

Market Flash

日銀の苦悩2
～危うい日銀のバランスシート～

2018.04



日本アルプス電子株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



Market Flash

ハリルホジッチ監督解任に見る 戦術なき戦略



最近スポーツ業界が何かおかしい

相撲協会を筆頭に、レスリング協会、そしてサッカー協会

各協会は企業で言えば、経営者。その方針によってそのスポーツ業界全体がおかしくなるリスクがある。

今回のサッカーの日本代表監督のハリルホジッチ監督の解任劇にも呆れた。2か月前の解任劇で日本サッカーが強くなるのだろうか？もしそうなら、監督などは誰でもいいことになる。まさに戦略なき解任である。

こういう思いを抱いていた時、一つの記事に目が留まった。清水英斗さんというサッカーライターの記事だ。全く同じ感覚のものであり、且つそれを孫子の一文をうまく引用しているところは、経営者の心得にも通じるものがあり、あえて今月のレポートの始めに紹介することとした。

ハリルホジッチの解任によせて、兵法書『孫子』から一文を引用する。

『戦術なき戦略は、勝利に至るもっとも遠い道のりである』

『戦略なき戦術は、敗北の前の戯言である』

戦略とは？ 長期的な目標に基づく計画のこと。戦術とは？ 目先の場面で最善の手を探すこと。もっと簡単に言えば、戦略とはプラン、戦術とは手段だ。

どちらも大事だ。戦術がなければ、勝利を得るのは長い道のりになるし、戦略がなければ、最初から敗北は決まっている。そのように孫子では説かれている。

今回、日本サッカー協会が発表したハリルホジッチの解任は、戦略を捨てた戦術だった。ザッケローニで敗れた反省を生かし、後任のアギーレ、ハリルホジッチの選定には、過去のワールドカップで指揮を執ったことがある経験を重視した。ところが、そうやって経験を買って招聘した監督が、その経験を生かす前に、ワールドカップ直前で解任。少なくとも4年間はこの方針と決めた戦略があったのに、それを捨てたわけだ。

田嶋幸三会長は「1%でも2%でも、ワールドカップで勝つ可能性を追い求めたい」と、繰り返し語った。この発言にいちばんガッカリした。

1%や2%のために監督を解任していたら、長期的プランなど持てるわけがない。田嶋会長は、考え方がまるっきりダメ。有能なトップなら、1%や2%の不安は飲み込んで、あるいは飲み込ませ、長期的プランをぶれずに継続させなければならない。そして、その結果がどうなるか、しっかりと分析しなければならない。

逆に、長期プランを修正すると決めたのなら、時間が必要になる。以前から問題がずっとあったと言うのなら、1年前までに解任していなければおかしい。この段階まで来たら、プラン継続の一択だ。そうしなければ、本当に勝ち負け以外に何も残らなくなる。

この解任は、まさに戦略なき戦術。孫子を引用するなら、「敗北の前の戯言」である。

ハリル解任に潜む、真のリスク

世の中の関心は、西野(朗)さんで結果が出るのか？ 本当にこのタイミングで解任してロシアワールドカップは大丈夫なのか？ そういう話に集中するだろう。でも、違うよ。真のリスクはそんなことじゃない。

元チェス世界王者で、ペップ・グアルディオラの友人としても知られるガルリ・カスパロフは、自著『決定力を鍛える チェス世界王者に学ぶ 生き方の秘訣』で次のように書いている。(注・太字は筆者)

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。



Market Flash

ハリルホジッチ監督解任に見る 戦術なき戦略



「チェスでは、よい戦略が悪い戦術のせいで失敗するケースも、その逆のケースもよく目にする。きわめて優れた構想も、一度の戦術的過ちで台なしになりかねない。

長期的に見てもっと危険なのは、悪い戦略がよい戦術やまったくの幸運のために成功するケースだ。

一度はうまくいくとしても、二度起きることはめったにない」

私が心配しているのは、まさにこの点だ。解任ブーストの成功は、可能性がある。チームの土台作りは、ハリルホジッチがすでに行ってきたし、それを使って、自分の意見を少し加えれば、形はできる。さらにミーティング時間を短くし、ガーガー言うのをやめれば、ハリルアレルギーがあった選手の気分も良くなるだろう。そして、この解任がきっかけで日本代表に復帰する選手は、お尻に火がつく。**そんなドタバタの末に、偶然、結果が出るかもしれない。**

それがいちばん最低なのだ。解任ブーストで結果を得たチームが、その後になんか、知っているだろうか？ Jリーグのサポーターに聞くと良いかもしれない。今年なら浦和か。待っているのは、地獄だ。一時の成功ほど怖いものはない。

ハリルのサッカーがW杯でハマった可能性

これで、この4年間の評価も難しくなった。私は今でも、ハリルホジッチの戦略で臨むワールドカップを見たいと思っているし、その戦略でベスト8を果たす可能性は充分に見えていた。それは今まで書いてきた通りだ。

マリ戦やウクライナ戦が、最終的な解任のきっかけになったことも、呆れて物が言えない。マリ戦は新戦力をテストした親善試合だった。半分はロシアのピッチに立たない選手だ。このタイミングで、未だに個人のテストを繰り返したことに異論はあるかもしれないが、それも含めて後から分析されるべきだった。

そしてウクライナ戦は、相手が中盤に人を集めるポジショナルサッカーをやってきたが、そんな対戦相手は、日本のグループにいない。コロンビア、セネガル、ポーランド。本大会で戦う相手はマンツーマンで対応しやすいチームばかりで、ハリルホジッチの戦術は相性が良い。特にコロンビアとセネガルには、エース潰しのハリル戦略がはまると思っていたし、いくつかの原稿にも書いてきた。だから残念でならない。

この4年で費やした時間も金も、ぜんぶドブに捨てたわけだ。いったい何をやってきたのか。虚しい気持ちでいっぱいだ。日本サッカー協会を恨む。クソつたれだ。

選手の不満が出やすかったハリルジャパン

念のために付け加えると、筆者はロシアワールドカップを戦った後、ハリルホジッチの続投は望んでいなかった。彼のサッカーはベスト8が限界で、それ以上を目指すには、もっと別の監督が必要。簡単に言えば、ウクライナのようなサッカーを仕込める外国人監督が欲しい。世代的に見ても、堅守速攻が似合うのはロンドンからリオ五輪世代までで、その下の世代を見ると、もっと違うサッカーが似合う。そういう若い選手が育っていると感じていた。

だから勝ち負けにかかわらず、ハリルホジッチとは、あと数カ月でさよならと思っていた。しかし、それはこの方針を貫き、分析してからだ。良かった部分を吸収し、悪かった部分を反省してからの話だ。でも、全部捨ててしまった。これでは何が良かったのか、悪かったのか、何をどう評価していいのかわからない。ロシア大会は勝っても負けても、いつも以上に焦点の定まらない散弾分析が、そこら中から出てくるのは必至だ。

この4年をドブに捨ててまで、決めた解任。その理由として田嶋会長が繰り返し主張したのは、選手と監督のコミュニケーション、信頼関係が薄れたことだった。



Market Flash

ハリルホジッチ監督解任に見る 戦術なき戦略



それは一部事実だろう。取材で話を聞いている間、そういう反感を隠さない選手もいたし、言葉に出さなくても、監督への不満がにじみ出る選手もいた。しかし、逆にハリルホジッチについて行こうと、その意志を出す選手もいたし、あるいは監督にかかわらず自分に集中すると、そういう選手もいた。田嶋会長が言っていた信頼云々は一部の事実であって、全体ではない。その言葉の端々、あるいは選手の反応を見ても、一部の偏った選手にしか聞き取りをしていないのではないか。

チームが一枚岩なんて、所詮は幻想。重用された選手は満足し、重用されなかった選手は不満を抱える。当たり前の話だ。それが表に出るか出ないかで、ハリルジャパンは出やすく、ザックジャパンは出にくかった。そもそもザックジャパンの控え組は、緊急招集の大久保嘉人を除けば、遠慮なく不満を言うようなタイプはいなかったし、逆にハリルホジッチは個が強い選手をチームに呼びたがるので、そこから出る不満がアキレス腱だったのかもしれない。

広がり続ける、日本と世界の差

ただし、まとめることができなかつたのは、ハリルホジッチの落ち度であり、選手、スタッフの責任でもある。1年前ならば、プランを修正(監督を解任)して、選手に合わせる判断も理解できなくはない。再びプランを構築する時間があるからだ。それは個人的な意見とは違うが、納得はできる。しかし、W杯の2カ月前まで来たら、もはやプランを守って不満を言う選手を切るしかない。おそらく、ハリルホジッチはメンバー発表でそれをやろうとしたはず。あの選手は23人から外れるだろうと、個人的には予測もしていた。今となっては虚しいが。

「なぜ今なんだ！」とハリルホジッチは怒ったそうだ。本当に、なぜ今なんだろう。なぜ、サッカー協会で選挙が行われ、田嶋会長の再任が3月に決まった、その翌月なんだろう。もっと早くに解任していたら、新チームがうまくいかないとき、大批判が起きたとき、その決断の責任を田嶋会長が問われたらどうか。それは選挙のリスクになったかどうか？ 逆に今の解任ならば、ロシア大会が惨敗に終わっても、新監督を迎えて、1年半は任期の猶予がある。タイミングが良すぎるのは気がかりだ。

生まれて初めて、日本代表を応援できない気持ちになっている。**この10年で日本と世界の差はずいぶん広がったが、まだ序章に過ぎないのかもしれない。**

それが本当の、おそロシア。(文・清水英斗)

さて、皆さんはどう感じたでしょうか。

これを企業経営に置き換えるならば、戦略(プラン・目標)だけは立てたが、戦術(策)を立てられず見かけだけの戦略になってしまう経営者と小手先の戦術を立てるのは得意だが戦略を立てられず常に目標を見失っている経営者どっちもどっちである。

事業計画を立てる際は、常に長期・中期の戦略を立て毎年の戦術を練り直していくことをPDCAを通じて常に実行していくことが大切である。そのどちらを怠っても企業の成長は望めない。

内向きのお家事情ばかりを気にして将来を見通せない経営者(協会の関係者)こそ退陣すべきである。



Market Flash

日銀の苦悩 バランスシート分析



さて、先月に引き続き、日銀の金融緩和の出口戦略を考えるシリーズの第2弾

今回は日銀のバランスシートの現状と金融緩和がバランスシートに及ぼす影響についてみてみよう。そこでは、今の金融緩和がいかに危険水域に突入しているか、そして、その出口について、如何に慎重な対応が必要になってくるかが理解できるであろう。

まず、日銀のバランスシートを心配しているのは市場関係者ばかりではない。政府においても、河野太郎議員が本部長を務める自民党の行政改革推進本部で、5回にわたる有識者ヒアリングを行い、「日銀の金融政策についての論考」と題する提言書を官邸に提出している。その内容をまず見てみよう。

(1) 黒田日銀総裁の下での果敢な金融緩和策等により「もはやデフレではない」状況を作り出した。その結果、名目GDPと実質GDPのねじれの解消も実現し、雇用等の実体経済にも好影響が広がっている。この先、デフレ脱却を確実にするためにも、アベノミクス三本の矢のひとつである大胆な金融緩和に求められる役割は引き続き大きい。他方で、大規模な金融緩和が4年近く続いたことによる課題も散見される。こうした問題意識のもと、行政改革推進本部では、5回にわたり有識者ヒアリングを行い、今後の金融政策のパスとそれに伴うリスクを議論。本提言は、デフレ脱却を確実にするために日銀による大規模な金融緩和が当面継続されることを念頭に置いたうえで、そのリスクを喚起し、適切な対応を日銀や関係府省庁に求めるものである。

(2) 異次元の金融緩和策において日銀が年間80兆円のペースで国債を大量に買入れた結果、**市中の国債流通額のうちの約4割を日銀が保有**する状況となっている。巨大化した日銀のバランスシート上のリスクを考えるうえで最も注視しなければならないのが、日銀の出口戦略に伴うリスクである。日銀が目標として掲げる2%の物価目標を達成した際、すなわち現在の大規模な金融緩和の出口に直面した際、市中の名目金利も2%を超えて上昇していくことも想定されるため、日銀は市中金利を上回る金利を銀行の超過準備に付与しなければならない。その場合、日銀は低利かつ長期の国債を資産として大量に保有する反面、日銀の負債サイドでは、短期かつ高利の日銀当預等を抱えることになるため、**受取金利の減少・支払金利の増加により毎年数兆円規模の損失が発生**すると指摘されている。付利の引き上げではなく、保有国債を売却する選択をしても、多額の売却損が発生することになる。このほか、マイナス金利政策の導入に伴い国債を額面価額以上で購入してきたことで発生する償還差損や、ETFやREIT等の増額購入により発生しうる減損など、非伝統的政策がもたらす新たなリスクも日銀はバランスシートに抱えている。

(3) これに対して、日銀は相応の引当金や準備金を保有し対応しているものの、上述のように損失が膨らむと、日銀の国庫納付金の減少を通じて政府の財政収支にも負の影響をもたらす。さらに万が一にも損失が想定外に拡大し引当金や準備金を上回ってしまうと、いよいよ**日銀は債務超過に陥る**。理論上、債務超過状態となっても日銀の業務を続けることは可能。しかし、先進国の中央銀行のなかで、債務超過に陥った中央銀行は存在しない。したがって、**今後の金融経済情勢によっては、円の信認を維持する措置を講じざるを得ないシナリオも覚悟しなければならない**。



Market Flash

日銀の苦悩 バランスシート分析



(4)なお、金融機関の預金準備率等を大幅に引き上げるにより(その場合、日銀にとっては金利を支払う必要が無い負債が増えることを意味するため)日銀の損失を和らげることもできるが、この政策を採用すると、本来日銀から受け取ることができる金利が減少するため、金融機関の収益を大きく圧迫することは避けられない。

(5)「金融政策における中央銀行の独立性」は、近代国家が何より尊重しなければならないルールである。本提言もこの基本原則に立っており、日銀の金融政策に口を挟むことを意図していない。他方で、わが国の金利環境が将来的に大きく変化した際に、上述の通り、日銀のバランスシートの毀損等により、わが国の財政も影響を受ける可能性がある。

(6)そこで、本提言では、**日銀に対して、とりわけ出口戦略に伴うリスク等の分析に関して、市場との対話をより一層円滑に行うことを求めたい。**これまで日銀は、物価目標の達成時期を5度変更しており、**市場と日銀の意思疎通が円滑でなくなっている可能性ある。**実際に、市場関係者のアンケートでは、日銀の目標達成時期を信じている人は約7%となっている。また、日銀の政策が分かり辛いと感じている人も約6割に上る。出口戦略の要諦は市場とのスムーズな対話であり、この点、FRBやECBも様々な配慮を講じている。出口戦略を議論することは時期尚早との意見もあるが、少なくとも事前にリスク等を分析し市場と対話を図ることは必要といえる。

(7)政府の責任も重大である。日銀の出口戦略の際の最大のリスクは金利の急激な上昇である。市場が政府の財政健全化策に懐疑的になれば、国債価格は下落し金利が上昇する。そうなれば、秩序だった出口戦略は益々困難になる。こうした事態を避けるため、**政府は市場の信認を失わないように、保守的に経済見直しを行い、その前提のもとで財政健全化に向けた取り組みを着実に前進させるべきある。**また、万が一の場合に備えて、日銀が債務超過に陥った際の政府との取り決めを検討していくことも、市場の安心感につながるとも考えられる。

(8)「出口」の際に、金融機関や金融市場に与える影響も十分考慮すべきである。現在、日銀、金融庁、財務省の関係機関高官で定期的に情報交換を行っているが、こうした場も含めて、日銀と関係府省庁との連携を密にすべきことは言うまでもない。

日銀、政府、金融機関の連携が重要であるという点においては、先月ご紹介したみずほ総研の提言と通じるものがある。市場との会話、これは最大のポイントで、秘密裏に練られた政策は、どのようなものであっても市場からは拒否反応を示される可能性が高い。この点を日はどれだけ認識しているか心配である。

事実、日銀内には出口が大きな問題にならないという意見が目立つ。

原田審議委員は2017年6月1日の講演会で「**日銀が長期的に損失を負うことによる危険などは存在しない**」と言及している。日銀の収益が一時的に赤字になる可能性はあるが、金利が上昇すれば高い金利収入を得られるため「**長期的に日銀の財務の健全性に影響を及ぼすことはない**」「**出口の副作用は基本的にない**」と述べている。

さて、本当であろうか？



Market Flash

日銀の苦悩 バランスシート分析



日銀のバランスシート（みずほ総研高田 創編著「シナリオ分析 異次元緩和脱出」より一部抜粋）

2017年3月末の日銀のバランスシートを見てみよう

資産状況については、**総資産残高約490兆円**であり、その大半が**国債約418兆円**が占めている。日銀は国債買入れを保有額が**毎年80兆円増加するペースで買い進めてきた**。今後も増加する見通しである。2018年3月末の国債保有額は、約500兆円にも達する見通しである。

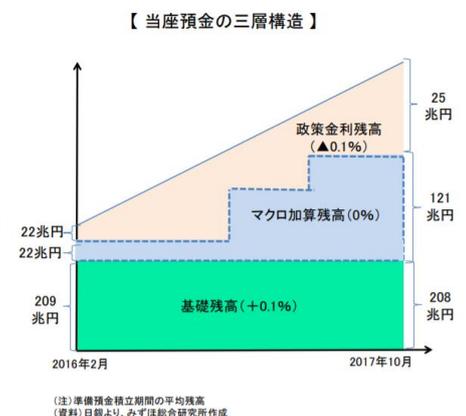
資産の中で国債に次ぐ規模となっているのが、貸出金約45兆円である。日銀は貸出支援基金制度の下、経済成長に寄与する企業向けに貸出を行う金融機関に低利で資金供給を行なっている。その他、外貨債券が約3兆円あり、金融機関に外貨提供する資源となっている。

日銀は国債だけではなく、**ETF(上場投資信託)とJ-REIT(上場不動産投資信託)をそれぞれ年間3兆円と900億円ずつ買い増す**ことになっている。

一方、負債については**当座預金が約343兆円**と大半を占めている。当座預金とは金融機関が日銀に保有する当座預金口座の残高である。制度において積立が求められている所要準備約10兆円とその他の超過準備(大半を占める)に分けられる。超過準備が膨らんでいるのは、日銀が金融機関から大規模な国債買入れを行なっていることによるものである。積立が求められない超過準備が拡大していることは、金融機関の貸出が伸びていないということも表している。日銀の大規模な金融緩和によりハイパー・インフレになることを懸念する向きもあるが、緩和マネーが当座預金に滞留している限りそうした事態は生じない。ただし、将来景気拡大局面で貸出が増加すれば、大量のマネーが实体经济に供給されればインフレ圧力は強まる。

当座預金の構造

日銀はマイナス金利を適用するあたり、当座預金を3層構造に分けた。具体的には、マイナス金利導入前に付利(+0.1%)を行なっていた部分を「**基礎残高**」(約208兆円)、所要準備を含む金利ゼロの部分を「**マクロ加算残高**」(114兆円)、マイナス金利が付与される部分は「**政策金利残高**」(23兆円)の3層に分けている。金融機関に及ぼす影響を最小限に抑えるように工夫された。



日銀の損益状況

日銀の主な収入源は保有資産である国債などからの利息収入である。**2016年度の国債利息収入は約1.2兆円**で**2013年度と比較しても4000億円も増加**している。外国債券やETFなども含めた経常利益は約1.6兆円となっている(2013年度と比較すると経常利益自体は変わっていない。これは2013年度については外国為替差益が約6300億円計上—2016年度は200億—されているためである)

一方、経常費用は約0.5兆円で、当座預金に対する付利に加えて、銀行券製造費などで構成されている。

日銀の利益は、**通貨発行という独占的権利から生じている**。中央銀行は理論的に無尽蔵に、**ゼロコストの通貨の発行(供給)**することができる。このベースマネーによる資金調達の見合いとして買い入れた国債などの資産から生まれる**運用益が、通貨発行益(シニョリッジ)**である。



Market Flash

日銀の苦悩 バランスシート分析



2013年度

資産: 241.6		負債・資本: 241.6	
国債	198.3	発券銀行券	86.6
CP	1.9	当座預金	128.7
社債	3.2	政府預金	1.7
株式・ETF	4.2	引当金	3.6
REIT	0.1	その他	175
貸出金	26.3		
その他	7.6	純資産	3.5

損益決算書	
経常利益①	1.6
うち国債利益	0.8
経常費用②	0.3
うち補完当座預金制度利息	0.1
経常利益③=①-②	1.3
特別損益④	-0.3
うち引当金積立	-0.3
税引前当期余剰金⑤=③+④	1.0
法人税、住民税及び事業税⑥	0.3
当期余剰金⑦=⑤-⑥	0.7

2016年度

資産: 490.1		負債・資本: 490.1	
国債	417.7	発券銀行券	99.8
CP	2.0	当座預金	342.8
社債	3.2	政府預金	21.8
株式・ETF	14.1	引当金	4.7
REIT	0.4	その他	17.3
貸出金	44.7		
その他	8	純資産	3.7

損益決算書	
経常利益①	1.6
うち国債利益	1.2
経常費用②	0.5
うち補完当座預金制度利息	0.2
経常利益③=①-②	1.1
特別損益④	-0.4
うち引当金積立	-0.4
税引前当期余剰金⑤=③+④	0.7
法人税、住民税及び事業税⑥	0.2
当期余剰金⑦=⑤-⑥	0.5

<日銀資産>

資産運用利回り
(国債: 0.3%)

国債 417.7兆円
: 市場利回り

(みずほ総研作成)

<日銀負債>

通貨発行コスト
(0.06%)

日銀券 99.8兆円
: 金利ゼロ
当座預金 342.8兆円
: マクロ加算残高金利 ゼロ
基礎残高 +0.1%
政策金利残高 Δ0.1%

=

通貨発行益
経常収益1.6兆円



国庫納付
(0.5兆円)

日本政府



Market Flash

日銀の苦悩 バランスシート分析



前ページ図にあるように、**通貨発行益は国債を中心とした運用益と通貨発行コストの差額**である。言い換えれば、日銀券と法定準備といったゼロコストのベースマネーから生まれる運用益である(ゼロコストマネー X 国債等の運用利回り)

また、超過準備は短期の短期金利連動負債であり、**資産運用利回りが超過準備の付利金利を上回れば、順ザヤとなってプラス収益が確保できる**。逆に、**資産運用利回りが付利金利を下回ると、収支上はマイナスとなる**。日銀の資産運用益の大半は長期国債の利息であり、イールドカーブの形状によって収益が変動するリスクがある。

このように、日銀の収支構造は、民間金融機関と同様に運用と調達のリザヤで成り立っており、通貨発行益を生み出す構造は中央銀行だけに特殊なものではない。異なる点は、日銀が法定通貨を無制限に発行できる独占権を持っていることである。

今後出口戦略を実行するという事は、**バランスシートを縮小する**ということであり、**この通貨発行益も減少する**。日銀の**収益状況を勘案しながらの出口戦略を模索する必要がある**がここにある。前頁の図にあるように、通貨発行益の一部は国庫納付金として国に納められている。2016年度は約5000億円にのぼっている。政府にとっても貴重な収入源である(このようなことから日銀と政府は一体としてみるべきという意見もある)

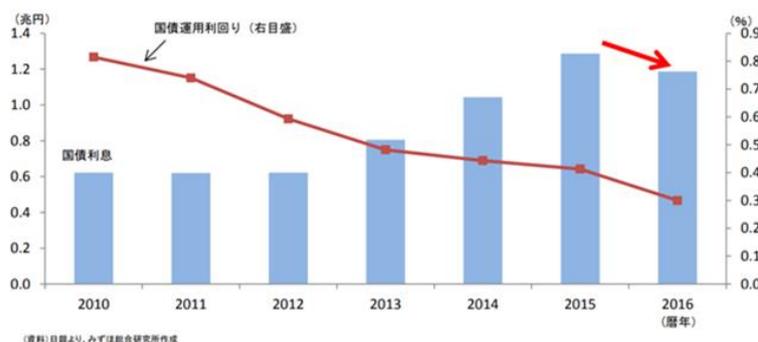
金融緩和を続ける日銀はどうなる？

このように**運用益である国債の利回りが高ければ通貨発行益はプラスになり収益が増加していくことになるが、日銀がマイナス金利を適用して、保有国債の利回りが低下し続ければいずれ通貨発行益はマイナスになる可能性がある**。これが出口戦略を急ぐ市場の懸念である。

2016年度における日銀が保有する国債の運用利回りは0.3%であるが、前年から0.1%低下している。2013年の量的・質的金融緩和開始以降、国際運用利回りは低下したが、保有残高がそれ以上に増加したため全体の収益は増えてきている。しかし、2016年はマイナス金利適用により、いよいよ国債保有を増やせば収益がマイナスになるという状態が起きつつある。

日銀の保有国債の**平均残存年数(デュレーション)**は約7年である。現状の低金利が続くと仮定すれば、高金利の国債が償還されるタイミングで、低金利の国債に再投資される。これが繰り返されることで、保有国債の運用利回りはデュレーション7年と同じ期間の国債利回り(▲0.1%)に近づいていく。そして、**2025年には日銀の収支は赤字化し、以後政策変更されなければ、赤字が累積し、債務超過に陥る状況が続くことになる**。

【日銀が保有する国債の運用利回り】



(資料)日銀より、みずほ総合研究所作成

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

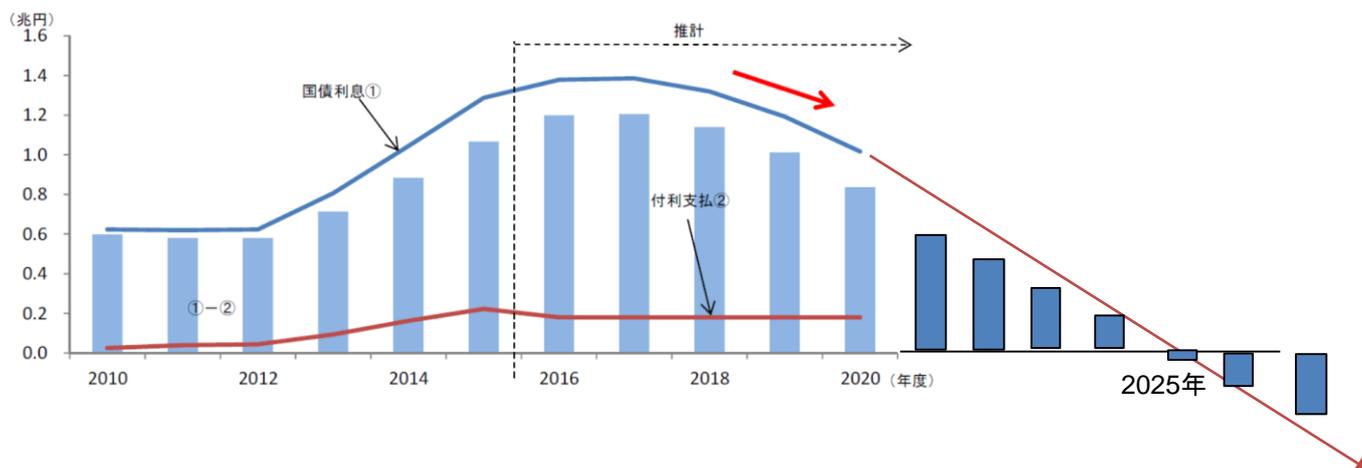


Market Flash

日銀の苦悩 バランスシート分析



【日銀の損益バランス推移と見通し】



利上げ局面の日銀収支

このように、このまま日銀が金融緩和を続けた場合、日銀の収支は赤字になる可能性が高い。それだけでなく、出口戦略として利上げ局面に入れば、さらに赤字は膨らむリスクがある。

冒頭で紹介した自民党の提言においても、出口戦略において日銀が債務超過となれば、「理論上、業務を続けることは可能」としつつも、「金融経済情勢によっては、円の信認を維持する措置を講じざるを得ないシナリオも覚悟しなければならない」とし、日銀に対し、出口戦略に伴うリスクなどの分析に関し、市場との対話をより一層円滑に行うことを求めている。

みずほ総研の試算では、

1%の金利上昇で2020年度末の日銀保有株式・債券時価総額は29兆円減少するとしている。

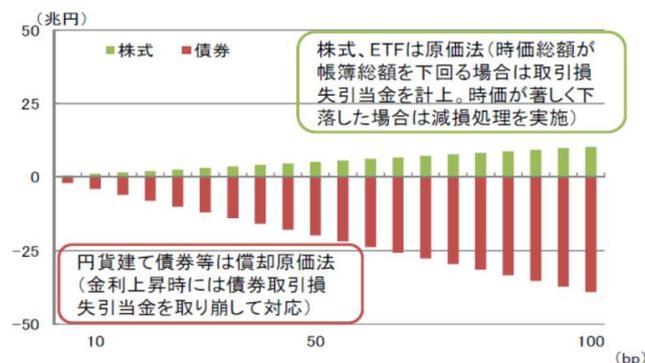
国債は制度上、損失がバランスシートに計上されないが、株式などのリスク資産の損失は現存処理が必要になる。債券と株式とは金利に対しては逆相関関係にあるので、金利上昇による日銀のバランスシートの毀損は一部で減殺されることになる。それでも金利1%上昇時の時価下落額は約29兆円と試算される。

【金利上昇と日銀保有資産の時価下落額(2020年度末)】

	想定金利上昇幅 (兆円)			
	10bp	25bp	50bp	100bp
時価下落額	-3.5	-7.5	-14.7	-28.8

(注) 2020年度末の日銀の買入残高635兆円(債券598兆円・株式37兆円)よりシミュレーションを実施。債券と株式市場の変化率の相関係数を用いて、金利上昇時の損失を時価ベースで計測。相関係数は過去20年間の0.28を用いて計算
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【金利上昇による株式・債券別保有資産の時価変化】



(注) 過去20年間の債券と株式市場の相関係数を用いて、金利上昇幅に対して保有債券および保有株式の時価下落額を計算
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。



Market Flash

日銀の苦悩 バランスシート分析



さらに、現状日銀は量的金融緩和を続行する意向を示している。このまま出口戦略を2020年まで引き延ばしたとすると更なるコストの増加が発生する。**2020年まで出口戦略を先延ばしした場合、1%付利引き上げによる収支悪化は1兆円、1%金利上昇による保有資産評価下落は5兆円の追加コストが生じるとみずほ総研では試算している。**それ以降引き延ばされれば当然さらなるコストが発生してくるわけである。

【2020年度末までの資産保有額】



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所試算

【出口先送りによる日銀の負担増】

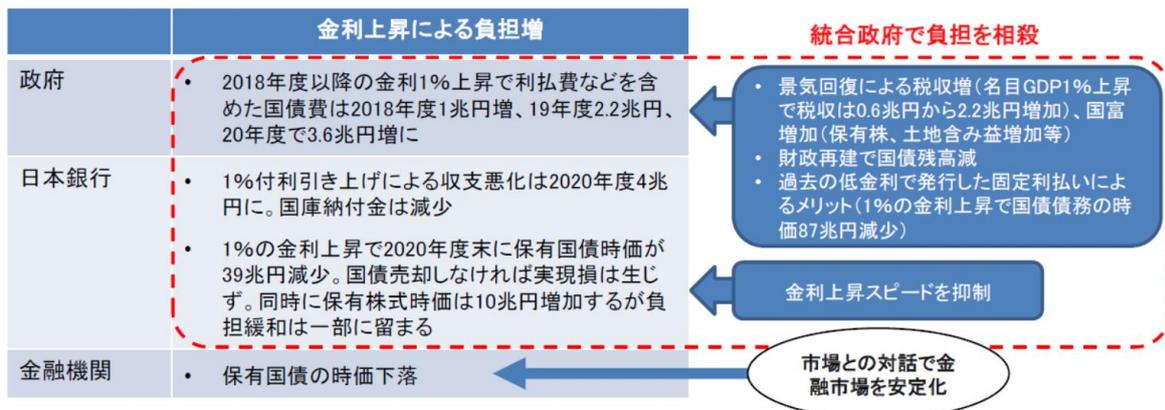
	2016年度末 ①	2020年度末 ②	先送りコスト (②-①)
1%の付利引き上げによる収支悪化額	3.1兆円	4.2兆円	+1.1兆円
1%金利上昇による保有資産の時価下落額	23.5兆円	28.8兆円	+5.3兆円
(うち債券)	(27.1兆円)	(39.1兆円)	(+12.0兆円)
(うち株式)	(▲3.6兆円)	(▲10.3兆円)	(▲6.7兆円)

(注) ▲は時価増加を示す

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所試算

このように、**日銀が出口戦略を進める場合、日銀の実質的債務超過の避けられない。**日銀の自己資本は7.7兆円(2016年9月末)であり、金利上昇時の保有有価証券の時価下落額を下回り、実質的な債務超過状態に陥る可能性がある。ただし、政府と日銀の統合政府で見れば、日銀の保有国債の時価下落(含み損)は政府の国債債務の時価減少(含み益)で相殺されて大幅なプラスとなる(この意見にはいろいろ疑問を投げかけられている)

【金利上昇を受けた政府・日銀の負担】



(資料) 日本銀行、財務省等よりみずほ総合研究所作成

いずれにしても、出口戦略における金利上昇局面では日銀の負担は大きく、政府と協調して対応せざるを得ないであろう。先月のレポートでご紹介したみずほ総研の提言は、決して日銀単独で対応できるものではなく、に都銀・政府・金融機関が三位一体で対応していかなければ決して出口戦略を実行できないとしている。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。



Market Flash

日銀の苦悩 バランスシート分析



日銀の財務悪化に関する5つの疑問点

1. 日銀の財務が悪化すると通貨円の信認が低下するか？

通貨との関係においては、基本的に「円の信認は、日銀のみならず、むしろ日本政府の信用力と強くかかわってくると考えるべきであろう。」とし、単に日銀の財務の悪化で通貨の信認が毀損するものではないだろう。

2. 日銀の財務が悪化すると金融政策遂行に支障が生じるか？

日銀の財務悪化が政策運営に影響を及ぼすような規定は日銀法では定められていない。資金調達については、日銀の判断で無制限に通貨を刷ることが可能だ。ただし、財務悪化が政策運営を歪める可能性を指摘する見方もある。中央銀行が債務超過を自らのオペレーションで克服しようとするれば、多額の通貨発行益を稼ぐ必要があり、そのため高率の貨幣供給、インフレーションが必要になる。これまでの日銀の総裁もこのような点について中年米の例などを用いて、自らの判断で適切な政策の運営を行っていくことが困難な場合もありうることを発言している。このように財務悪化が直接影響を与えることはないが、日銀の政策運営については、一定の配慮が必要になるであろう。

3. 日銀は倒産するのか？

日銀法では倒産を想定した規定はない。一時的に赤字になったとしても、通貨を発行し資産に投資することで通貨発行益が得られるため、赤字は永続的ではない。一方で、政府のサポートについても規定はない。**1990年代後半の日銀法改正前には、政府による赤字補填の項目があったが、改正により削除された。**しかし、日銀において倒産するような状況にはなりにくく、調達面で困難になることはない。

4. 金利が上昇すると日銀が保有する大量の国債に含み損が発生するのか？

日銀は、保有国債を償却原価法で評価しており、時価下落を損失としては認識しない。

償却原価法とは、金融資産を債権額と異なる金額で計上した場合において、当該差額が主に金利の調節部分に該当するときに、これを弁済期または償還期に至るまで毎期一定の方法で取得価額に加減する方法である。現状、ETF残高は14兆円あり、これらについては時価評価の対象となる。2017年3月末現在、約2.7兆円の含み益となっている。

5. 日銀は収支悪化を回避する対策をとっていないのではないか？

日銀の対応としては、まず自己資本比率を10%程度とすることを目指し、その上下2%の範囲内になるよう財務運営している。また、債券売却などで生じる損失に備えるために、債券取引損失引当金の積み立てを行っている。日銀が保有する長期国債などの利息収入と超過準備に対する付利などの支払いの差額、つまり、**日銀の収益に対して、その50%を積み立てることが可能になっている。**(2016年度には約4600億円の積み立てを行っている)

このように、現在の金融緩和が継続されることによって、日銀は様々なリスクを抱えることになる。これをどのようにうまく切り抜けていけばいいのか、5月のレポートでは、シリーズ最後として、みずほ総研の出口戦略シミュレーション分析をご紹介します。