

## 時論

### 日銀の出口戦略のシナリオと直面する困難

米国 FRB は、6 月の FOMC にて 4 回目の利上げを決定、併せて年内の「比較的早い時期(イエレン議長)」にバランスシート縮小に着手するとし、国債・エージェンシー債の再投資計画も公表した。

出口戦略のゴールを、①バランスシートを縮小させて負債サイドの当座預金残高を法定準備額前後まで圧縮し、②短期金融市場において、金融機関間で、通常の資金貸借取引と金利が成立するようになり、③FRB は短期金融市場の資金需給を調整することで FF レートを目標準準に誘導する—という伝統的金融政策に戻ることとすると、テーパリング(バランスシートの拡大ピッチのスローダウン)→満期償還分見合いの再投資によるバランスシート残高維持→利上げ…と進んできた FRB の出口戦略は、いよいよバランスシート縮小を目指した本格段階に入ることになる。

むしろ、今後の展開については、①国債・エージェンシー債の再投資縮減→停止→満期償還落ち—と進む過程では、価格下落(=金利上昇)圧力は高まるであろうし、②バランスシートを(売却を凍結して)満期償還落ちだけで量的緩和以前の規模まで縮小させるには 3~4 年の期間がかかり、③トランプ政権が打ち出している減税やインフラ投資拡大によって景気・物価・長期金利が上振れし、これに対応した利上げ(=当座預金付利金利の引き上げ)を強いられると、FRB の支払利息が増加し、資金収支が大幅に悪化する恐れがある。

こうしたリスクや懸念を乗り越えるためには、少なくとも今後 3 年程度の間、①米国景気は過熱も後退もしない、②インフレ率(コア PCE デフレーター、現在 1.5%)は 2019 年末でも 2% 台前半程度に収まる、③利上げは年 2~3 回のペースで実施され、FF レートは 2019 年末で目標水準である 3% にて打ち止めとなる、④トランプ政権の公約がすべて実現するわけではないので、米国長期金利(米国 10 年国債利回り)の大幅上昇は回避される(2019 年末で 3.5~4.0%)、⑤FRB の再投資減額分並びに満期償還落ち分は、米国内銀行、年金基金、投資信託、家計、海外投資家といった多様な投資家層が埋め合わせる、⑥FRB と市場との対話がスムーズに行われる—といった条件が満たされる必要がある。

これがすべて実現すると見るのは楽観的過ぎようが、FRB については曲がりなりにも相応の蓋然性のある出口戦略シナリオを描くことは可能であり、以下に述べる日銀を巡る事情と比べて、決定的に異なる点、優れている点である。

片や日銀は、6 月の金融政策決定会合で現行政策の維持を決めるとともに、出口戦略については「出口シナリオの早期開示は市場混乱を招く恐れがある(黒田総裁)」として、従来の見解から踏み出すことはなかった。

だが、我々としては思考停止のまま過ごすわけにはいかない。そこで以下では、日銀の出口戦略は基本的には FRB とほぼ同じ段取り(テーパリング→再投資→利上げ→再投資縮減・停止→満期償還落ちによるバランスシート縮小)を踏むと想定し、どのような出口戦略シナリオが描けるのか、どのような困難やリスクに直面するのか、出口に辿り着ける可能性はどのくらいあるのか、考えてみよう。

まず、次のような現実的な前提を置く。

- ① 「出口戦略」の「出口＝ゴール」は FRB と同様、「日銀当座預金残高を法定準備額前後まで減らし、日銀がオペを通じてコールレートをコントロールできるようになることとする。
- ② 日本経済は 1% 台の成長が続く。労働需給の逼迫と賃金増加を背景に、2019 年度には 1% 前後の物価上昇が実現し、その後も維持されるが、2% には届かない。
- ③ FRB の利上げと米国長期金利の上昇などにより、海外から日本の長期金利(10 年国債利回り、以下同じ)に対する上昇圧力が強まる。
- ④ 2019 年 10 月の消費税率引き上げは予定通り実施されるが、2020 年度においてもプライマリーバランスは赤字が続き、新たな財政健全化指標である政府債務残高対名目 GDP 比率も横ばい圏内に止まり、財政事情はほとんど改善しない。
- ⑤ 日銀は出口戦略の遂行に当たっては、日本国債の格下げ、国債利払い費増加による財政事情の悪化、株価や金融システムへの悪影響を回避すべく、長期金利の急上昇を抑えることを最優先として行動する。

以上のことを前提条件とすると、日銀の出口戦略は次のようなシナリオを描くことができる。

- ① ステージ 1(国債買入規模の段階的縮小): 現行 80 兆円(年間)を目標としている国債残高増加額を徐々に減らし、バランスシート(ひいては日銀当座預金残高、以下同じ)の拡大ピッチを鈍化させる。いわゆるテーパリングであるが、足元の買入増加額は 50~60 兆円程度となっており、実質的には既に始まっていると言える。
- ② ステージ 2(長期金利誘導目標の引き上げ): 海外からの金利上昇圧力の高まりと、堅調な国内の物価・賃金状況を映じて、現行 0% の長期金利誘導目標を 0.1~0.2% へ引き上げる。今年末から来年にかけて実施されると見る。
- ③ ステージ 3(再投資開始+長期金利誘導目標の引き上げ): 国債買入を満期償還落ち見合いの再投資のみとし、バランスシートは残高維持に止める。長期金利誘導目標を 0.3~0.5% へ引き上げる。この時点で「(物価が下がり続ける状況ではないという意味での)デフレ脱却宣言」が行われ、「2%物価上昇目標」は事実上撤回される。
- ④ ステージ 4(マイナス金利解除+再投資継続+長期金利誘導目標の引き上げ): マイナス金利を解除し、日銀当座預金はプラス金利付与部分とゼロ金利部分の 2 階層とする。再投資は継続する。長期金利誘導目標を 0.5~1.0% へ引き上げる。
- ⑤ ステージ 5(利上げ+再投資継続+長期金利誘導目標の引き上げ): 0.1%、場合によっては 2 回目の利上げ(0.2%)を行う。再投資は継続する。長期金利誘導目標を 1.0~1.5% へ引き上げる。
- ⑥ ステージ 6(追加利上げ+満期償還落ち+長期金利誘導目標の引き上げ): 0.5% まで追加利上げを行う。再投資は規模縮小を経て停止され、満期償還落ちによってバランスシート縮小に着手する。長期金利誘導目標を 1.5~2.0% へ引き上げる。

こうした展開を辿る中では、次のようなリスクと困難が顕在化するだろう。

第 1 は、ステージが進むに連れて、先行き長期金利が上昇することが明らかとなるので、長期金利誘導目標へのコントロールは難度を増すことである。

このため、いずれのステージでも長期金利が誘導目標を超えて跳ね上がる局面では、日銀は指値オ

ペ等によって強引に抑え込みにかかるだろう。日銀は、言わば力づくで長期金利コントロールビリティに対する信認維持を図り続ける(そうせざるを得ない)ことになる。

第2は、金融政策の軸足が物価安定よりも国債価格維持に重きが置かれた「国債管理政策」へ変質していくことである。

すなわち、ステージが進むに連れて、国債利払い費の増加や政府債務残高対 GDP 比率の上昇を回避すべく、長期金利を人為的に低く抑え込む「金融抑圧」「フィスカル・ドミナンス(財政従属)」の姿が誰の目にも明らかになってくるだろう。かくして、事実上の財政ファイナンスと言える日銀の大量国債買入とともに、金利＝価格というアラーム機能が正常に作動しないことによって財政規律が弛緩し、財政事情の改善がさらに遅れ、金融政策の財政政策への従属性も強まるというスパイラルに入っていく恐れがある。

第3は、ステージ5～6では、それまでのステージの延長線上では考えられない困難が待ち受けることである。

ステージ5では、日銀の収益状況と財務体質が明らかに悪化する。利上げが日銀当座預金(除く法定準備額)にプラス金利を付与することによって行われる結果、日銀の支払利息が急増する。

現在、約350兆円の当座預金は、この時点では少なくとも450兆円程度にはなっているだろう。このうち、既に0.1%のプラス金利を付与している部分が200兆円、ゼロ金利部分が250兆円と想定できるので、0.1%の利上げによって支払利息は2500億円増加し(ゼロ金利部分250兆円×0.1%)、0.1%が0.2%に引き上げられるとさらに4500億円増加する(450兆円×0.1%)。現在の日銀の経常利益が約1兆1000億円であることを勘案すると、相当のインパクトであり、大幅減益となることは避けられない。

また、オーバーパー買入による国債の含み損(現在約10兆円)から毎期発生する償却損失も、この時点では相応の規模になっていると考えられる。

こうして日銀の収益ひいては国家財政の財源でもある国庫納付金が大幅に減少する中で、金融機関へ巨額の利息が支払われることが政治問題化したり、法定準備率の大幅引き上げ(プラス金利を付与する超過準備部分の大幅圧縮)を求める声が高まる可能性がある。

日銀は、この収益・財務悪化可能性については、「中央銀行は、長期的には通貨発行益(コストがほとんどかからない当座預金と発行銀行券と、国債等運用資産との間の利ザヤ)が必ず得られるので、日銀や通貨の信認が損なわれることはない」として、特段、問題視していないようだ。

通貨発行益の理屈はその通りではあるが、あくまで平時一日銀当座預金残高が法定準備額前後で超過準備はほとんど存在せず、当座預金の金利は0%であり、コールレートの操作は当座預金付利金利ではなく、オペによる資金調節を通じて行う一に当てはまるものである。

現在は、この通貨発行益の前提が成立しておらず、先行きの通貨発行益確保が危ぶまれる有事であり、平時に戻る道筋も、戻るのに要する時間も全く見通せない。その間、日銀の信認失墜まで至らなくとも、様々なリスクの顕在化、潜在するリスクのマグニチュードの蓄積が懸念されているのであり、そうした中で「長い目で見れば」「長期的には」という説明は説得力があるとは言いがたい。

ステージ6では、0.5%まで利上げが行われることにより、ステージ5で顕在化した日銀の収益・財務体質の悪化(収益赤字化の懸念もある)とその政治問題化は、その緊迫の度合いがさらに増すだろう。

加えてステージ6は、その通過に要する時間がステージ5よりもはるかに長いことが大きな困難となる。日銀の保有国債の平均償還年限はこの時期でも6～7年はあると考えられ、満期償還落ちでバランスシートをあらまほしき水準まで縮小させるには、同程度の年数がかかることになる。国債の日銀保有割合はこの時点では50%を超えていると考えられるので(現在約40%)、国債需給を悪化させかねない売却には踏み切れないだろう。

言うまでもないが、この間、資源価格の急騰、急速な円安や円高、実体景気の変調、日本国債の格下げなど、円滑な出口戦略遂行を阻害するショックやイベントが起こらない保証はない。

第4は、上記第1～第3を勘案すると、出口戦略の適切性や持続可能性に対する批判や疑問が高まり、ステージ1～ステージ6を通じた大前提である「日銀の力づくの長期金利コントローラビリティに対する信認維持」が揺らぎ、長期金利が急上昇する可能性が相応にあることである。

そのタイミングは、ステージ3以降ではいつでもありうると考えられる。長期金利の急上昇は、日本の財政破綻時あるいは日本国債の格付急落時というテールリスクシナリオというイメージが強いが(それはその通りだが)、そのような極端な事態に至る前のタイミングで、長期金利が急上昇するリスクがあるということである。

第5は、以上の結論として、出口戦略が無事、ゴールを迎えることはまずありえない、と考えるべきということである。

“無事”とは、日銀は当座預金残高を法定準備額前後まで減らし、利上げを徐々に実施し、長期金利を誘導目標通りにコントロールし、国債利払い費増から財政事情を悪化させることもなく、日銀自身の収益も財務もさほど傷むことはなく、中央銀行としての独立性が維持され、政治問題化するイベントも起こらず、こうしたプロセスを阻む大きなショックは向こう数年間起こらない—ということである。

あるいはその途中で頓挫したり、何らかの外的ショックの対応を強いられることにより、逆戻り(国債買入の増額、長期金利誘導目標の引き下げなど)することもありうるだろう。

FRBは、まだ量的緩和(QE3:2012/9～2014/10)を行っている2012年末から出口戦略に向けた検討を開始し、その内容を対外公表し、市場とシナリオやリスクの認識共有化を図り、対話の素地を作ってきたと聞く。

上述のように、日銀が出口戦略を進めるに当たって直面するシナリオの困難さ、リスクの複雑さ、マグニチュードの大きさは、FRBをはるかに上回るものがある。このことを考えると、日銀が出口戦略について語ること—それは、単に日銀が市場や人々を安心させる予定調和的シナリオを提示することではなく、現実的な出口戦略シナリオ、そのリスクの所在、リスクが発現する際のトリガーやマグニチュード、それをミニマイズするための方策等について市場関係者と対話し、認識を共有化するプロセスも包含するもの—は、「時期尚早」でもなければ、「市場混乱を招く」ことでもない。

日銀には「不都合な真実」「今、そこにある危機」「今、そこにはないが、いずれ出てくる危機」から目をそらさず、説明し、対話する姿勢が求められるのではないかと。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。