

Market Flash

**日銀の苦悩3
～出口戦略シミュレーション～**

2018.05



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

Market Flash

日銀の苦悩 出口戦略シミュレーション



3月、4月のレポートで日銀の出口戦略についてのみずほ総研の提言と日銀のバランスシートの実態を説明した。日銀の出口戦略の最終号として今月は、みずほ総研の行ったシミュレーション結果を簡単にご紹介する。
現在のゼロ金利政策を永遠の続けることは最大のリスクであり、少なくとも2020年までにはその出口戦略を明らかにして市場と対話しながら金融市場を正常化させないと日本経済の危機を迎えることになる。
 それでは、みずほ総研のシミュレーションの内容を見ていこう。

＜シミュレーションの前提条件＞

シミュレーションを行うにあたって以下の点を想定した。

- 国債残高は足元の年間60兆円増加するペースから徐々に増加ペースが減少し、5年後の2022年には残高維持に移行すると想定
- 長期金利については。日銀がイールドカーブ・コントロールの運用を徐々に柔軟化し、金利上昇局面ではある程度の金利上昇を容認するシナリオを想定
- 利上げのタイミングについては2020年を基本シナリオとした。

試算における前提としては、

- ① 付利を中心とした政策金利の動向
 - ② 長期金利の上昇度合い（イールドカーブの立ち方）
- に大きく左右される。

【シミュレーションの前提となる出口戦略シナリオの8つのケース】

	シナリオ	内 容
①	金利は現状維持	現状維持（政策金利残高▲0.1%、基礎残高+0.1%）
②	日銀の収支均衡ペースで利上げ・YCC維持	2020年度にマイナス金利を解除。日銀収支がゼロとなるように平均8bpペースで利上げを長期間継続
③	緩やかな利上げ・YCC維持・BS縮小	2020年度にマイナス金利を解除。21年度0.5%まで利上げを実施して横ばい 日銀バランスシートを2024年度以降、毎年10兆円縮小
④	緩やかな利上げ・YCC解除	2020年度にマイナス金利を解除。年25bpペースで2029年度2.5%まで利上げを長期継続
⑤	日銀の累積損を回避するペースで利上げ	2020年度にマイナス金利を解除。累積損が生じないように、2021年度1%、28年度2%を経て、31年度2.5%まで利上げを継続
⑥	急速な利上げ	2020年度にマイナス金利を解除。年50bpペースで2024年度2.5%まで利上げを継続
⑦	急速な利上げ・BS縮小	2020年度にマイナス金利を解除。年50bpペースで2024年度2.5%まで利上げを継続。日銀バランスシートを2024年度以降、毎年50兆円縮小
⑧	バブル崩壊前の急速なペースで利上げ	2019年度から21年度まで年1%ペースで利上げを実施。21年度以降は3%で横ばい

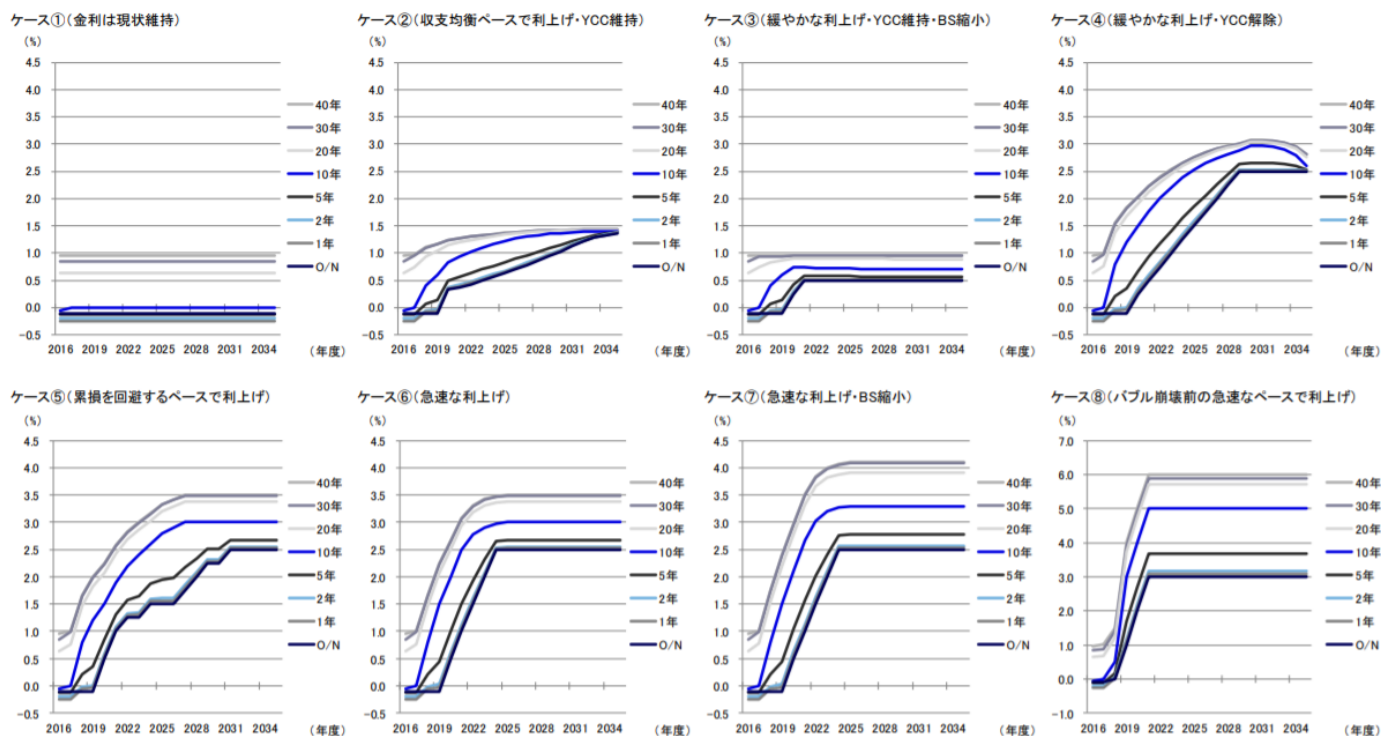
物価・金利
上昇ペース
加速

（注）シナリオ①～⑧共通として、国債買入れ増加額について現状の年60兆円から毎年10兆円ずつ減少させていくことを実施。
 （資料）みずほ総合研究所

Market Flash

日銀の苦悩
出口戦略シミュレーション

【各シナリオで想定される年限別国債金利】



(注) ケース⑧のみ縦軸の縮尺が異なる。
(資料) みずほ総合研究所

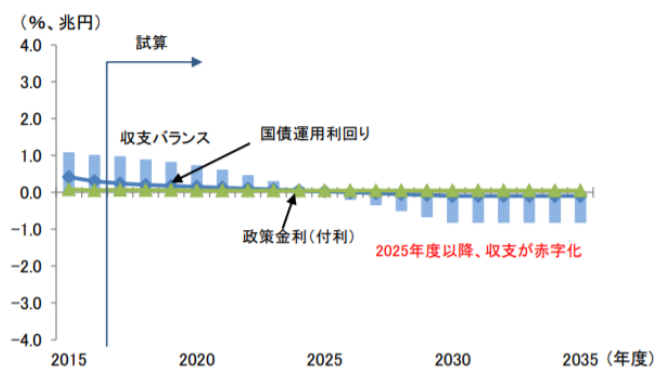
1. 金利が現状維持なら2025年には日銀は赤字に転落 ケース①

ケース①(金利現状維持)では、国債の再投資が進むにつれて国債運用利回りが低下し続ける。そして、**2025年度は、国債運用利回りが付利金利を下回るターニングポイントとなる。最大赤字幅は、0.8兆円の規模となり、2030年以降はこの状態が長期化する。**

先月のレポートで見たように、日銀赤字が即問題になることはないが、長期化した場合は、日銀の信任への影響も考えられる。この意味でも、このまま**出口戦略を考えないで現状維持を続けるのは2020年まで**であり、それまでに何らかの手を打つ必要がある。

日銀に残された時間は短いのである。

【ケース①: 金利は現状維持】



日銀の苦悩 出口戦略シミュレーション



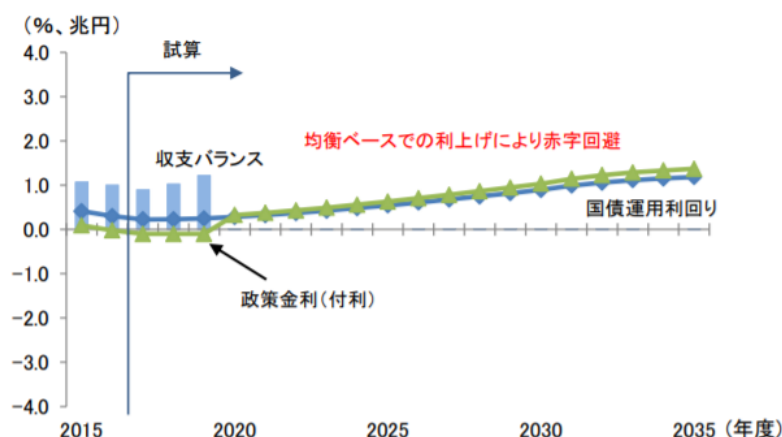
2. 収支が赤字にならないように利上げするケース ケース②

日銀が赤字にならないよう制約条件をつけた場合、日銀はどのようなペースで利上げできるかを試算したのがケース②である。

2020年度にマイナス金利を解除し、27bp (0.27%) の利上げを行い、以降は、**年4bpから8bpの利上げを行えば収支均衡が保たれる。**

しかし、このシナリオでは**2035年までの長期間にわたって、年間わずか8bpしか利上げができない**ということであり、実際の日銀の政策としては想像できない。本ケースはあくまでも、日銀の赤字回避には最低どの程度の利上げが必要かという目安を示したものである。

【 ケース②: 均衡ペースでの利上げ・YCC維持 】



3. 利上げを年0.25%に上げて耐えられるか ケース③、ケース④

実際の日銀の政策として現実的な0.25%の利上げを行う場合、そのペースなどの違いによりシナリオは異なる。

ケース③においては、**2020年度と2021年度は25bpずつ利上げするが、21年度以降は利上げを停止する一方、バランスシートを毎年10兆円ペースで縮小させることを想定。**

ケース④においては、2020年度のマイナス金利解除後、**利上げペースは、年25bpとする。**景気動向をにらみながらの利上げとなり、イールドカーブ・コントロールも継続される可能性が高い。

日銀の収支上は、長期金利が上昇して長短金利差(付利と長期金利の差)が拡大する方が望ましい。市場の混乱が生じなければ、日銀はイールドカーブ・コントロールを解除し、長期金利の上昇を容認する政策に転ずるであろう。ケース④の結果では、**収支バランスは2029年度の2.6兆円赤字まで悪化する。その後、利上げが止まることで収支は急速に改善する。**長期金利の上昇を容認することで、国債再投資による高い運用利回りを享受できることが収支改善に繋がると予想する。

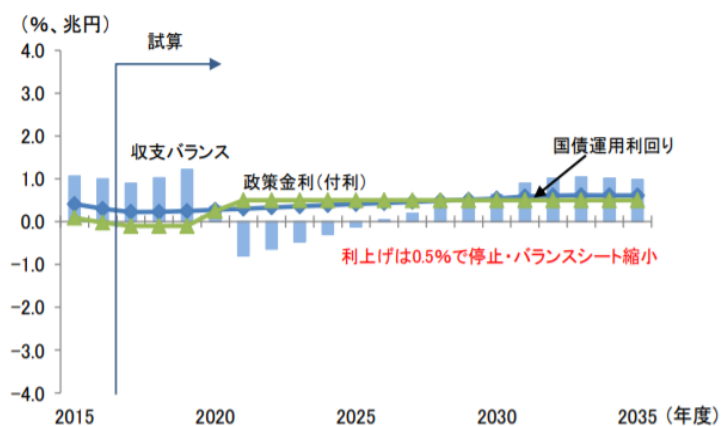
ただし、2020年度以降、収支は赤字に転じて赤字幅が拡大していくため、**30年度には積立金を取り崩して、累積損失(債務超過)に転じる。2033年度には累積損失は解消するが、一時的にせよ、日銀が債務超過になるならば、各方面から様々な議論が巻き起こるであろう。**

Market Flash

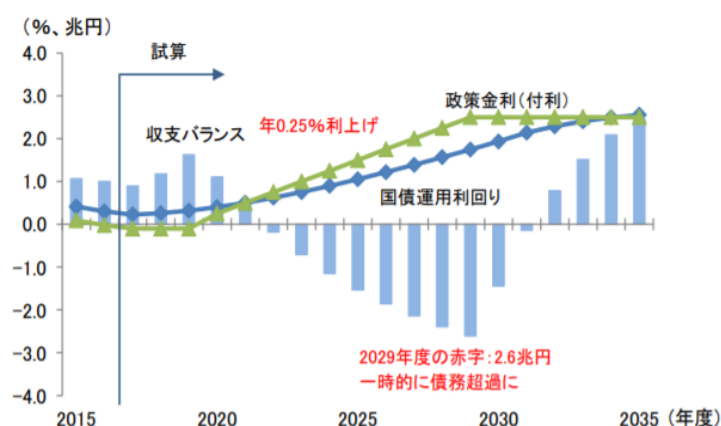
日銀の苦悩 出口戦略シミュレーション



【ケース③: 緩やかな利上げ・YCC維持・BS縮小】



【ケース④: 緩やかな利上げ・YCC解除】



4. 引当金の活用

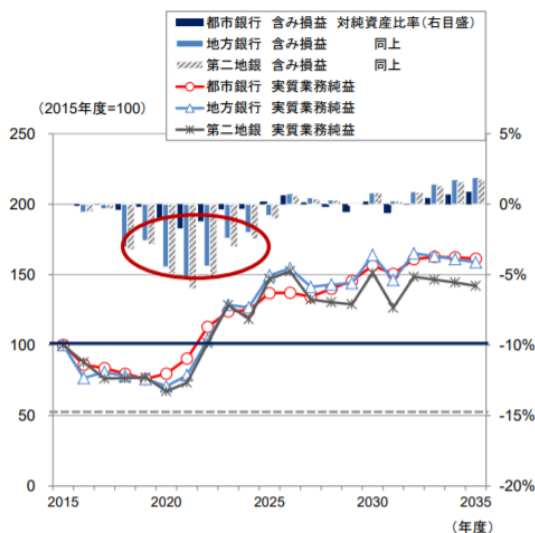
ケース④のような債務超過を防ぐための方策はるのであろうか？その方策の一つが引当金の活用である。

日銀には、2016年度現在、債権取引損失引当金が3.1兆円、外国為替等取引損失引当金が1.5兆円、その他の法定準備金が3.1兆円の合計約8兆円ある。

ケース⑤(累損を回避するペースでの利上げ)は、利上げまでの期間に生じるシニョリッジ(通貨発行収益)を全額引当金として積み立てた場合の試算である。

2021年度1%、28年度2%を経て、31年度2.5%まで緩やかに利上げを実施すれば、収支バランスは2020年度から29年度までで最大2.7兆円の赤字が発生するが、引当金を活用すれば債務超過にはならない。

【ケース⑤: (日銀の) 累損回避ペースで利上げ】



Market Flash

日銀の苦悩 出口戦略シミュレーション



5. 急激な利上げ

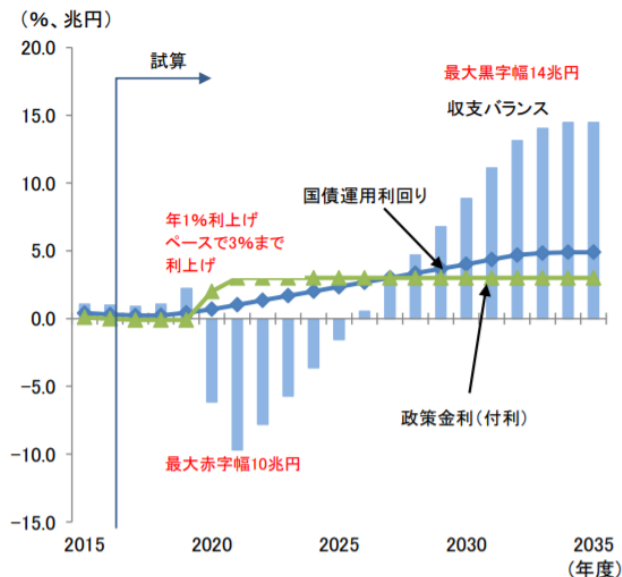
次に、これまでより速いペースの利上げを想定したケースがケース⑥である。2020年度以降、年間0.25%の利上げを行い、24年度に2.5%に達するまで行われる。

この結果、収支は2021年度に1.6兆円の赤字になり、29年度まで赤字が続き、その間の赤字の累計は30兆円に達する。引当金など8兆円を取り崩しても2024年度には債務超過に陥ることになる。その後は、徐々に赤字が減少し30年度に黒字化、35年度に累積損失が解消するシナリオである。

また、ケース⑦の場合は、政策金利を2.5%まで引き上げた後、バランスシートを縮小する前提で試算したものである。この場合、付利支払いコストを軽減する効果が利上げ局面で大きくなる可能性がある。ただ、バランスシート縮小ということは国債残高拡大による利上げ効果を楽しむことができないという点に留意が必要だ。

そして、さらなる急激な利上げのケースが、ケース⑧である。バブル崩壊前の急速なペースでの利上げを想定。この場合、2035年度までの最大赤字額は10兆円となる一方、最大黒字額も14兆円の規模となる。

【 ケース⑧：バブル崩壊前の急速なペースでの利上げ 】



Market Flash

日銀の苦悩 出口戦略シミュレーション



6. 日銀のシミュレーション結果

- ケース①のように金融緩和を長期化すれば、いずれ日銀の収支は赤字に転落して、黒字化が困難になる
- 緩やかな利上げが日銀財務にとってプラス。ただし、日銀の赤字を回避しつつ利上げを行うならば、年平均8bp程度の極めて緩やかな利上げしかできない(ケース②)。年25bpの利上げ継続ならば一時的に赤字に転落するがいずれ債務超過は解消される可能性(ケース④)
- 一方、急速な利上げを行う場合、収支が大幅にマイナスとなり、一時的にも巨額の累積損失が生じうる。このため、出口を円滑に遂行するために引当金などの活用(ケース⑤)やバランスシートの縮小(ケース③⑦)などを組み合わせることも選択肢になる。
- 今回のシミュレーションはあくまでも日銀単独の収支を評価している。ケース⑥～⑧の急速な利上げのケースは、物価目標2%が達成される状況が想定される。日銀の収支が大幅な赤字となっても、税収が大幅に増加していると考えられ、日銀と政府を合わせた視点で見ればプラスの評価となる可能性がある。

これらのシミュレーションのどのシナリオを日銀は採用するのか？あるいは違うシナリオを考えているのか？

いずれにしてもいえることは、あまり時間がないということといかなる政策を採用するにしても市場との対話が極めて重要になるということである。

- 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、現実的な選択肢はケース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	収支均衡ベースで利上げ・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	累積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	×