

＜CIGS 財政・社会保障シンポジウム＞
2017年12月8日（金）

財政破綻後～危機のシナリオ分析

日銀の異次元緩和
—継続するコストと出口で生じる損失—

日本経済研究センター
金融研究室長 兼 主任研究員
左三川 郁子

概要

QQE継続のコストと出口で生じる損失

- I. 日銀は世界に先駆けて非伝統的金融緩和政策を開始
⇒ 出口に向かうのは最後？ 国債の半分を日銀が保有することに
- II. 量的・質的金融緩和(QQE)は開始からまもなく5年に
⇒ QQE開始後、日銀のバランスシートは3倍超に拡大
- III. 日銀の長期国債買い入れ
⇒ イールドカーブ・コントロールの下では新発債が瞬間蒸発
- IV. リスク性資産(ETFやJ-REIT)の買い入れ
⇒ いつまで保有し続けるのか？ 資源配分をゆがめる恐れ？
- V. 出口で発生する損失
⇒ 短期金利の上がり方によっては、日銀に損失が発生(国民負担も)。ただし、経済全体でみた利益と損失の議論が必要
- VI. QQE継続に伴うリスク
⇒ 銀行の利ざや縮小。金融政策が国債管理政策の一部に？

QQE

非伝統的金融政策の変遷

日本の非伝統的金融政策

【非伝統的金融政策】

(1) ゼロ金利政策 ⇒政策金利の引き下げ	99年2月～00年8月
(2) 量的緩和政策 ⇒量的拡大	01年3月～06年3月
(3) 包括的緩和政策 ⇒多様な資産の買い入れ	10年10月～13年4月
(4) 量的・質的金融緩和(QQE)政策 ⇒期待の転換	13年4月～16年1月
(5) マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策 ⇒マイナス金利の導入	16年1月～16年9月
(6) 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策 ⇒イールド・カーブ・コントロールの導入	16年9月～現在

【日銀総裁と就任期間】

速水 優 98年3月～03年3月
福井 俊彦 03年3月～08年3月
白川 方明 08年4月～13年3月
黒田 東彦 13年4月～現在

QQE

日銀のバランスシートは3倍超に拡大

QQE後の日銀のバランスシート

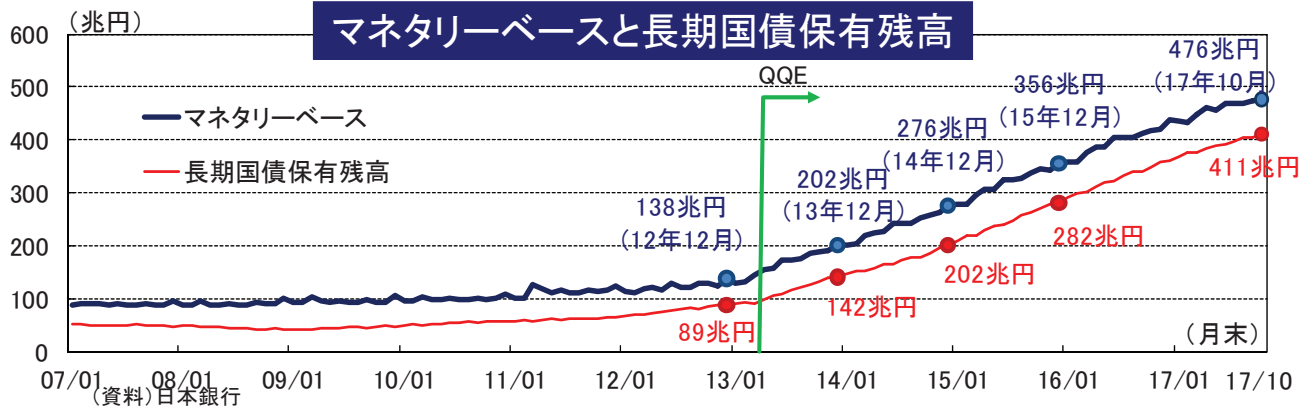
(単位: 億円、%)

資産の部	2013年3月期	構成比	2017年9月期	構成比
金地金	4,413	0.3	4,413	0.1
現金	3,235	0.2	2,322	0.0
国債	1,253,556	76.1	4,359,081	84.9
CP等	12,457	0.8	19,384	0.4
社債	28,873	1.8	31,885	0.6
信託財産株式	13,780	0.8	11,159	0.2
ETF	15,440	0.9	158,422	3.1
J-REIT	1,190	0.1	4,348	0.1
貸出金	254,871	15.5	468,794	9.1
外国為替	55,265	3.4	67,517	1.3
その他	5,048	0.3	7,113	0.1
合計	1,648,127	100.0	5,134,439	100.0

負債/純資産の部	2013年3月期	構成比	2017年9月期	構成比
発券銀行券	833,783	50.6	1,007,945	19.6
預金	583,201	35.4	3,854,016	75.1
政府預金	14,941	0.9	178,429	3.5
売現先勘定	145,055	8.8	3,885	0.1
その他負債	2,867	0.2	1,275	0.0
引当金	35,393	2.1	51,541	1.0
資本金	1	0.0	1	0.0
法定準備金	27,126	1.6	31,844	0.6
特別準備金	0	0.0	0	0.0
当期剰余金	5,760	0.3	5,502	0.1
合計	1,648,127	100.0	5,134,439	100.0

(注) 国債は、短期国債と長期国債の合計。

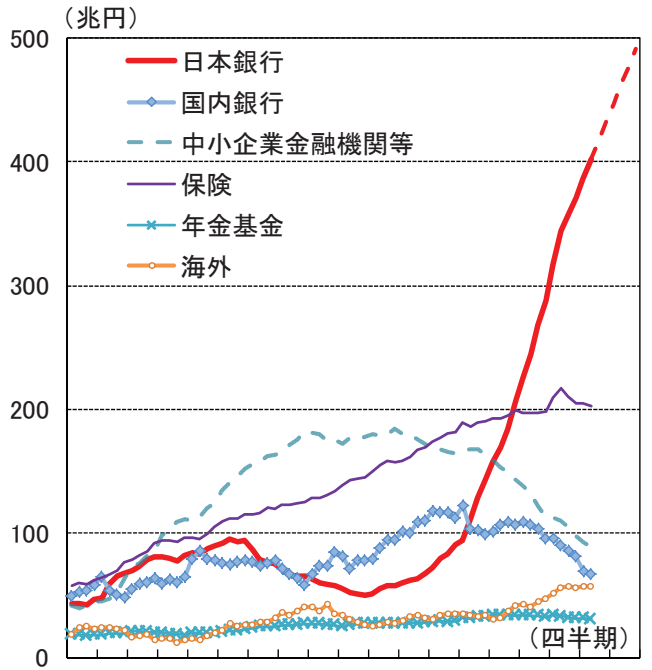
(資料) 日本銀行『第128回事業年度財務諸表等』『第133回事業年度上半期財務諸表等』



QQE

日銀は最大の国債保有者に

2018年末には長期国債の半分を保有することに

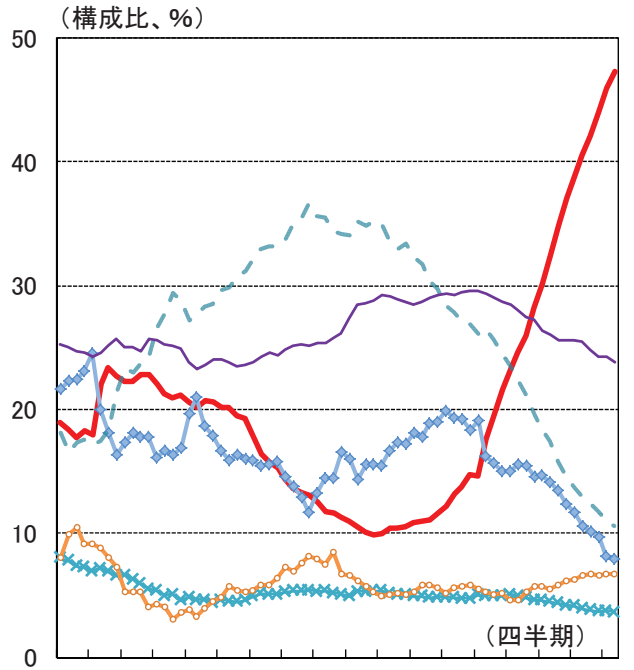


00:1 02:1 04:1 06:1 08:1 10:1 12:1 14:1 16:1 18:4

(注)1.主な保有主体を表示。中小企業金融機関等はゆうちょ銀行(旧郵便貯金)や在日外銀、合同運用信託を含む。

2. 国庫短期証券等は除く。

(資料)日本銀行『資金循環統計』



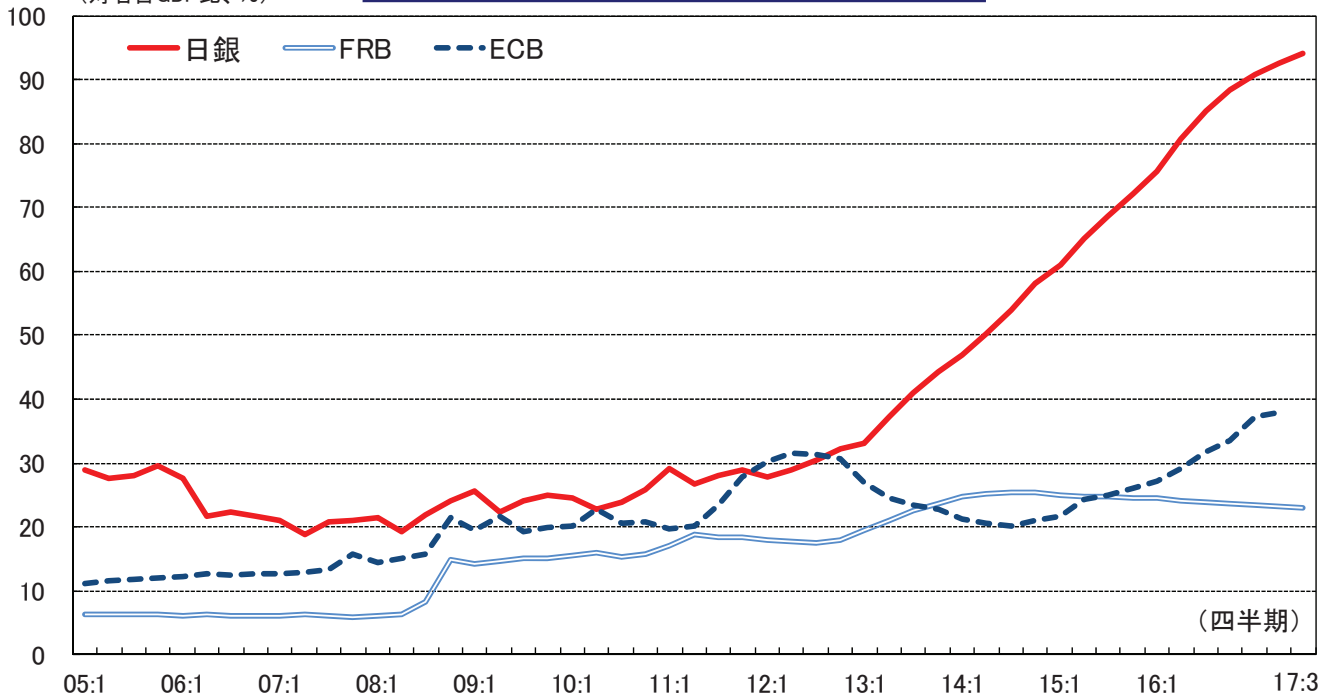
00:1 02:1 04:1 06:1 08:1 10:1 12:1 14:1 17:2

QQE

バランスシートはGDP並みの規模に

主要中央銀行の総資産(対GDP比)

(対名目GDP比、%)



(四半期)

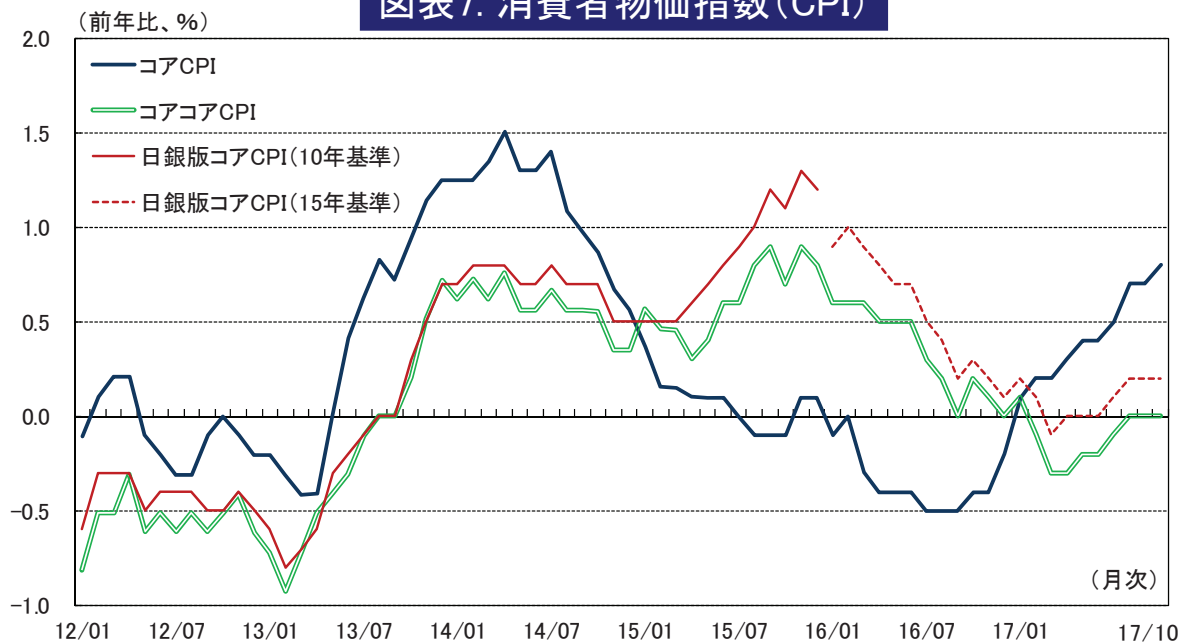
(資料)日本銀行、内閣府、BEA、FRB、Bloomberg

QQE

2%達成にはなお時間を要する見通し

- ◆ コアCPI(除く生鮮食品)は2017年10月に0.8%に上昇
- ◆ コアコアCPI(除く食料・エネルギー)は0%近辺にとどまっている

図表7. 消費者物価指数(CPI)



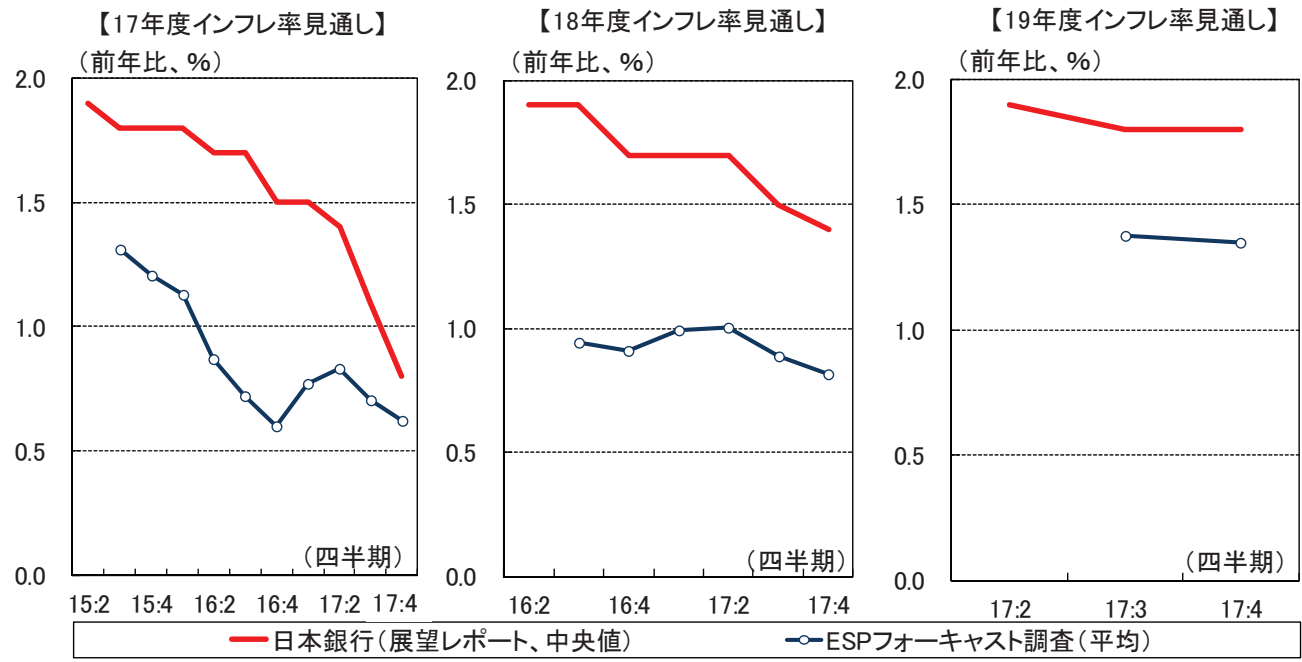
(注)消費増税の直接の影響は除く。日銀版コアは生鮮食品・エネルギー除く指数。

(資料)総務省『消費者物価指数』

QQE

インフレ見通しギャップ(日銀vs民間)

日銀と民間エコノミスト(ESPフォーキャスト)のインフレ見通し

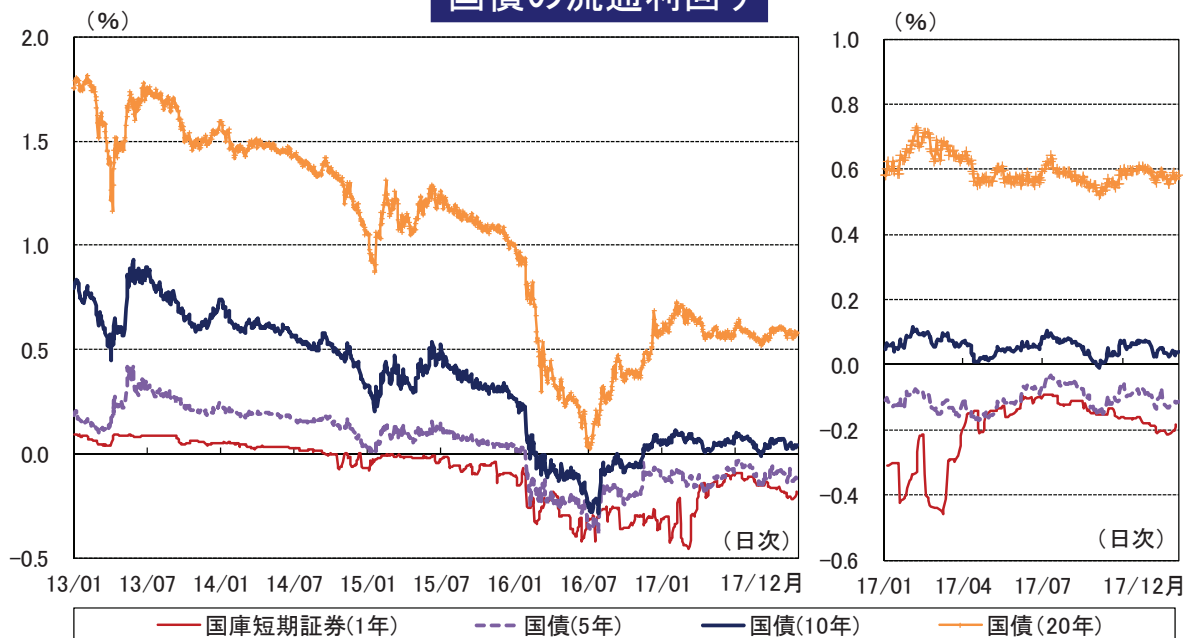


(注) 横軸は展望レポートの公表時期を示している。
 (資料) 日本銀行『経済・物価情勢の展望(展望レポート)展望レポート』、日本経済研究センター

国債買い入れ YCC導入後、10年金利は安定

- ◆ 量から金利へ(量は内生変数に)
- ◆ YCC導入以降、10年物国債の流通利回りは-0.1~0.1%のレンジで安定

国債の流通利回り



(注) データは2017年12月4日まで。

(資料) Bloomberg

国債買い入れ

QQEはタームプレミアムを圧縮

- ◆ 日銀による長期国債の大量購入により、タームプレミアムはマイナスに
- ◆ タームプレミアム急上昇のリスク？

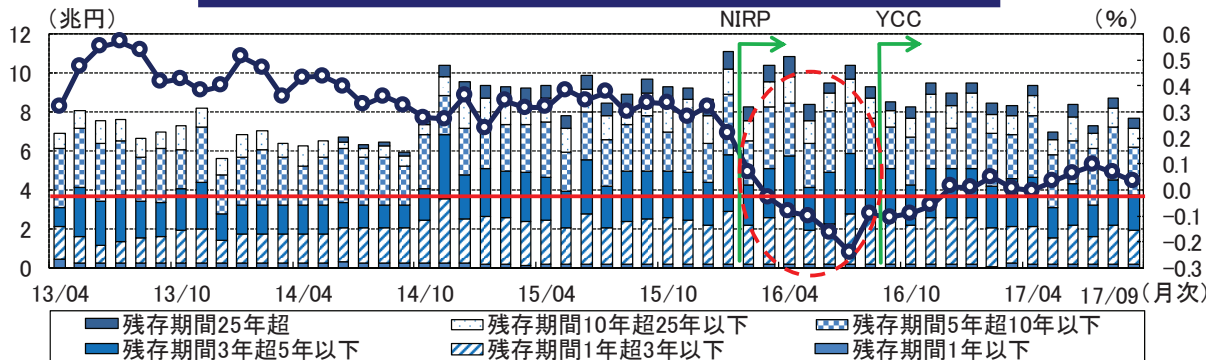
タームプレミアムの推移



(資料) Bauer, M.D., Rudebusch, G.D., & Wu, J. (2012) "Correcting Estimation Bias in Dynamic Term Structure Models." Journal of Business and Economic Statistics 30(3), 2012,
 Bauer, M.D., & Rudebusch, G.D. (2016) "Resolving the Spanning Puzzle in Macro-Finance Term Structure Models." Review of Finance, 2016、推計は日本経済研究センター金融班

国債買い入れ NIRP後にはマイナス金利で国債を購入

日銀の長期国債買い入れ額と平均落札利回り

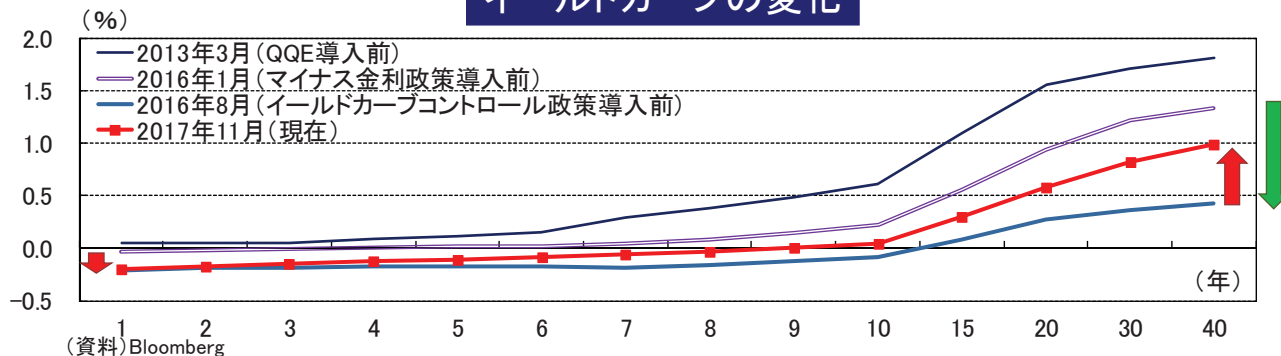


(注) 1. 試算は日本経済研究センター金融研究班。

2. 棒グラフは毎月の買い入れ額、折れ線グラフ(右目盛)は日銀が購入した時の平均落札利回りを表す。

(資料) 日本銀行、日本証券業協会

イールドカーブの変化



国債買い入れ 新発国債は流通市場から「瞬間蒸発」

- ◆ YCC以降、「瞬間蒸発」の度合いが強まっている⇒日銀トレード
- ◆ 最近では発行後2カ月で、7割超が流通市場から消えている

日銀が新発債を買い入れるまでの期間(マーケット残存率)

10年債回号	新発債 発行年月	国債のマーケット残存率													
		M	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	M+7	M+8	M+9	M+10	M+11	M+12	
(参考:320)	2012/01														
328	2013/03														
329	2013/06														
330	2013/09														
331	2013/11														
332	2013/12														
333	2014/03														
334	2014/06														
335	2014/09														
336	2014/12														
337	2015/01														
338	2015/03														
339	2015/06														
340	2015/09														
341	2015/12														
342	2016/03														
343	2016/06														
344	2016/09														
345	2016/12														
346	2017/03														
347	2017/06														
348	2017/09														

0~33%

34~66%

67~100%

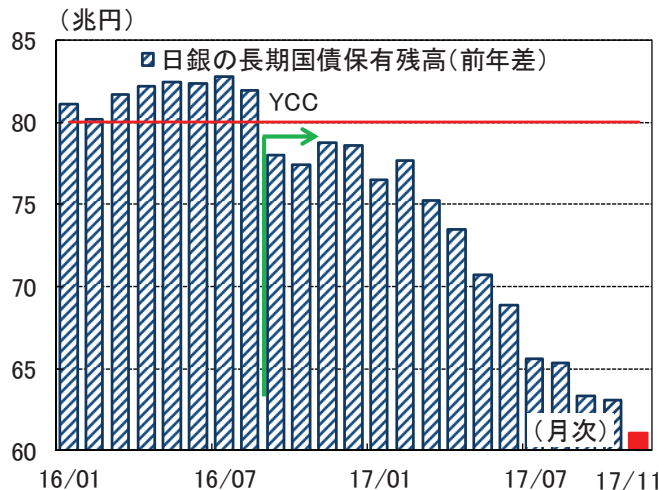
(注) 赤色になるほど、流通市場に滞留している期間が短いことを示す。

(資料) 財務省『国債の入札結果』、日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』

国債買い入れ ステルス・テーパリング？

- ◆ 日銀が保有する長期国債の増加ペースはYCC以降、鈍化している
- ◆ 出口で生じる日銀の損失？

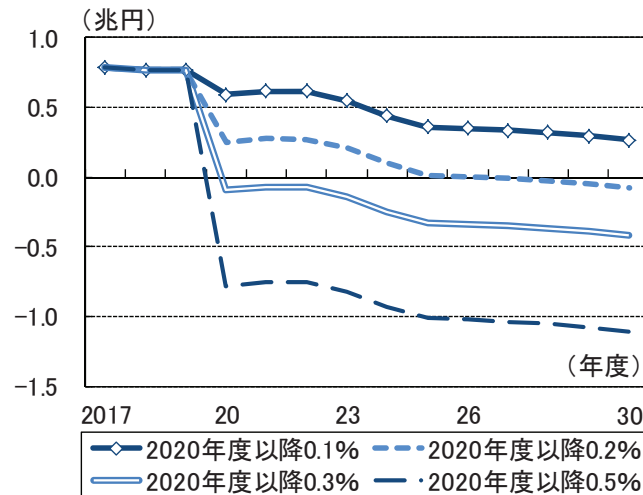
日銀の保有する長期国債 (前年同月からの増加額)



(注)日銀のバランスシートにおける長期国債残高の前年からの変化を示している。

(資料)日本銀行

日銀の損益の見通し (2017年9月末基準)



(注)4シナリオは日銀当座預金の超過準備への付利を2020年からそれぞれ0.1%、0.2%、0.3%、0.5%ポイント引き上げ。

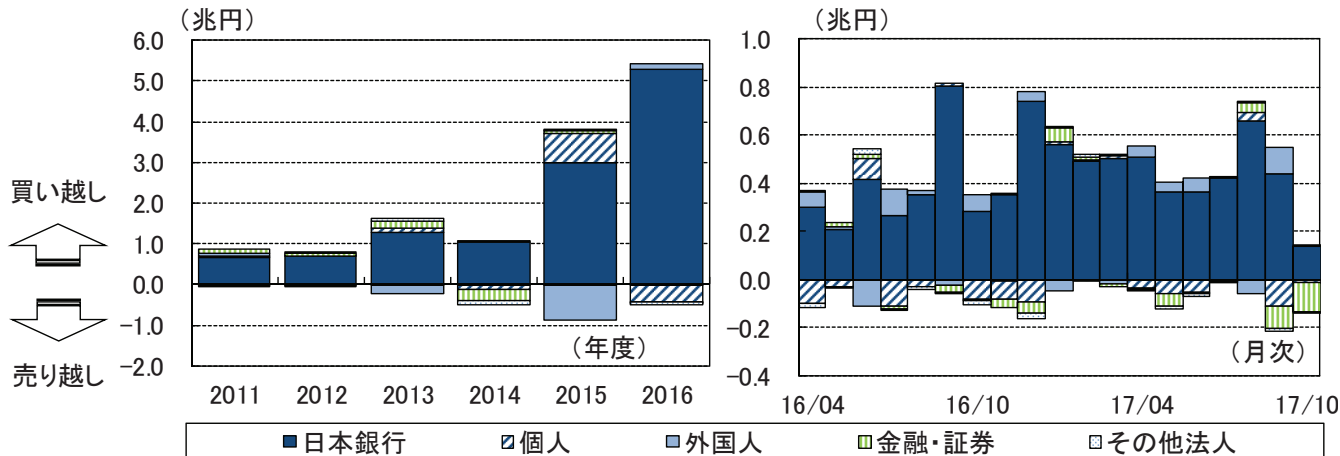
(資料)左三川・高野(2017)

ETF購入

池の中のくじら (ETFの買い入れ)

- ◆ ETF市場で日銀は最大の買い手⇒池の中のくじら
- ◆ リスク性資産を保有する日銀の出口戦略は？

投資家別ETF売買動向(フロー)



(注)1. 外国ETFを含まない。

2. 日銀のETF購入については、取引所を経由しない取引と想定。

3. 日銀はETFを売却していないと想定し、購入額をそのまま買い越し額として作成。

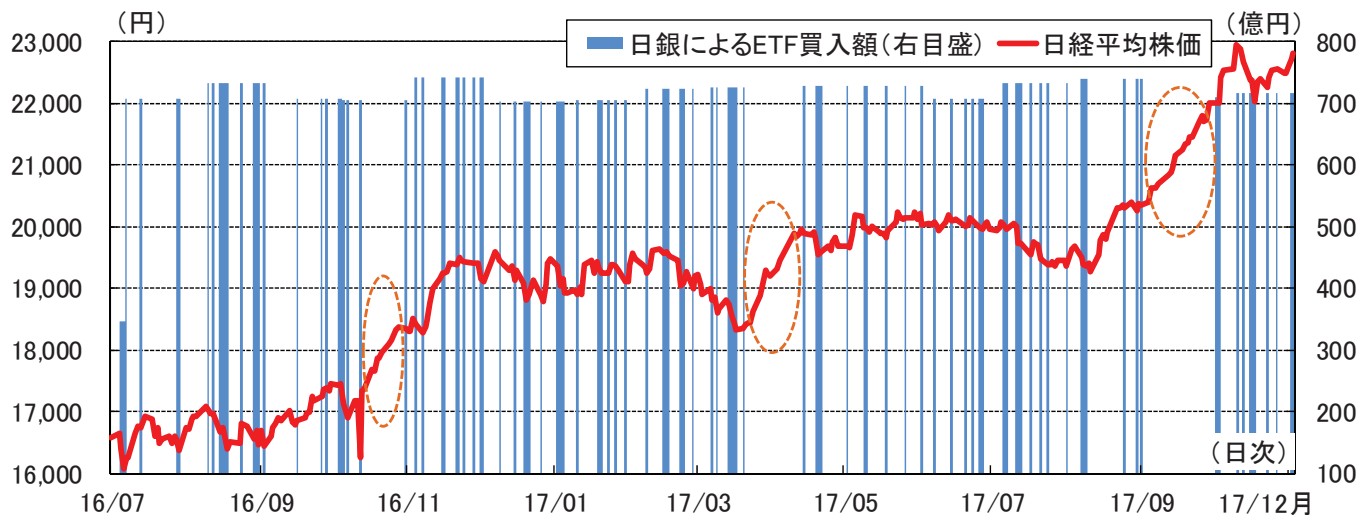
4. 設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するためのETFは含んでいない。

(資料) 東京証券取引所『投資部門別売買状況』、日本銀行『指数連動型上場投資信託受益権(ETF)および不動産投資法人投資口(J-REIT)の買入結果』

ETF購入

株価上昇局面では買い入れを見送り

日経平均株価の推移と日銀のETF買い入れ状況



(注)1. 設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するためのETFは含んでいない。

2. データは2017年12月1日まで。

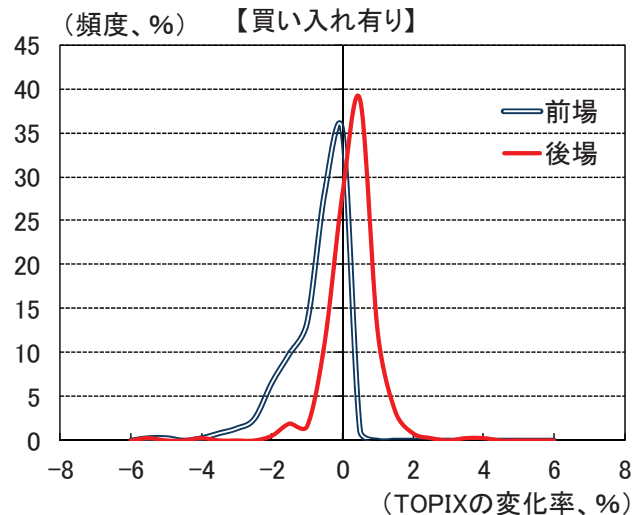
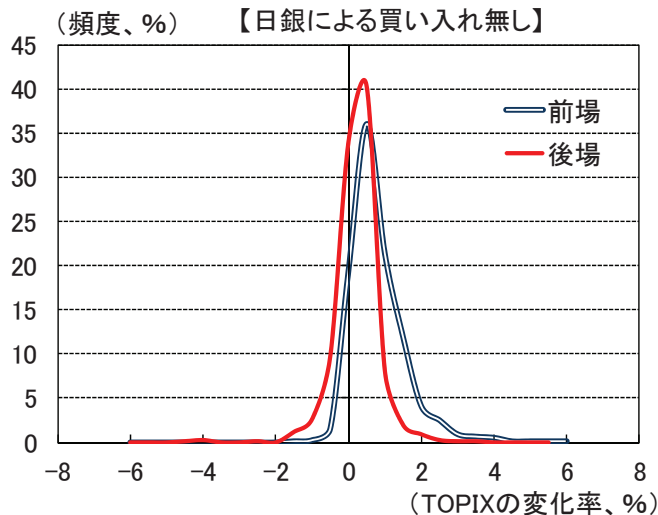
(資料)日本銀行、NEEDS-FinancialQUEST

ETF購入

日銀のETF購入が株価を押し上げ

- ◆ 前場で株価が下落すると、日銀はETF買い入れを実施
- ◆ 日銀がETFの買いオペを実施すると、TOPIXは後場に0.9%上昇

日銀のETF買い入れに伴う株価(TOPIX)の変化

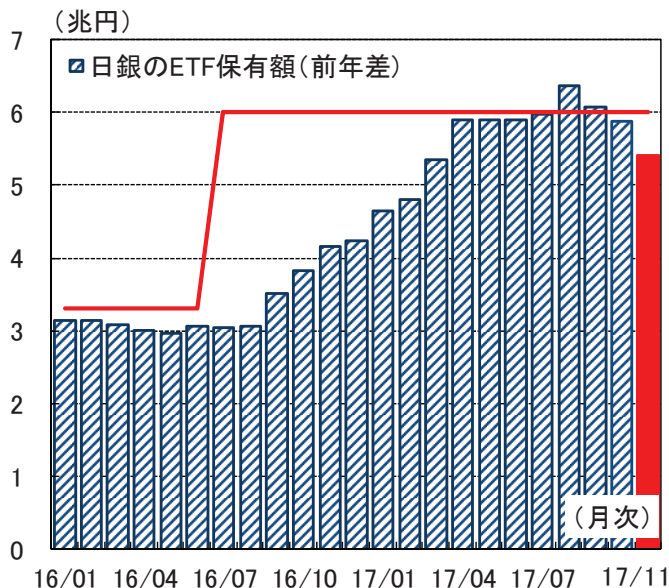


(資料)NEEDS-FinancialQUEST

ETF購入

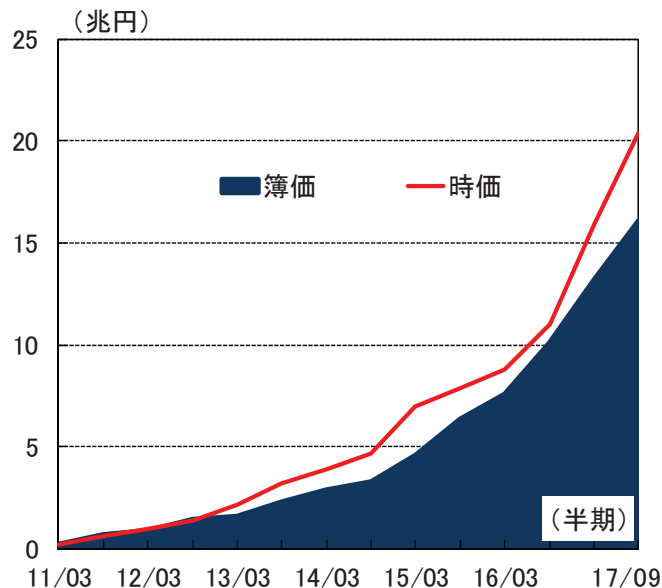
リスク性資産をいつまで保有？

ETFの買い入れペースは11月に鈍化



(資料) 日本銀行、NEEDS-FinancialQUEST

日銀のETFの保有額

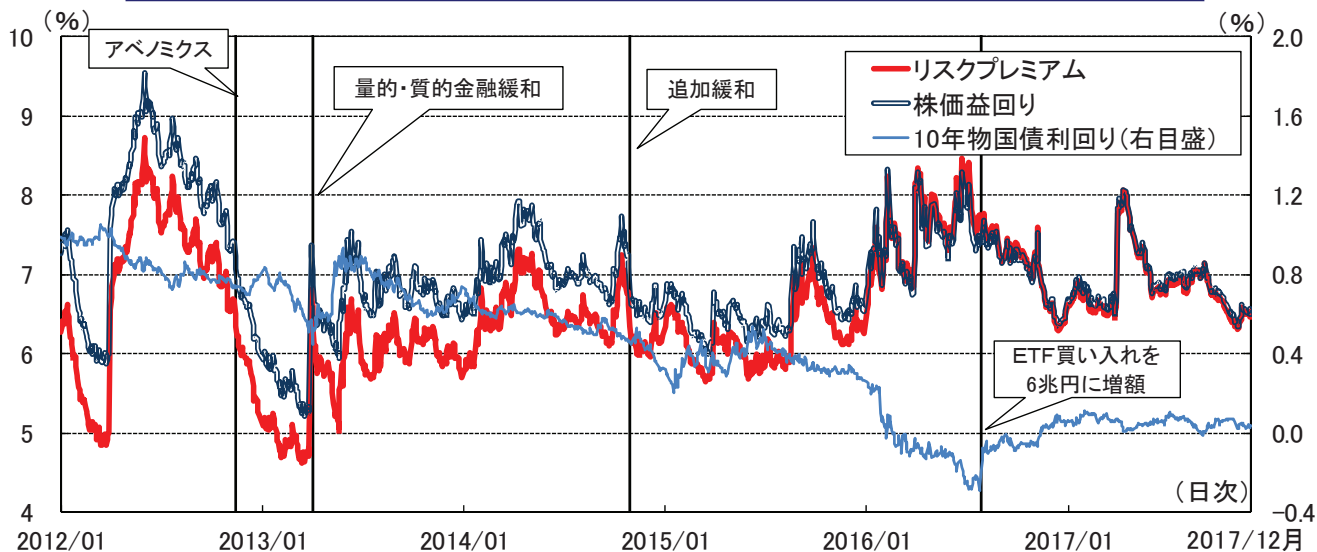


ETF購入

リスクプレミアムへの働きかけ？

- ◆ ETF買い入れについて日銀は、「リスクプレミアムに対する働きかけ」と説明
- ◆ 日銀が注目するETFのリスクプレミアムとは？どのように働きかけたいのか？

ETFのリスクプレミアム(=TOPIX株価収益率-国債10年利回り)



(注)データは2017年12月1日まで。

(資料)Bloomberg、NEEDS-FinancialQUEST

ETF購入

日銀のETF保有額は20兆円を上回る

◆ 株価が2割下がると、ETFの含み益はゼロに

日銀のETF保有状況

(単位: 億円)

(月末)	購入額				期末評価額			
	日経225	TOPIX	JPX400	合計	日経225	TOPIX	JPX400	合計
2011.3	1,005	1,037	-	2,042	989	1,018	-	2,007
2012.3	4,470	4,267	-	8,737	4,915	4,554	-	9,468
2013.3	8,215	7,508	-	15,723	11,119	9,876	-	20,995
2014.3	15,264	13,393	-	28,657	20,672	17,556	-	38,228
2015.3	24,743	20,722	127	45,592	37,611	30,834	137	68,581
2016.3	41,555	33,498	501	75,554	47,729	38,151	449	86,329
2017.3	63,520	63,989	988	128,496	77,984	75,048	1,033	154,065
2017.10	71,157	85,208	1,172	157,537	99,322	111,157	1,397	211,876

(注) 試算は日本経済研究センター金融研究班

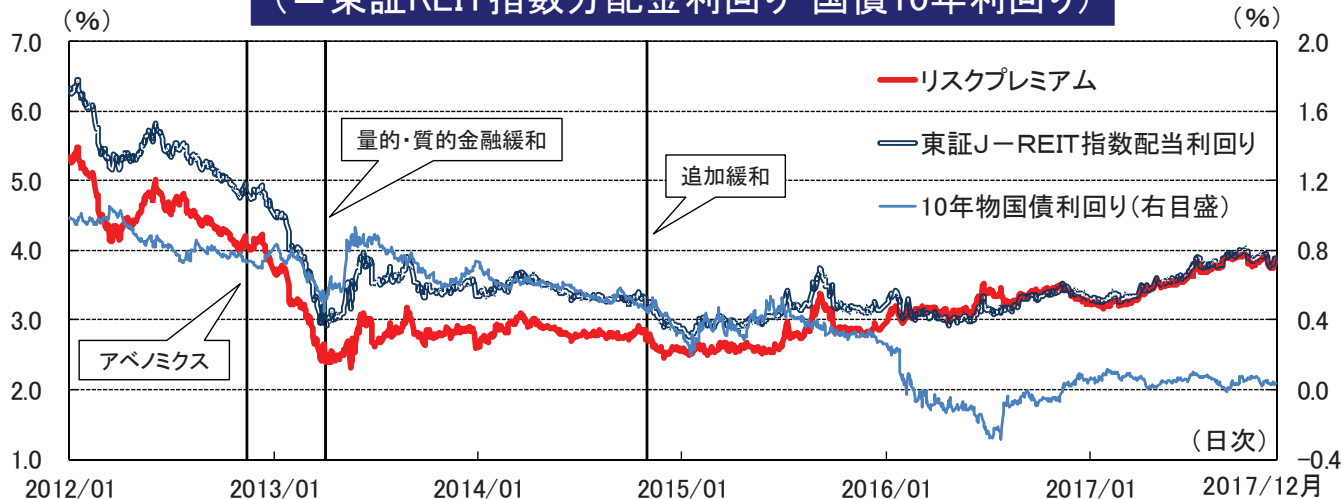
(資料) 日本銀行、NEEDS-FinancialQUEST

REIT購入

J-REITのリスクプレミアム？

- ◆ 日銀が保有するJ-REITは年間900億円のペースで増加
- ◆ リスクプレミアムにどのように働きかけるのか？

J-REITのリスクプレミアム
 (= 東証REIT指数分配金利回り-国債10年利回り)

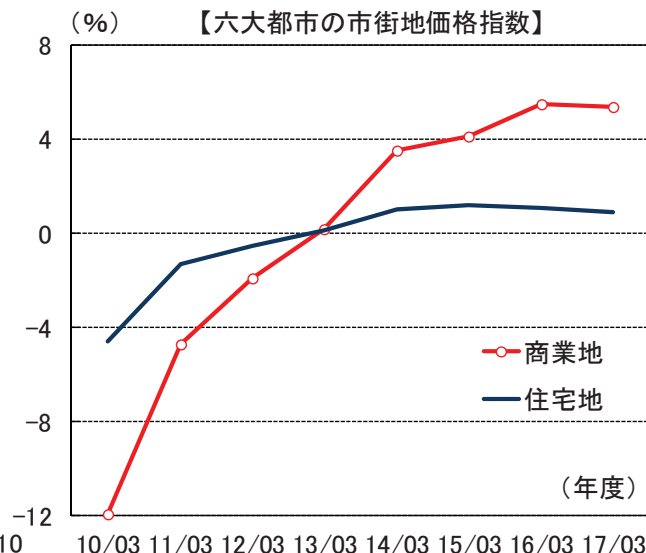
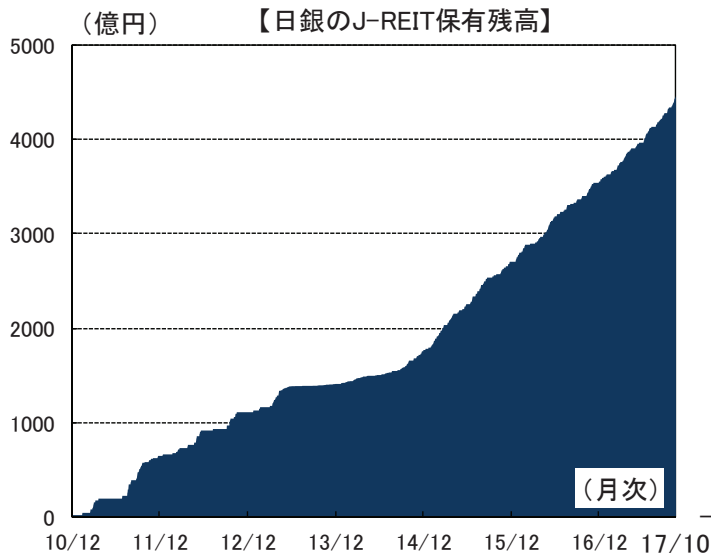


REIT購入

日銀は大量保有報告書を提出

- ◆ 日銀はETFに加えて、J-REITというリスク性資産も購入している
- ◆ J-REIT18銘柄ですでに5%超を保有⇒商業地の地価への影響？

日銀によるJ-REITの保有残高と不動産価格



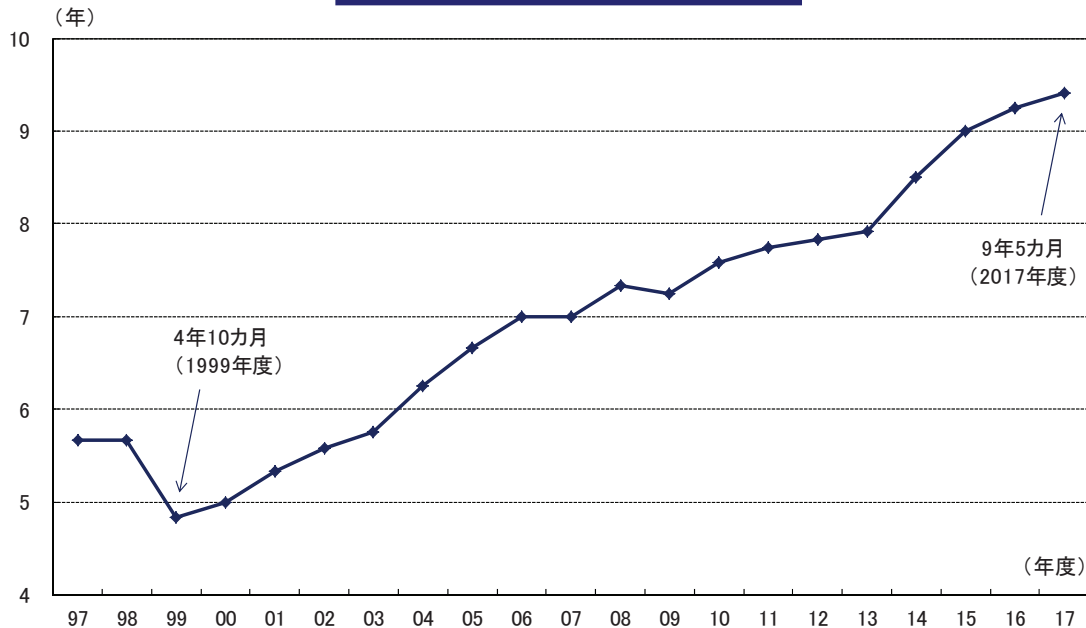
（資料）日本銀行、日本不動産研究所

国債管理政策

長期国債の残存期間は長期化

- ◆ 超低金利の下での長期化は、政府の国債管理政策にとっては望ましい
- ◆ 1999年(ゼロ金利政策)と比べると、残存期間は約2倍に

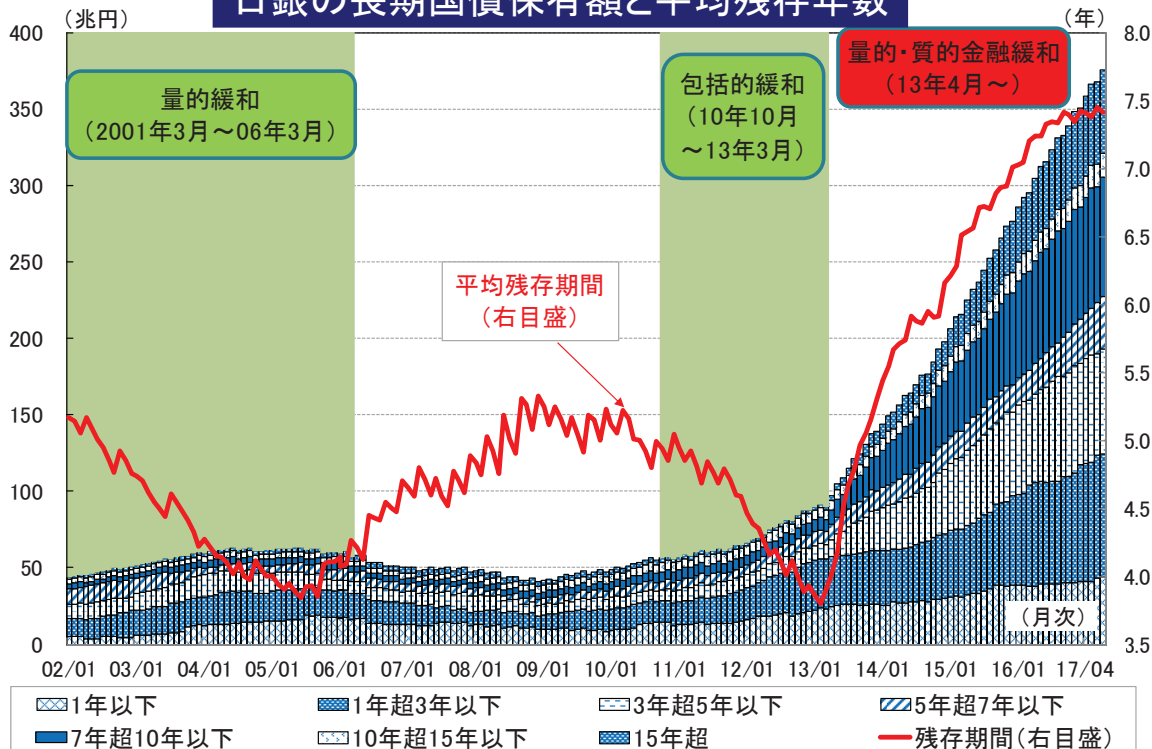
長期国債の平均残存期間



(資料)財務省『債務管理レポート』

国債管理政策 日銀の長期国債、平均残存年数は7.5年

日銀の長期国債保有額と平均残存年数



(注)1. 額面金額ベース。日銀が過去に「資産買入等の基金」を通じて買い入れた国債を含む

(注)2. 長期国債は国庫短期証券を除く国債で、期間の区分は残存年数に基づく(満期に基づく区分ではない)

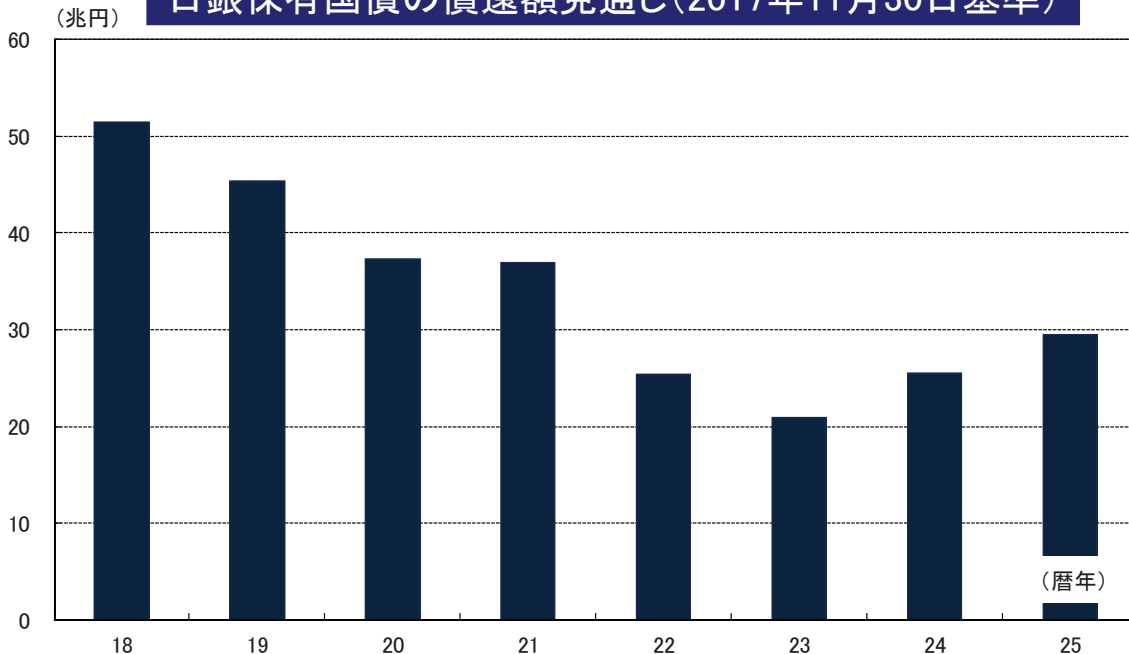
(資料) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、財務省「国債の入札結果」、「買入消却入札の結果」

国債管理政策

2018年は50兆円超の国債が償還に

- ◆ 国債管理政策との関係は？
- ◆ 日銀は現在、長短両方の金利をコントロール。将来、再び量に戻ることはないのか？

日銀保有国債の償還額見通し(2017年11月30日基準)



(資料)日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』