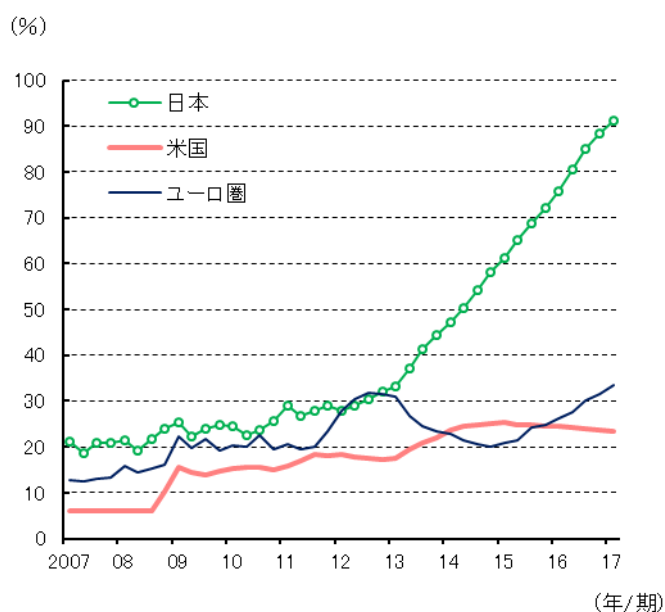
ECB は出口の第1段階にこれから着手する一方、英国は第2段階の利上げに向かうなど、米国には遅れているものの、いずれにしても欧州も出口に向かって着実に歩みを進めているといえよう。

4.日本は出口が全く見えない状況

これに対して、日本では量から金利への操作目標の変更があったにもかかわらず、「年間80兆円を目途に国債を購入する」という基本方針がなお堅持され、出口はいつ頃になるのか全く見えない状況にある。日米欧の中央銀行のバランスシート規模(対名目GDP比率)を比較すると、テーパリングを終えた米国が23.4%から縮小に向かい、これからテーパリングに向かう欧州は33.5%となお拡大中であるのに対して、日本は実に91.2%に達しており、この拡大がいつ止まるのかは全く分からない状況にある(図表)。

先月15・16日の日銀金融政策決定会合後の黒田総裁の記者会見でも出口論への具体

日米欧中央銀行のバランスシート(対名目GDP比率)



(資料)日銀、内閣府、米FRB、商務省、ECB、Eurostat

的言及はなく、却って市場の混乱を招きかねないとして、時期尚早を繰り返すばかりであった。振り返って、2013年4月の量的・質的緩和導入、14年10月の量的・質的緩和拡大を経

て、2016年1月のマイナス金利導入、2016年10月の長短金利操作付き量的・質的緩和から現在に至るまで、前例のない大胆な金融緩和はすでに4年を超えている。しかし、コア消費者物価の上昇率は本年5月時点でも0.4%に止まり、目立った物価上昇圧力は出てきていない。日銀は「2018年度頃」に2%目標を達成できるとしているが、民間予測機関の2018年度消費者物価見通し(ESPフォーキャスト)は0.99%に止まっており、日銀の見方とのかい離が大きい。景気(実質GDP)の予想は日銀の方がやや強気なものの、物価見通し程の大きなギャップはない。失業率や有効求人倍率、需給ギャップや賃金上昇率など、物価見通しのベースとなる経済データは全く同じものを見て予測しているにもかかわらず、どうして、民間と日銀で物価見通しがこれほど異なるのかについて、日銀は真摯に説明責任を果たす必要がある。過去の日銀の物価予想がことごとく下方にはずれ、物価目標の達成時期を5度にわたって先送りしてきた事実を直視すれば、なおさらだ。このままでは、日銀の信認(Credibility)の低下は避けられない。

5. 深く静かに蓄積する潜在的リスク

日銀の国債保有残高は、427兆円(2016年6月末)、うち長期国債は393兆円と国債発行残高の45%に達し、バランスシートの拡大に歯止めがかかっていない。対GDP比率が100%を超えるのはもはや時間の問題だ。しかも、マネタリーベースの拡大が日銀の宣言通り、「物価上昇率の実績が安定的に2%を超えるまで続く」とすれば、客観的に見て、向こう数年以上、バランスシートは拡大を続けることは間違いない。

こうした状況が見込まれる中で、未だ出口戦略に関する議論すら封印していることは、将来に大きな禍根を残しかねない。日銀は、すでに以下の3つの潜在的リスクを蓄積しており、これをこのまま「見て見ぬふり」を続けることは許されない。

第1に、日銀の保有する国債には償還差損が生じている。これは、日銀が額面よりも高い値段で市場から国債を購入したために生じる損失だ。すでに2016年度決算でも▲1.3兆円の償却負担が生じているが、筆者の計算では、保有国債の満期が到来した際の償還差損の累計額は、▲9.9兆円に達している。これは、日銀の広義自己資本8.0兆円を上回る規模だ。日銀は償却原価法で評価するため、毎年の差損は受取利息でカバーできる範囲内に止まっており、すぐさま日銀が赤字決算に陥ることはないが、マイナス金利導入以降、差損は急拡大しており、今後とも金融緩和が続く限り、差損は拡大し続ける。

第2に、将来、日銀が出口に向かう際に不可避的に生じる長期金利上昇による評価損(含み損)だ。これは、日銀自身も総裁、副総裁の国会答弁の中で示しているが、1%の長期金利上昇で実に▲23.8兆円もの巨額に上る。もちろん、日銀は国債を満期まで保有し続けるため、こうした評価損は、実損にはならない。しかし、時価評価を求められる民間金融機関にとっては、急激な金利上昇の痛手は計り知れないほどに大きい。この痛手を緩和しようと日銀が民間金融機関からの国債購入を増やすならば、日銀は永遠に出口に出られないことになる。つまり、出口戦略に向かう場合に、その時期や手法、ペースなどに関する情報を予め市場に示さない場合、長期金利の急騰が十分起きうるということに留意する必要がある。

第3は、将来の利上げ局面移行時における逆ザヤの問題だ。現在、日銀の保有する国債の平均利回りは、わずか0.3%に過ぎない。これは将来、政策金利(=準備預金への付利)を

0.3%以上に引き上げただけで、容易に日銀が逆ザヤに陥ることを意味している。そのインパクトは想像を絶する。仮に、現在の米国のレベルに近い 1%まで利上げした場合、現在のバランスシート規模を前提としても▲20 兆円の損失が生じる。これは評価損ではなく、実損だ。仮に、2020 年度までバランスシートを拡大し続ければ、この損失は▲48 兆円に拡大すると試算される。黒田総裁は、記者会見での質問に答える形で、「日銀の財務が赤字に陥ることは前提次第であり得るが、あくまで一時的なものであり、日銀には通貨発行益があり、長期的には収益を確保できる」と答えた。しかし、これだけの規模の損失を計上するには、数年程度の赤字決算では済まず、日銀の自己資本が毀損され、政府による大規模な公的資本注入が必要となることは疑いない。少なくとも日銀は、こうした潜在的リスクに対する議論や対応策に関する情報発信を躊躇してはならない。

6.FRB の出口戦略に関する情報発信に学ぶ必要

この点、6 年間にわたる量的緩和を終了し、着々と出口戦略を進めている米国 FRB に見習うべき点は少なくない。

まず米国は、出口戦略実施の時期、手順、手法などについて、量的緩和 4 年目の 2012 年 12 月の FOMC で議論を開始し、その内容を議事録で公開した。実際のテーパリング開始は 2014 年 1 月であり、2 年以上前に議論を開始したことになる。また、将来の利上げ局面における FRB の財務への影響についても、2012 年 12 月の FOMC で議論され、翌 2013 年 1 月に FRB スタッフによるディスカッションペーパーの形で、シミュレーションが公表された。

もちろん、2013 年 5 月にバーナンキ議長が議会証言でテーパリングについて言及した際に、世界の金融資本市場が大混乱に陥った、いわゆる「バーナンキ・ショック」が発生したことは記憶に新しい。これだけ用意周到な情報発信を行っても、市場は議長発言のニュアンスに敏感に反応してしまった訳だ。しかし、バーナンキの後を継いだイエレン議長はさらに慎重なスタンスを貫いてきた。利上げについて、2015 年 1 月の FOMC で議論を開始し、同 3 月にイエレン議長が利上げを示唆したものの、実際の利上げ開始は同年 12 月、2 回目の利上げは 2016 年 12 月と 1 年も間を置くなど、慎重姿勢に徹した。最近では、2017 年 3 月の FOMC でバランスシートの縮小を議論、6 月には詳細なバランスシート縮小計画を提示した。その際の記者会見では、「比較的早期にバランスシートの縮小が必要になる可能性」に言及し、9 月にも縮小開始かとの観測が浮上するなど、市場との積極的な対話に努めている。

FRB の場合、FOMC メンバーが予測する将来の政策金利見通しについて公表しており、どのようなペースで利上げが進んで行くのか、バランスシートの縮小についてもどの程度のペースで行うのかをきちんと情報発信している。FRB の 4 倍以上のバランスシート規模を持つ日銀の出口戦略がいかに困難な道のりになるのかは、想像を絶する。しかし、その影響を最小限に止め、国民負担についての理解を予め得ておく必要は、日銀の信認、日本円という通貨の信認を維持し続ける上で不可欠の課題だ。日銀は、今後の政策決定会合で出口戦略に関する議論を早急に開始することが求められる。

(2017.7.11)