

【 緊急レポート 】

# 日銀の金融政策修正可能期間は今後半年程度だけ ～2018年7月決定会合は持続的緩和強化への布石～

2018.7.26

みずほ総合研究所

## 《 構 成 》

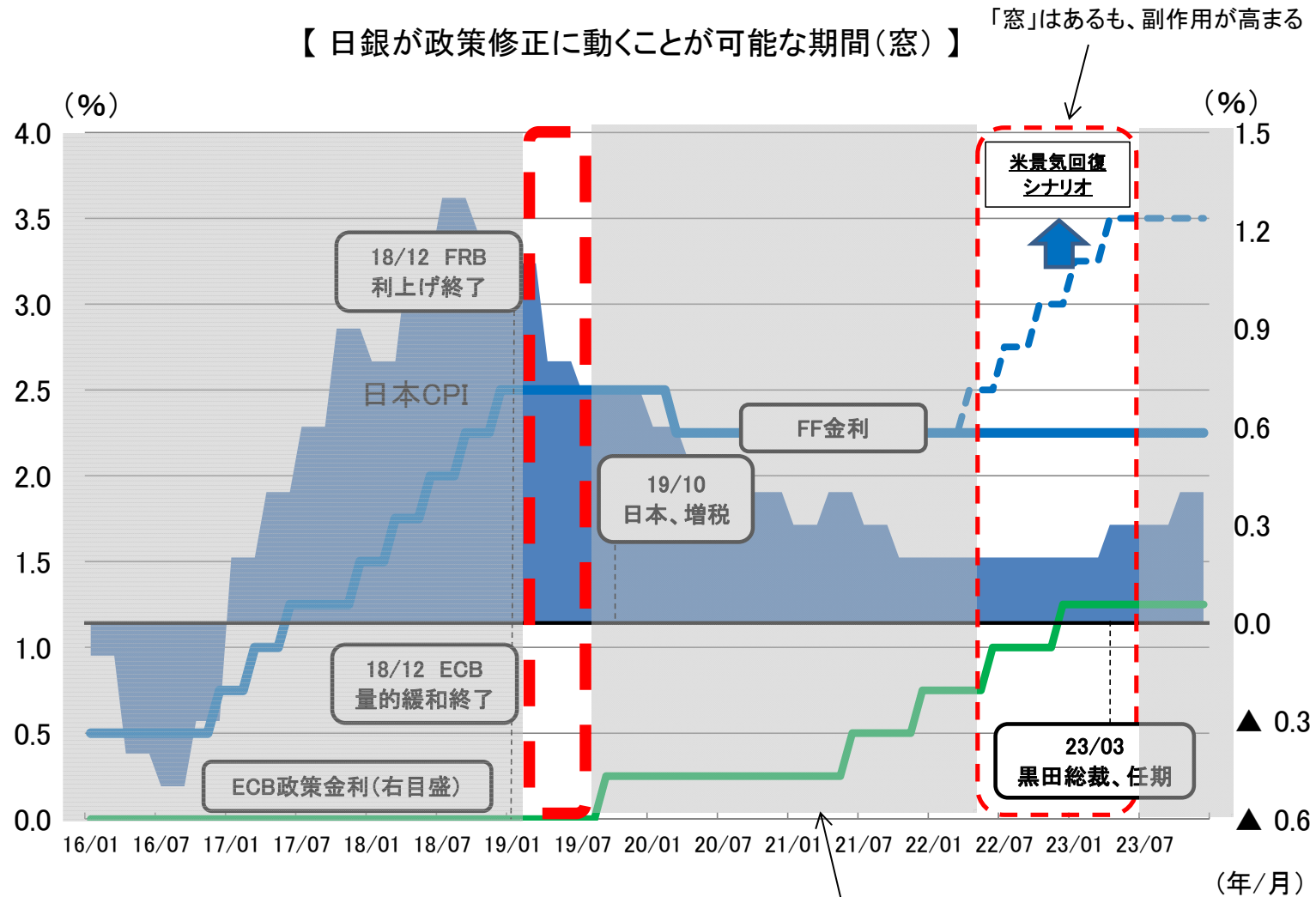
---

- |                         |     |
|-------------------------|-----|
| 1. なぜ、残された時間は半年程度しかないのか | P5  |
| 2. 2018年7月会合の3論点        | P22 |
| 3. 持続的緩和実現の4政策          | P32 |

## まとめ

- 日銀が政策修正に向け自由度を有する時期は今後半年程度に限定される
- この背景に、海外で日銀の政策変更猶予期間を可能とする米国の利上げの終了が2020年以降と予想されること。国内では2019年10月の消費税引き上げが近づくこと
- 米国が再び利上げに転じる場合、2022年以降も政策変更の可能性残存。ただし、低金利継続の副作用が累積的に生じるなか、今後半年間の政策修正の意義は大
- 米中間選挙後、2018年末から2019年初にかけて限られた時期を照準とした場合、日銀はその準備として2018年7月から9月にかけて地ならしを行うことが必要
- 7月会合では、次の3対策を想定。①物価見通し引き下げ、②80兆円の国債買入れ文言の削除、③長期的目標実現に向け持続的緩和効果最大化を実現する政策の在り方の議論
- 2019年初に向け、2%物価目標への現実的な「日銀版OKルール」を適用し、費用対効果を見極めたうえで、短期戦の異次元緩和から持続的な緩和政策強化へのシフトを行う可能性。具体的には、①イールドカーブコントロール弾力化、②マイナス金利のゼロ化、③6兆円のETF買い取り減額、更に、④オーバーシュート・コミットメント強化で、緩和効果拡大のコミットメントを明示
- 以上の実現には米国を中心とした内外環境の好調さや急激な円高回避が前提。追い風がない場合、2022年以降まで金融政策の自由度を喪失する「永遠のゼロ」シナリオの可能性残存

# 今後半年が残された期間。2022年以降も「窓」はあるが副作用累積と不確実性拡大



網掛け: 日銀の政策修正が困難な時期

(注)見通しはみずほ総合研究所中期見通し  
 (資料)Bloomberg、総務省より、みずほ総合研究所作成

## 2018年7月金融政策決定会合の3論点と持続的緩和への4つの修正軸

---

### 7月金融政策決定会合の3論点

- 物価見通しの修正
- 80兆円の国債買い切りの文言の削除
- 長期的な目標実現に向けた持続的な緩和効果最大化に向けた政策の在り方の議論

### 持続的緩和への4つの修正軸

- イールドカーブ・コントロール弾力化
- マイナス金利政策のゼロ化
- 6兆円のETF買い切りの減額
- オーバーシュート型コミットメントを強化し持続的緩和強化を明示

---

● 1. なぜ、残された時間は半年程度しかないのか

～制約を勘案後、期間は限定～

## 「黒田2.0」における不都合な「3つの断絶」

○ 黒田総裁2期目（黒田2.0）は1期目（黒田1.0）と政治、経済・市場環境、金融環境の面で持続性に難点

### 【 黒田1.0から2.0への断絶 】

	黒田1.0 (2013年3月～2018年4月)	黒田2.0 (2018年4月～2023年4月)
政治情勢	・与党への高い支持を背景としたアベノミクスと一体	・ポストアベノミクスも視野に入れた政策遂行の要請も
経済・市場環境	・世界経済の回復、米国の利上げ基調に伴う円安への転換が追い風	・既に米国景気回復期間が109ヶ月になるなか、今後5年間景気回復が継続することは困難、円高リスクに晒されやすい
金融環境等	・預貸金利回り縮小が金融機関の収益押し下げも、景気回復による信用コスト低下。金利低下で債券含み益増加	・低金利長期化による収支悪化（2023年問題）。債券含み益は減少に転じる

(資料) みずほ総合研究所作成

# 「黒田1.0」と「黒田2.0」の断絶

○ 「黒田2.0」は、経済・市場環境での追い風が逆風に転じ不確実性拡大、金融環境面では副作用の影響が累積的に拡大

【 黒田1.0と2.0の断絶 】

金融政策	<b>【 黒田1.0 】</b> 金融緩和強化による短期での物価目標達成	<b>【 黒田2.0 】</b> YCCによる長期戦での目標達成
政治情勢	アベノミクス 金融緩和、財政出動中心での需要押し上げ	
経済・市場 環境	世界経済の回復 日米金利差拡大が円安圧力に	米景気減速リスク、 日米金利差縮小による円高リスク
金融環境	金利低下による 債券含み益増加 景気拡大による 信用コスト低下	預貸金利回り縮小による 金融機関収益押し下げ

(資料) みずほ総合研究所作成



## 日銀の不都合な真実 「5回のジンクス」 ～日銀が出口政策に向かう期間は限定

- 過去の日米欧金融政策の出口局面では、欧米の利上げ後の最期に日銀が金融引き締めを実施するサイクルの繰り返し
- FRBが利下げに転じれば、日銀は利上げが困難となる可能性が高く、出口戦略の猶予期間は限定

### 【 金融市場の「5回のジンクス」と6回目の展望 】

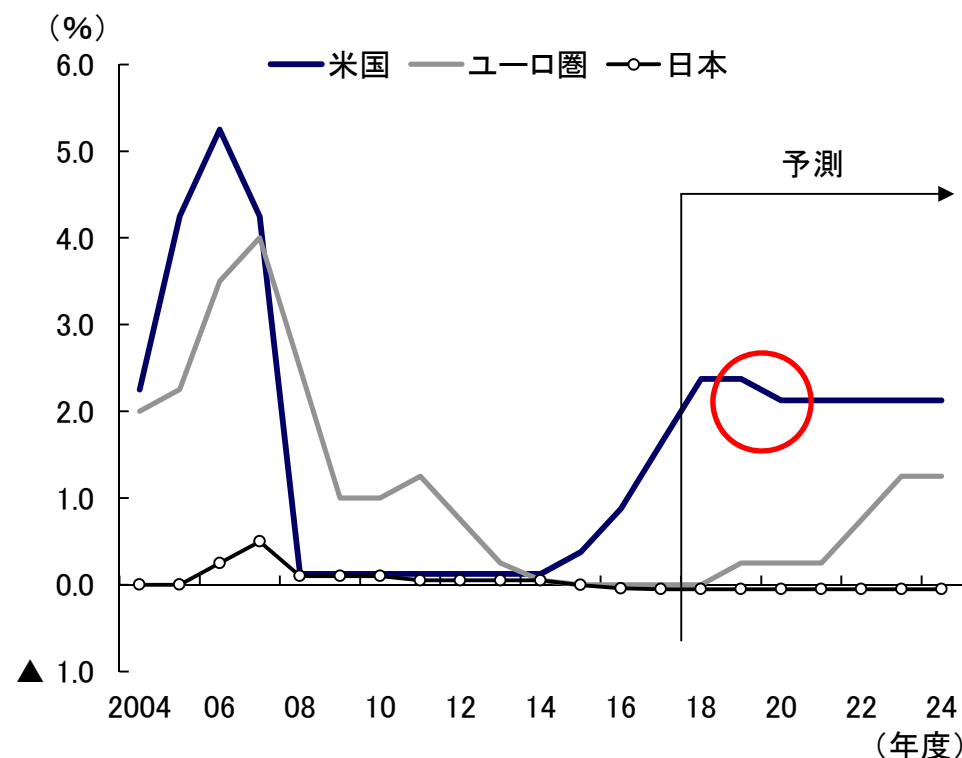
	米国引き締め開始時 公定歩合	ドイツ(ECB)引き締め 開始時公定歩合	日本の引き締め 開始時公定歩合	日本利上げ後の環境	原油価格動向
1回目 1970年代 前半	1973/1(二番目) 4.5% → 5%	1972/10(最初) 3% → 3.5%	1973/4(最後) 4.25% → 5%	74年から世界的不況 独ヘルシュタット銀行 問題	第一次 石油危機
2回目 1970年代 後半	1977/8(最初) 5.25% → 5.75%	1979/3(二番目) 3% → 4%	1979/4(最後) 3.5% → 4.25%	80年以降 世界的減速 ラ米問題	第二次 石油危機
3回目 1980年代 後半	1987/9(最初) 5.5% → 6%	1988/7(二番目) 2.5% → 3%	1989/5(最後) 2.5% → 3.25%	90年以降 世界的減速 S&L,LBO問題	イラク侵攻 原油価格上昇
4回目 1990年代 後半	1999/6(最初) 4.75% → 5% (FFレート)	1999/11(二番目) 2.5% → 3% (ECB政策金利)	2000/8(最後) 0% → 0.25% (O/Nコールレート)	01年 ITバブル崩壊	10年ぶり 原油価格高騰
5回目 2000年代 半ば	2004/6(最初) 2.5% → 2.75% (FFレート)	2005/12(二番目) 2% → 2.25% (ECB政策金利)	2006/7 利上げ(最 後) 0% → 0.25% (O/Nコールレート)	07年 サブプライム危機	原油価格高騰
6回目 今回	2015/12(最初) 0.25% → 0.50% (FFレート)	出口の観測が一部に 浮上	出口見えず		

(資料) みずほ総合研究所作成

# 「黒田2.0」では2020年頃に米金融政策の転換が視野に

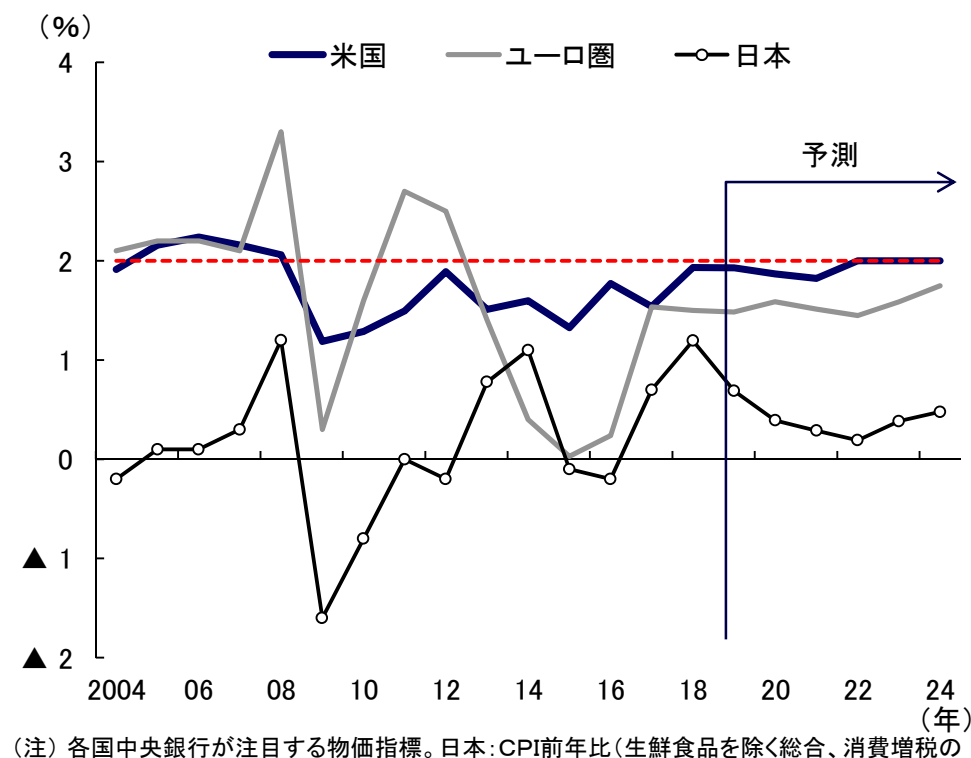
- みずほ総研は、米国は2020・21年に景気が減速、FRBは利下げに転換すると予想
- 2022・23年以降の利上げも展望するものの、不確実性は大きい

【日米ユーロ圏の政策金利】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【日米欧のインフレ率】



(注) 各国中央銀行が注目する物価指標。日本：CPI前年比(生鮮食品を除く総合、消費税の影響除く)。米国：PCEデフレーター前年比(エネルギー・食品を除く総合)。ユーロ圏：HICP前年比(総合)。

(資料) 総務省、米国商務省、Eurostatより、みずほ総合研究所

## IMF世界経済見通し(2018年7月)も、2020年に米国経済が減速の見通し

- IMFは、2020年以降の米国の成長減速を予想
- 世界経済の成長にとって短期的に最大の脅威として貿易摩擦激化のリスクを指摘。企業のセンチメントが悪化した場合、世界のGDPが予測値を0.5%下回る可能性があるとの見方を示す

【 IMF世界経済見通し(2018年7月) 】

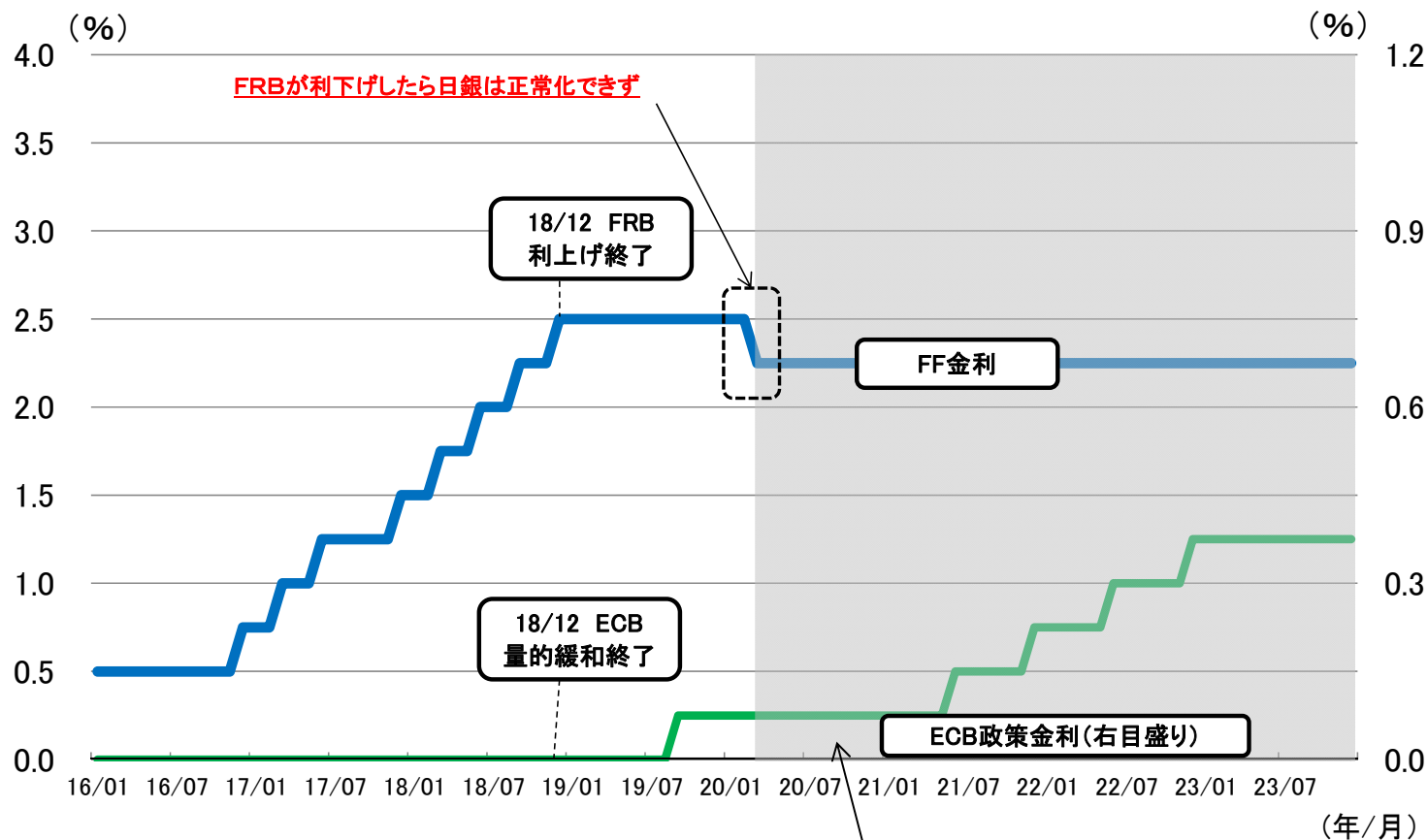
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
世界	3.7	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7
先進国	2.4	2.4	2.2	1.7	1.7	1.5	1.5
米国	2.3	2.9	2.7	1.9	1.7	1.5	1.4
日本	1.7	1.0	0.9	0.3	0.7	0.5	0.5
ユーロ圏	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5	1.5	1.4
新興国 途上国	4.7	4.9	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0
中国	6.9	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5

(資料) IMFより、みずほ総合研究所作成

## 2020年米国からの制約: 米政策金利が下げに向かえばタイムアウト

- 2020年にFRBが利下げを行った場合、日銀は政策修正が困難となる可能性。米国経済が減速する前に日銀は政策修正に動く必要

【 欧米の政策金利見通しと日銀が政策修正を行える期間 】



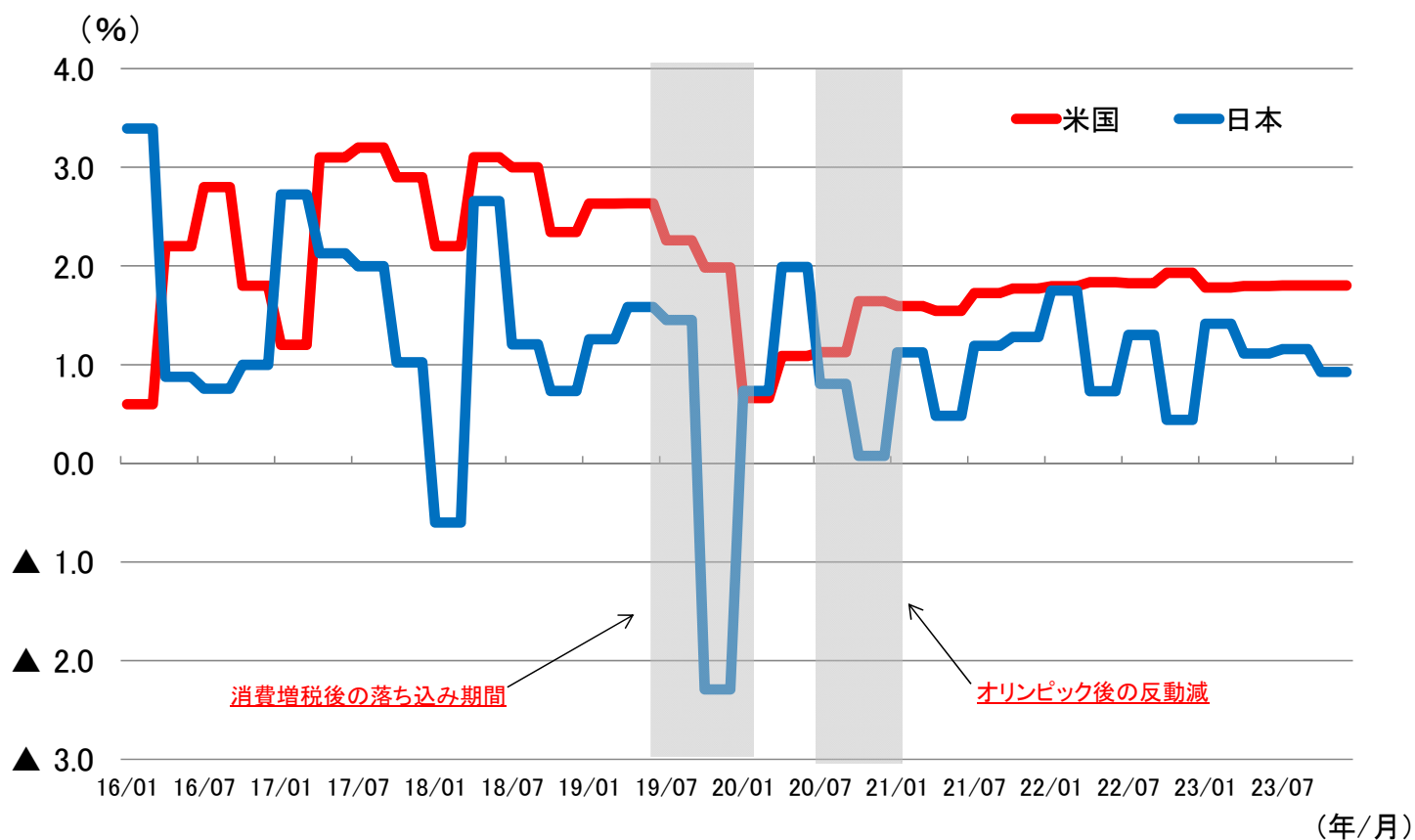
(注)見通し:みずほ総合研究所中期見通し  
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

日銀の政策修正が困難な時期

## 2019年春以降の制約要因：消費増税前後、東京五輪反動減時期

- 国内では消費増税前後(2019年春以降2020年前半)や、東京五輪開催後の景気落ち込み期間(2020年後半以降)には政策修正が困難。2019年夏に予定される参院選前後、また、同年5月の改元のタイミングでは政策修正に動きにくい

【 日米実質GDP成長率の見通しと日銀が政策修正を行える期間 】

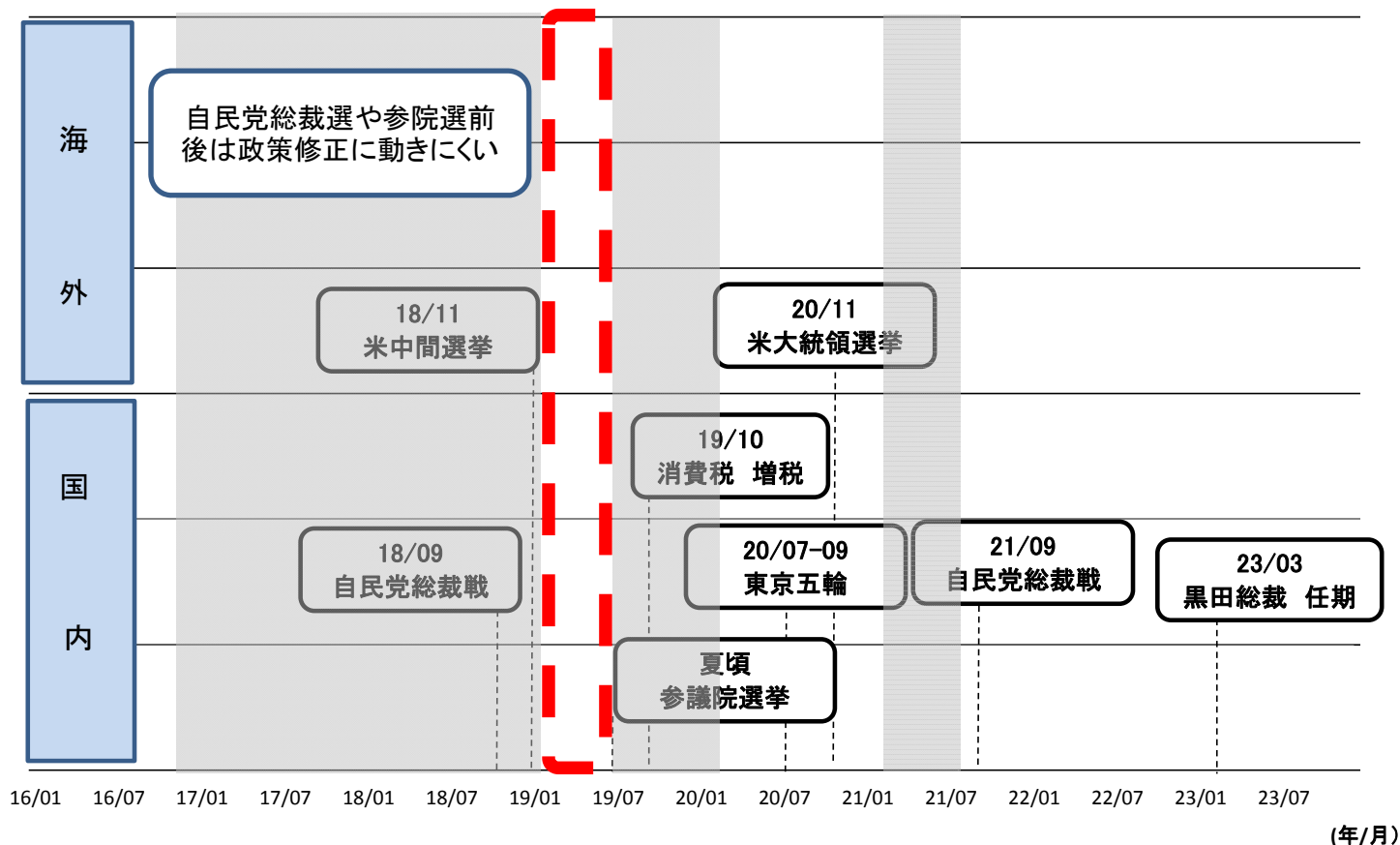


(注)見通し:みずほ総合研究所中期見通し  
(資料)内閣府、米国商務省より、みずほ総合研究所作成

## 2018年政治日程制約：自民総裁選、米中間選挙等を踏まえれば18年12月以降に限定

- 2018年政治日程の面では、9月の自民党総裁選や、11月7日の米中間選挙のタイミングでは不確実性が高く政策修正に動きにくい。ただし、米中間選挙後は米通商政策への警戒が一服し為替市場が落ち着く好機を迎える可能性も

【 2023年までの政治日程と日銀が政策修正を行える期間 】

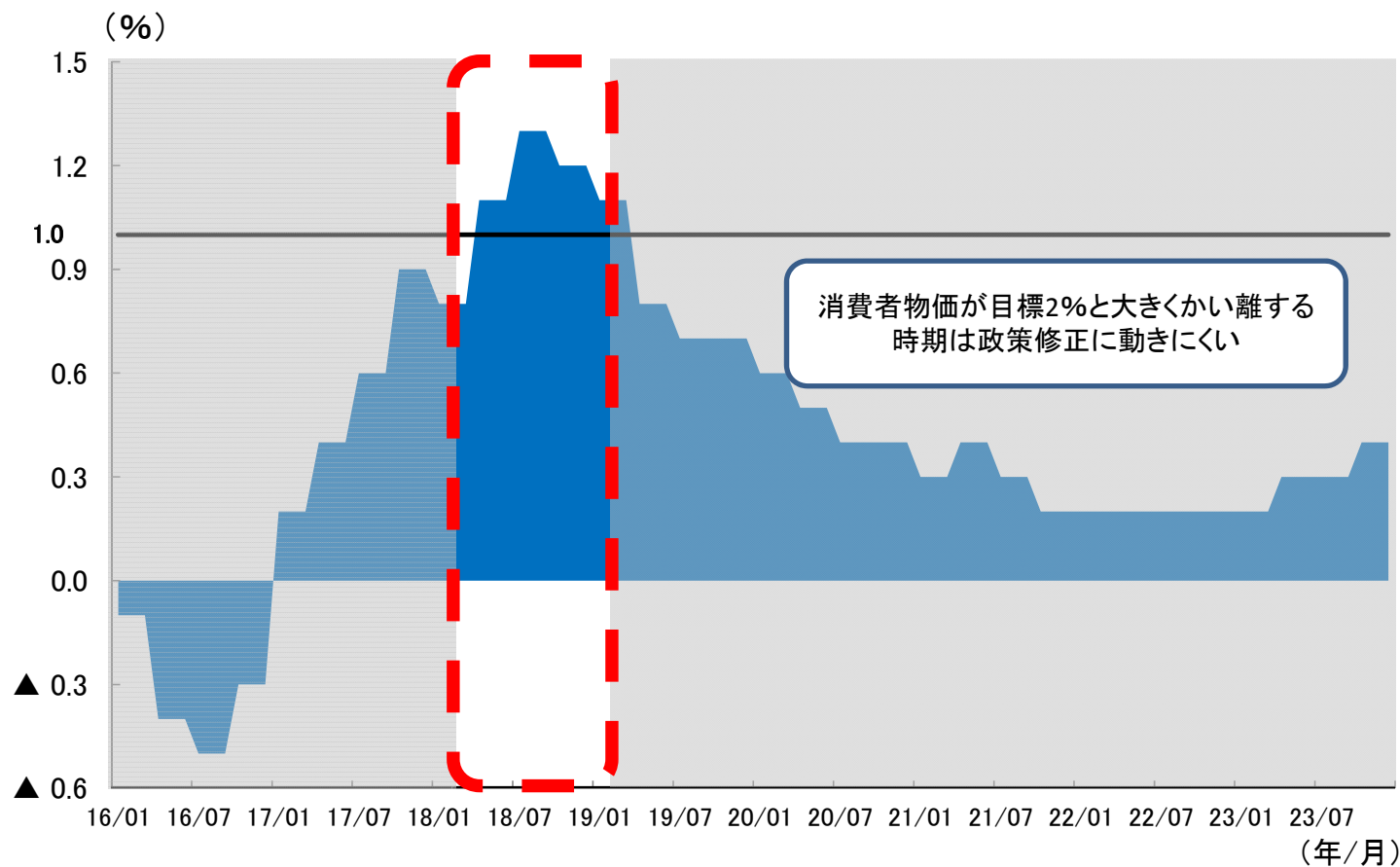


(資料)みずほ総合研究所作成

## 日本の物価制約:「OKルール」可能な1%を超える時期は2018~19年に限定

- 消費者物価上昇率は年後半から来年前半にかけ1%台で推移すると予想。消費者物価が低下基調で推移する時期は政策修正に動きにくい

【日本:消費者物価上昇率の見通しと日銀が政策修正を行える期間】

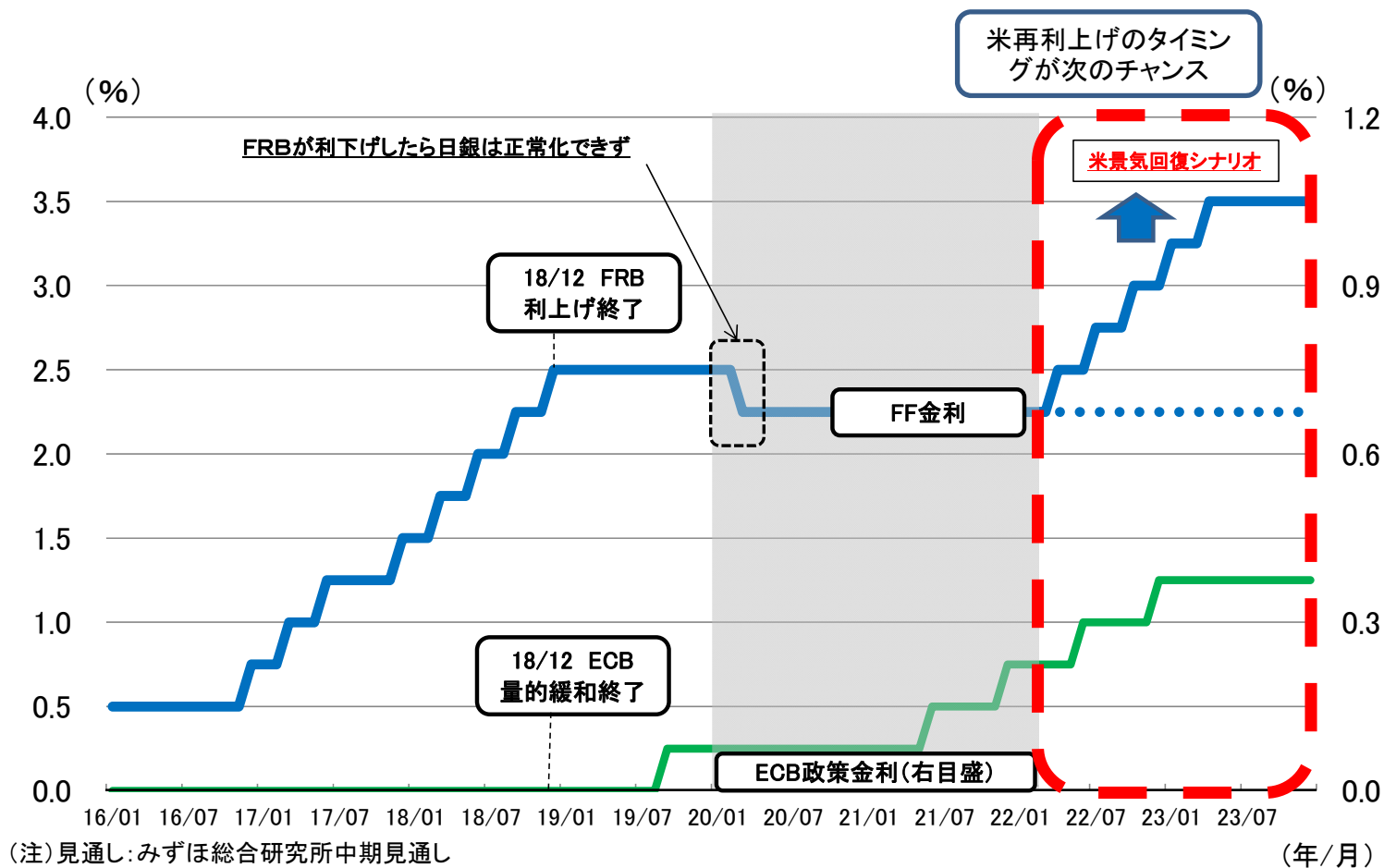


(注)見通し:みずほ総合研究所中期見通し  
(資料)内閣府より、みずほ総合研究所作成

## 2022年以降の「窓」:FRBの再利上げの2022年以降も可能性はあるが

- 来年前半までに政策修正が行えない場合、次のタイミングは2022年以降、FRBが再び利上げを行った場合のタイミング  
ただし、米国の回復が遅れる不確実性は大きい

【 米国が再利上げを行った場合の日銀が政策修正を行える期間 】



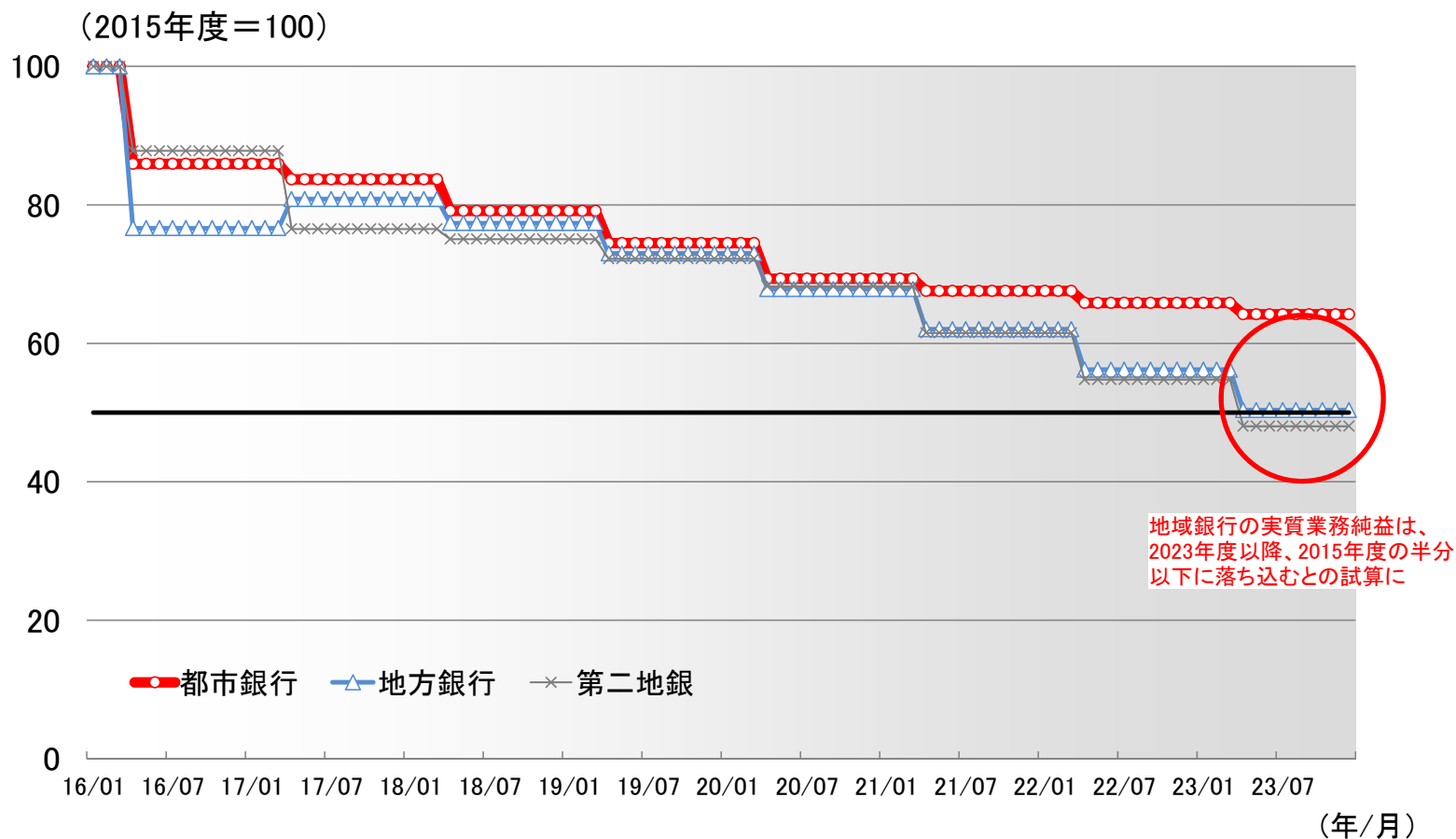
(注)見通し:みずほ総合研究所中期見通し  
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成



## 副作用1: 2023年問題、金融機関の減益継続。累積的副作用の高まり

- 「2023年問題」として、地域金融機関を中心とした収支圧迫が累積的に金融システムに負担をかける可能性
- 海外でも欧州中心に、“Low- for- long scenario”(低金利の長期化の副作用)として議論に

【 金融機関: 実質業務純益の見通し(日銀が政策を維持するケース)と日銀が政策修正を行える期間 】

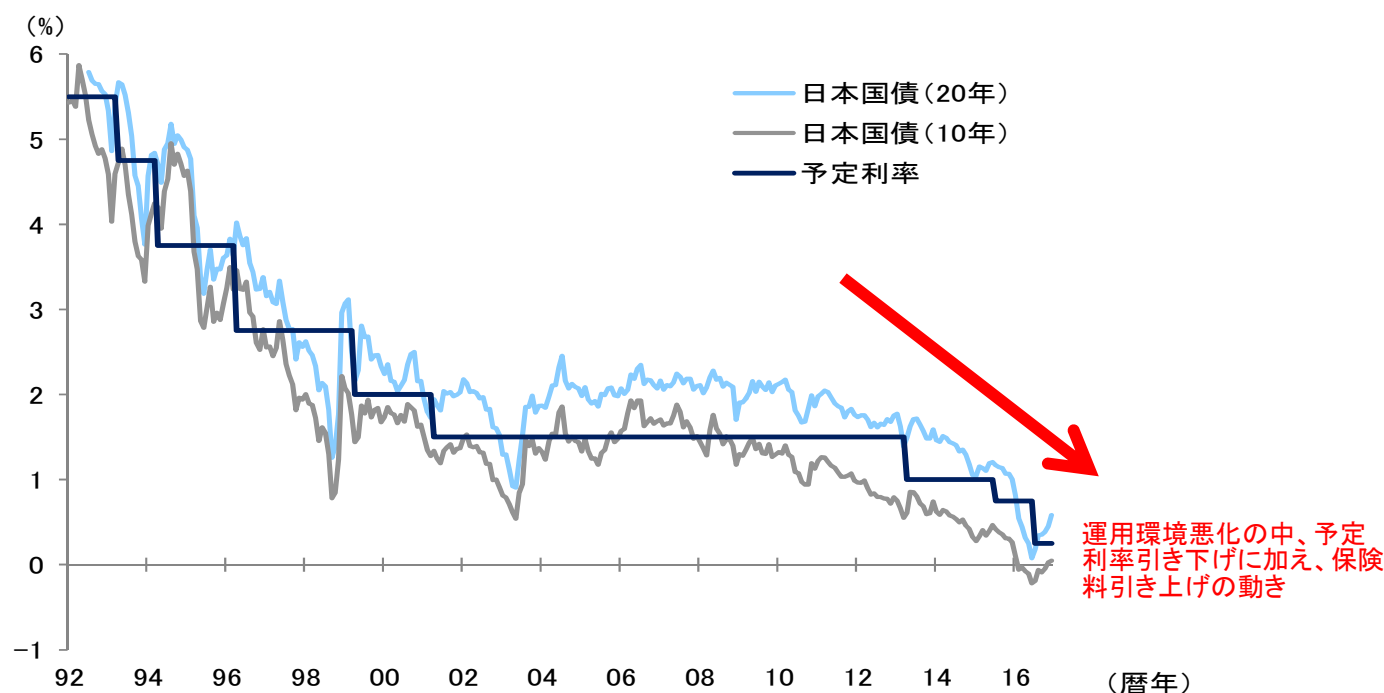


(資料) 日本経済新聞出版社「異次元緩和脱出」より、みずほ総合研究所作成

## 副作用2: 低金利長期化は生保・年金の運用環境悪化を通じ家計資産形成上マイナス

- 低金利は、年金生活者を中心に利息収入の減少など様々なデメリット。大手生保は予定利率引き下げに加え、一時払い終身保険の販売停止や、保険料の引き上げを実施
- 政策修正による超長期債利回り上昇で生保・年金の運用環境が改善すれば家計の資産形成にプラス。生命保険協会の稲垣会長は、長期金利を「市場の価格決定機能に委ねるべき。長期金利低下の影響は商品開発に直結」と発言(7/20)

【国内大手生保(個人保険)の標準利率と日本国債の利率推移】



(注) 1996年3月以前は予定利率。図中の標準利率は一時払終身保険のものを示す。なお、一時払養老保険は2015年4月に1%から0.5%、16年7月に0.5%から0%に引き下げ。平準払保険等は2015年4月以降も1%だが、17年4月に0.25%に引き下げ。

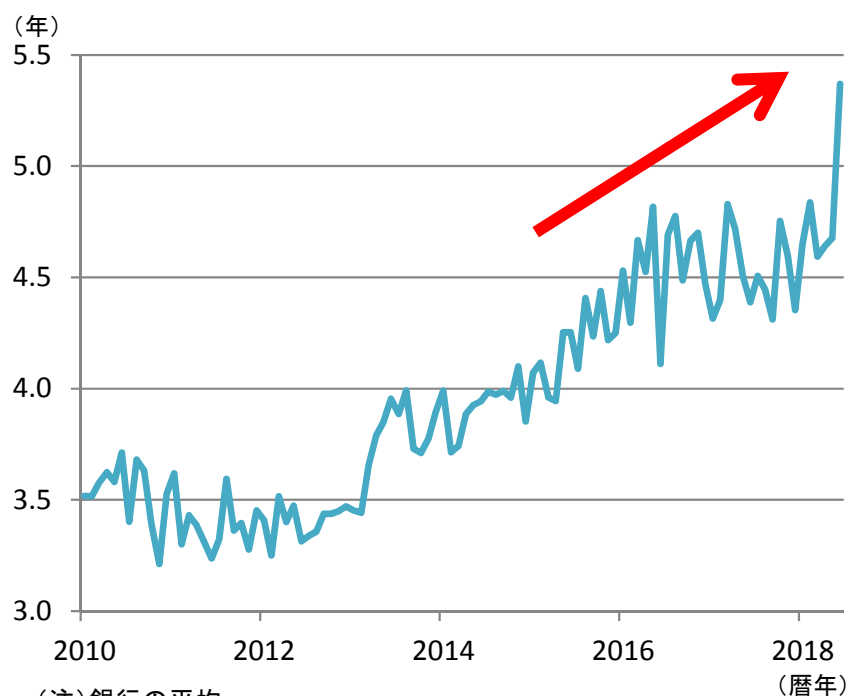
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成



## 副作用4: 政策修正先延ばしで将来の金利上昇による影響拡大

- 金融機関は日銀の量的・質的金融緩和導入後に保有債券のデュレーションを長期化。将来の金利上昇による損失リスクが高まる状況
- 住宅ローンの借り入れでは、低金利長期化をにらみ、変動借入の割合が上昇。将来の金利上昇時の家計の利払い負担増加が懸念。BISは低金利の長期化後の金利急上昇によるファンディングコストの悪化(Snap Backリスク)に言及

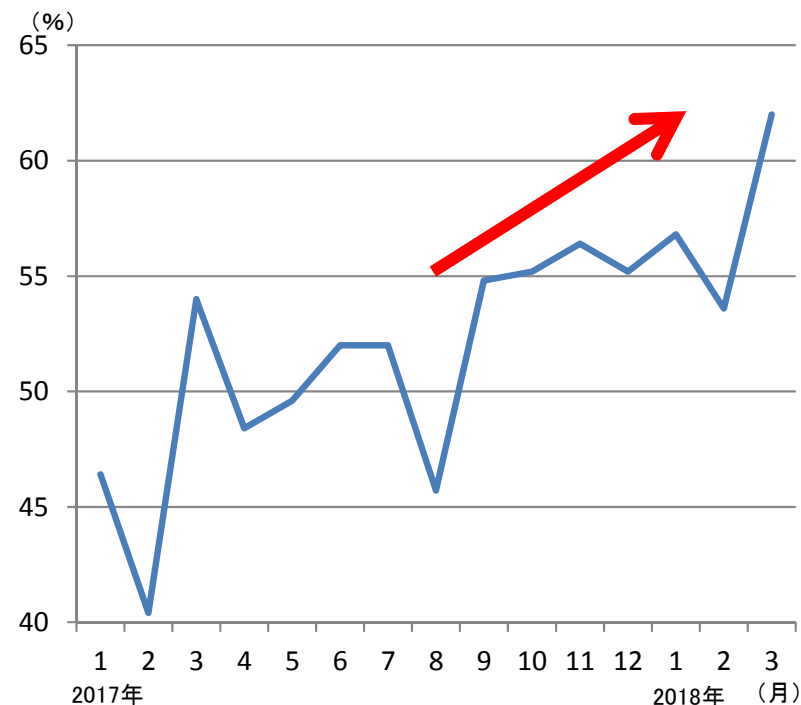
【金融機関の保有債券のデュレーション】



(注)銀行の平均

(資料)QUICK社より、みずほ総合研究所作成

【住宅ローンにおける変動借入の割合】

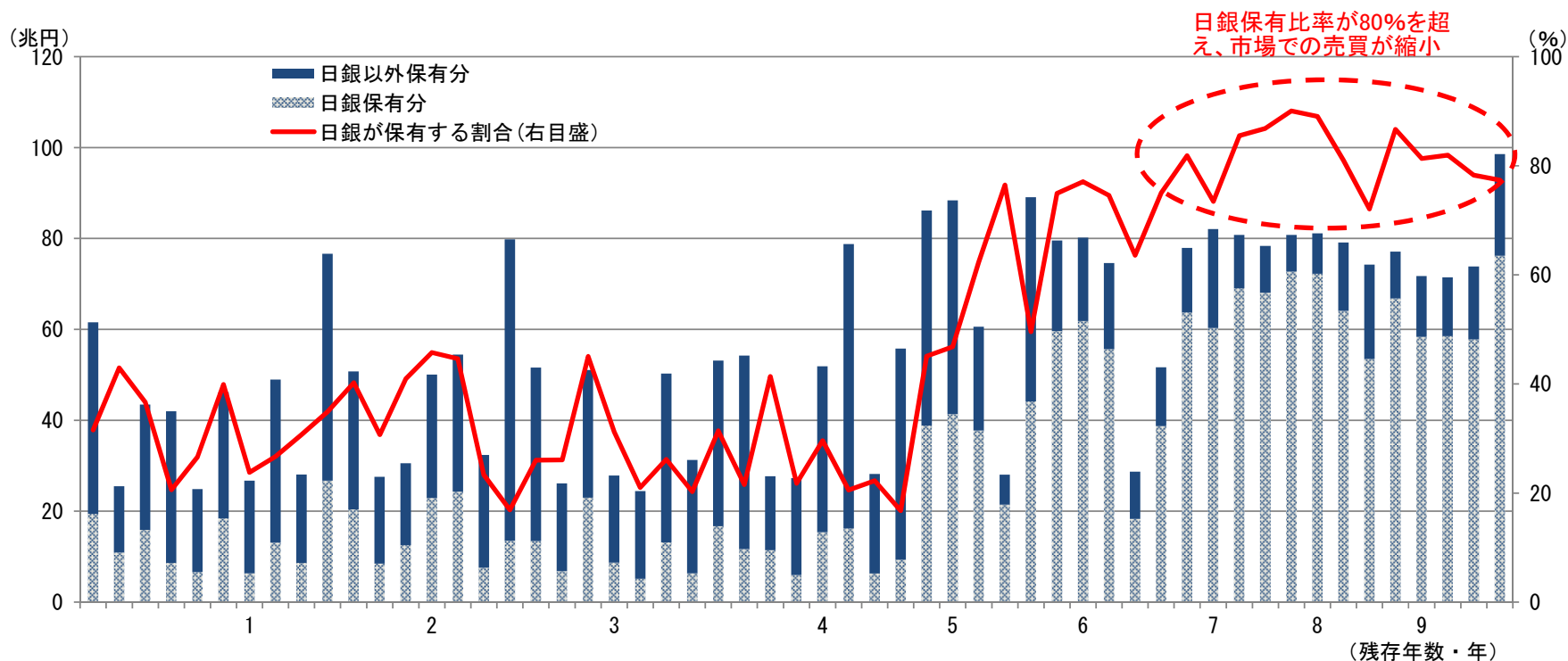


(資料)住宅金融支援機構より、みずほ総合研究所作成

## 副作用5: 市場機能低下

- 国債市場では日銀の国債保有割合が高まる中、取引高が縮小し市場機能が麻痺した状況の累積的副作用
- 市場機能を回復させるためには、過度な国債買入れを縮小するとともに、イールドカーブ・コントロールを柔軟化する必要

【 残存年限別既発10年国債発行量に占める日銀の保有割合 】

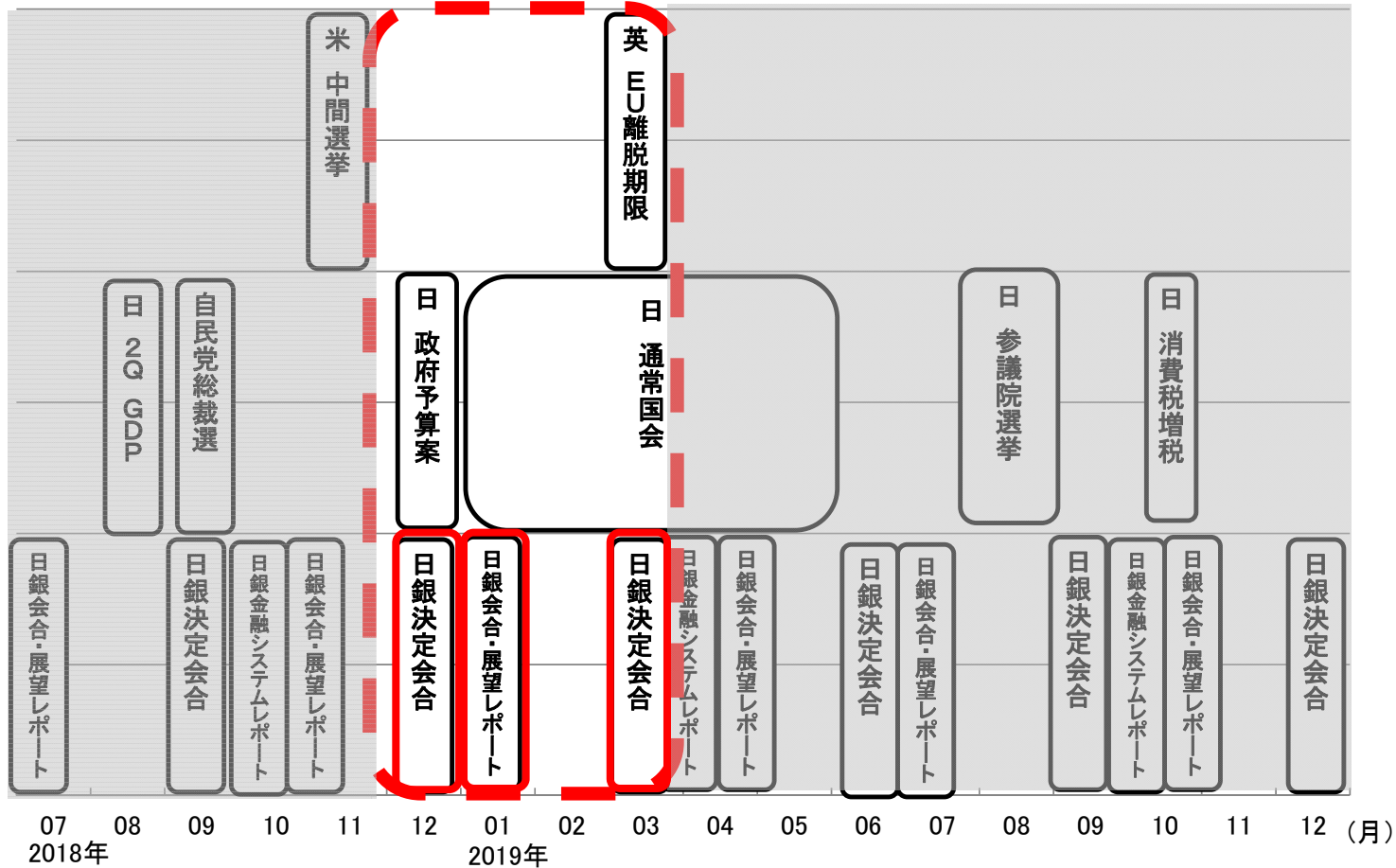


(資料) 日本銀行・財務省より、みずほ総合研究所作成

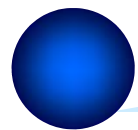
# 結論：副作用も勘案、2018年12月から19年3月までの3会合が日銀に残された窓

- 副作用が累積的に高まることを勘案すると、政策修正のタイミングは早期に行う方が望ましい

【 2019年にかけての主な予定と日銀が政策修正に動ける期間 】



(資料)みずほ総合研究所作成



## 2. 2018年7月会合の3論点

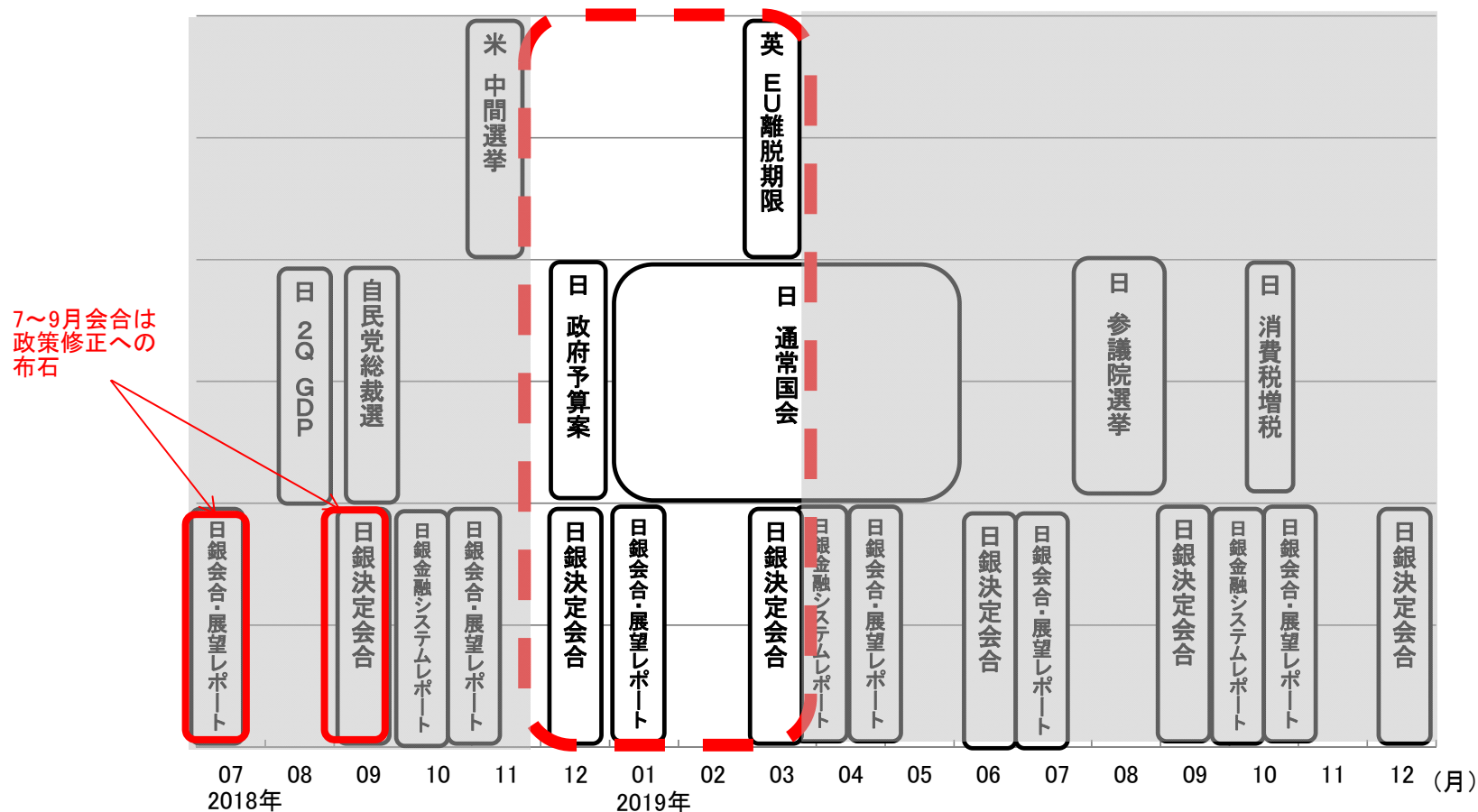
～政策修正に向けた布石はあるか～

---

# 日銀の政策修正可能タイミングは限定、7・9月の2回はその布石の第一歩

- 年末以降政策修正に動くには、7月若しくは9月の金融政策決定会合で市場とのコミュニケーションに着手する必要

【 2019年にかけての主な予定と日銀が政策修正に動ける期間 】



(資料)みずほ総合研究所作成



## 総裁、副総裁は政策の副作用への注視を強めつつ、必要な政策修正を行うスタンスに

- 黒田総裁はこれまでよりも政策の副作用を注視するスタンス。雨宮副総裁は「必要な政策の修正は排除すべきではない」と発言。政井委員は、持続可能な政策の枠組みを検討する必要性を示唆

### 【 日銀総裁・副総裁・政策委員の最近の発言 】

<p>黒田総裁 (記者会見:6月15日)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸出利鞘の縮小が金融機関の収益力低下につながり得ることは承知している。現時点では充実した資本基盤があり、潤沢な流動性も有しており、問題が生じているとは考えていない。</li> <li>・ただし、<u>長く持続する場合は累積的な効果を持ち得る。毎回の金融政策決定会合において、金融システムへの影響などについても十分掘り下げた議論をしていく。</u></li> </ul>
<p>雨宮副総裁 (Bloomberg:6月25日)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・物価安定目標に向けたモメンタムを維持するために必要な政策の調整を行うのが今の基本的な政策の枠組み。<u>モメンタムが大事なので、一定のタイムフレームやデッドラインの下でメカニカルに政策を行わず、モメンタムを維持するために調整をする。</u></li> <li>・<u>必要な政策の調整は排除すべきではない。政策の判断は効果と副作用の総合判断。あくまで2%に向けたパスがどの程度確からしいかということと、それに伴う副作用の総合判断。</u></li> </ul>
<p>原田委員 (石川県金融経済懇談会7月4日)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>実際に金利を引き上げれば、債券価格と株価の下落、円高で企業の経営が悪化し、信用コストが増大して、金融機関は大きな打撃を受ける。</u></li> <li>・短期金利を上げて長期金利が上がるとは限らず、長短スプレッドはむしろ縮小してしまう可能性も。</li> <li>・<u>物価が上昇しないのは失業率の低下が不十分なため。構造的失業率が低下している可能性がある。2%を割るような失業率までいけば、物価上昇率が2%になるのではないか。</u></li> </ul>
<p>政井委員 (長野県金融経済懇談会7月5日)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・消費増税の影響について、賃金を主たる収入とする家計のマインドは相応にしっかりとすることが期待される。他方、年金等を主たる収入とする家計にとっては、食料品やガソリンといった基礎的な消費の物価動向などに大きな影響を受けると考えられる。これらのバランスをよくみていく必要がある。</li> <li>・<u>強力な金融緩和が長期化しつつある中、経済・物価・金融情勢について従来以上に肌理細かな検討を行いつつ、持続可能な形で強力な金融緩和を息長く続けることが適当。</u></li> </ul>

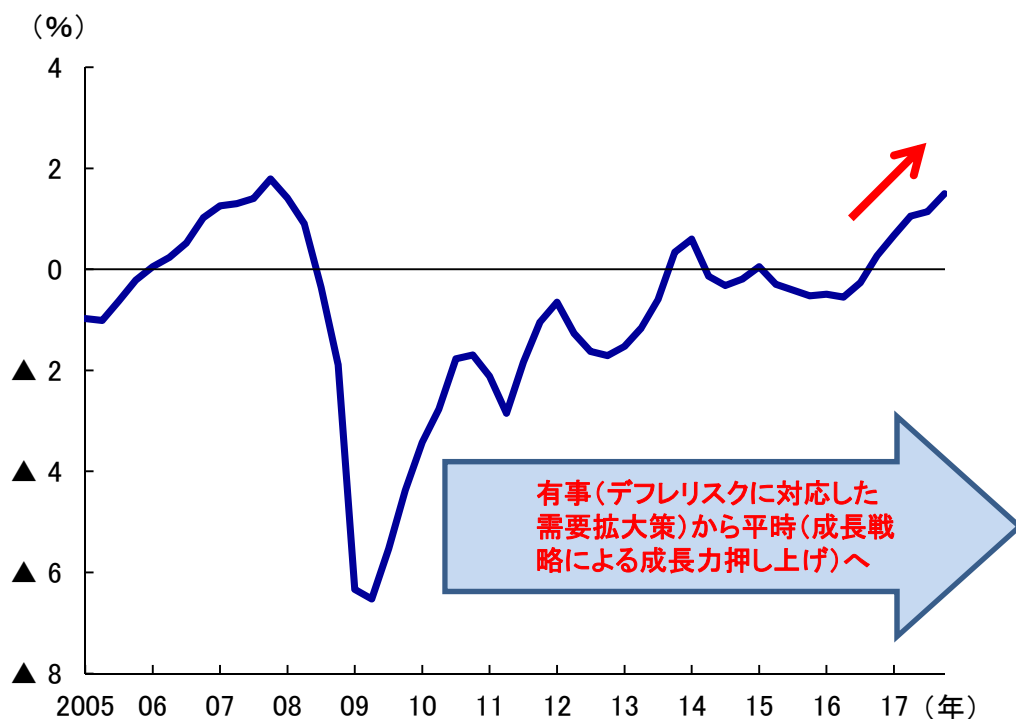
(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

# 日本経済はデフレギャップから脱却、有事から平時へ

- 日本経済の需給ギャップが2007年を上回るプラス圏水準にまで上昇する中、有事から平時に
  - ・ 失業率低下、有効求人倍率上昇などにより、雇用市場はバブル期以来のタイト化。企業収益は過去最高水準
- 櫻井委員は需給バランスを注視する発言。需要刺激効果の強まりに伴い需給バランスが極端に偏ると、経済の振幅を拡大する恐れに言及。需給バランスを勘案した政策調整の必要性を示唆

【 需給ギャップ(日本銀行推計) 】

【 櫻井委員発言要旨(5/24) 】



有事(デフレリスクに対応した  
需要拡大策)から平時(成長戦  
略による成長力押し上げ)へ

・金融政策運営で以下の点に留意する必要

- ①需給バランス。先行き、供給面の拡大ペースの減速や、金融面からの需要刺激効果の強まりに伴い、需要と供給のバランスに変化が生じる可能性。需給バランスが極端に偏ると、経済の振幅を拡大する恐れ。
- ②金融システムが不安定化しないよう留意する必要。金融システムレポートでは、金融機関の貸出スタンスなどいくつかの指標は過熱に近い状態。

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

## 2018年7月金融政策決定会合の3論点

---

### 7月金融政策決定会合の3論点

○物価見通しの修正

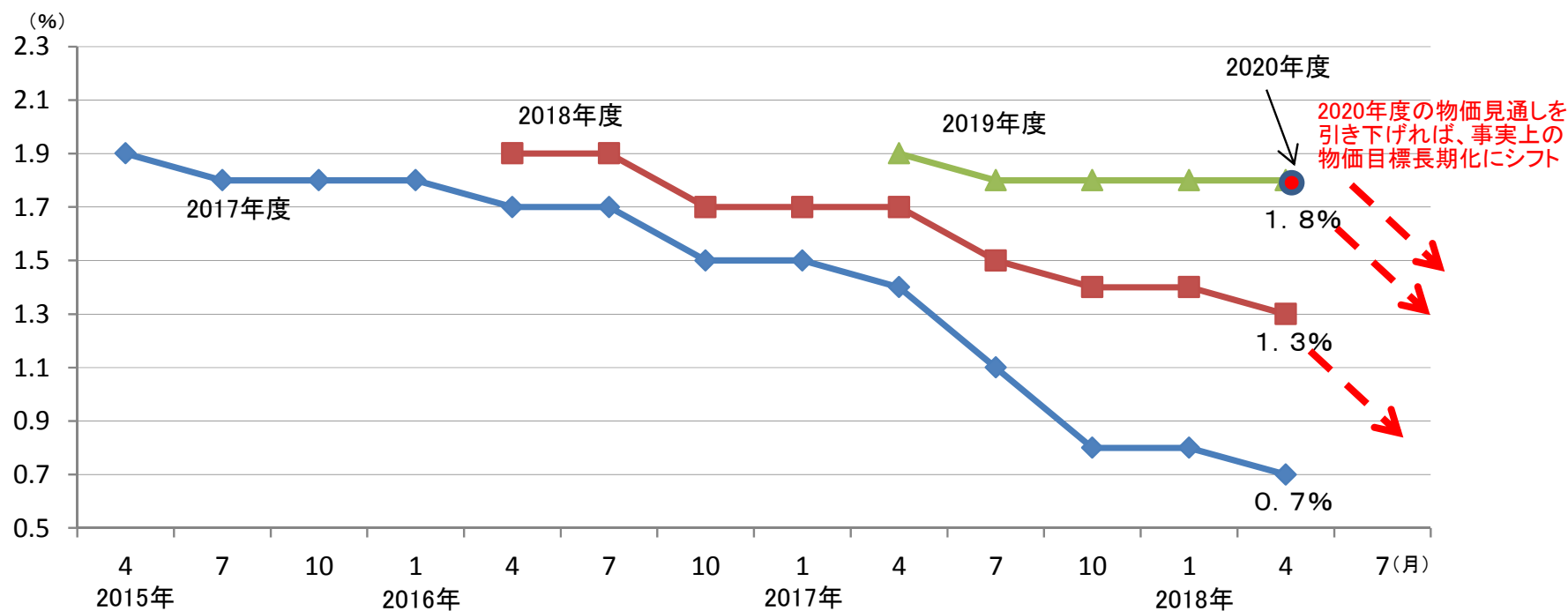
○80兆円の国債買い切り文言の削除

○長期的な目標実現に向けた持続的な緩和効果の最大化に向けた政策の在り方の議論

## 7月金融政策決定会合の論点① 2020年度の物価見通し引き下げ

- 7月の金融政策決定会合で、物価が上昇しない要因を分析したうえで、展望レポートの物価見通しを引き下げるとともに、物価目標達成に時間を要するとの見方を示す可能性
- 2019年度の物価見通し1.8%が1%台前半まで引き下げられれば、これまで2019年度頃としていた目標達成時期の先送り。2020年度の物価見通し1.8%が1%台前半まで引き下げられれば、事実上の物価目標の長期化にシフトとの見方も可能

【 日銀展望レポートの物価見通し(除消費税)の変遷 】

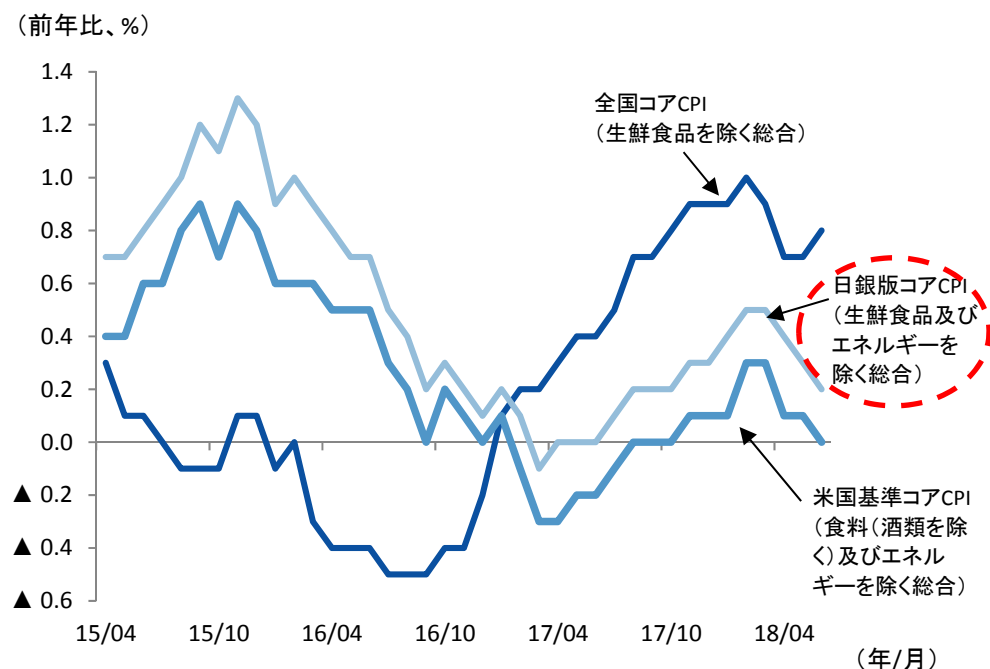


(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

# コアCPIの上昇は続くが、日銀版コアCPIの足元低下が気掛かり

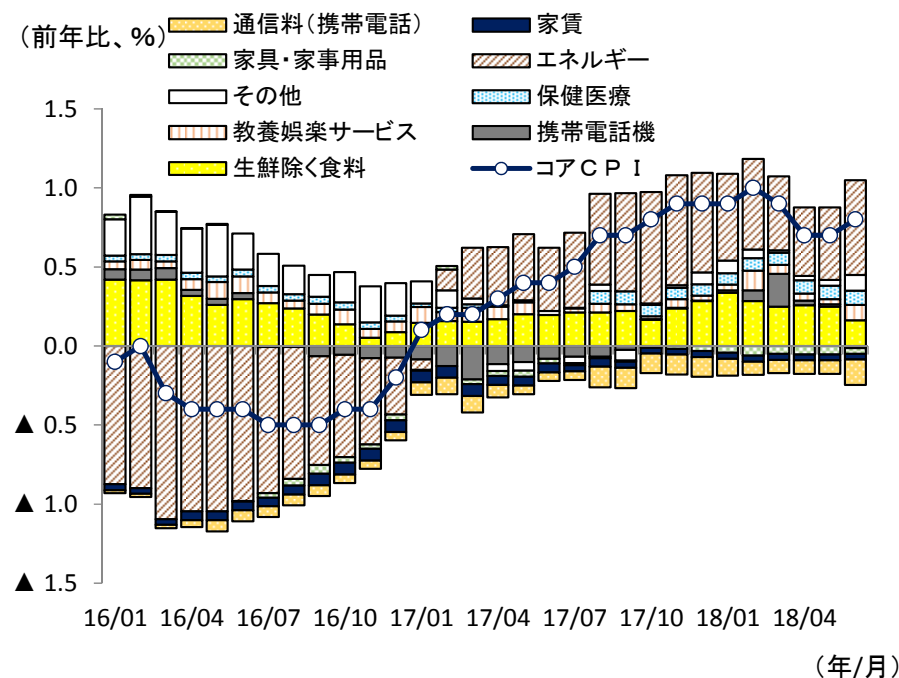
- 6月の全国コアCPIはエネルギー価格の伸び拡大を主因に前年比+0.8%の伸び。ただし、生鮮食品を除く食料の伸びが鈍化したほか、携帯電話通信料のマイナス幅が拡大し、日銀版コアCPI上昇率は+0.2%と前月から伸びが鈍化
- 今後の全国コアCPIは、原油価格の上昇を受けプラス幅が緩やかに拡大する見通し。ただし、エネルギー以外の品目では、人件費などの上昇を背景に価格転嫁が一定程度進展するものの、携帯電話通信料などの下押しにより伸びは限定

【コアCPI(生鮮食品を除く総合)の推移】



(資料)総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

【コアCPI(生鮮食品を除く総合)の推移】

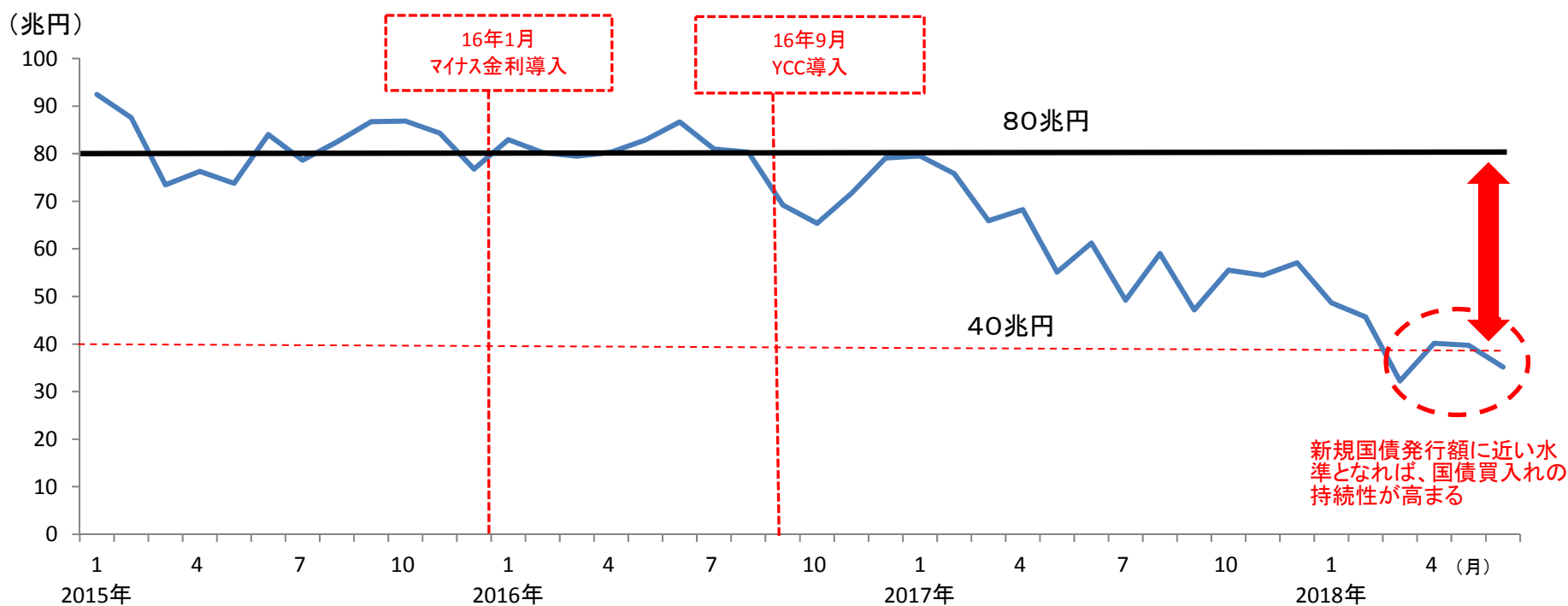


(資料)総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

## 7月金融政策決定会合の論点② 80兆円の国債買い切り文言の削除

- 日銀の国債買入れ額は年換算ペースで35兆円(6月)まで低下。国債買入れのめどとしている80兆円の半分以下に減少する中、7月会合で80兆円の国債買い切り文言の削除が行われる可能性
- 現状の水準は国債の新規発行額(33.7兆円:2018年度)に近く、持続性ある水準

【日銀の国債買入れ増加額】



(注)年換算ペース(3カ月移動平均)

(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

## 7月金融政策決定会合の論点③ 政策持続性を高めるための議論の第一歩に

- 日銀は4月の金融政策決定会合で物価目標の達成時期の記載を削除。物価目標の達成について特定の時期を明確にせず、モメンタムの維持に重点をシフト。決定会合では持続的な政策運営を求める意見
- 7月の金融政策決定会合で物価目標を長期的に目指すうえで必要な持続的政策が議論される可能性

### 【 6月金融政策決定会合での政策運営に関する主な意見 】

「物価安定の目標」の実現にはなお距離があるので、持続可能な形で強力な金融緩和を息長く続けていくべきである。

物価の伸び悩みの理由は、単純な需要不足とは考え難いことから、短期間で需要を無理に押し上げるような政策は適当ではない。経済・金融環境に深刻な歪みが生じることがないように注意しながら、持続性に十分配慮した政策運営がなされるべきである。

金融機関では、保有有価証券の評価損益の悪化に加え、低収益店舗の減損リスクも生じてきている。金融政策の継続にあたっては、その効果と副作用の時間軸を意識し、副作用が顕在化する前から対応を検討することが必要である。

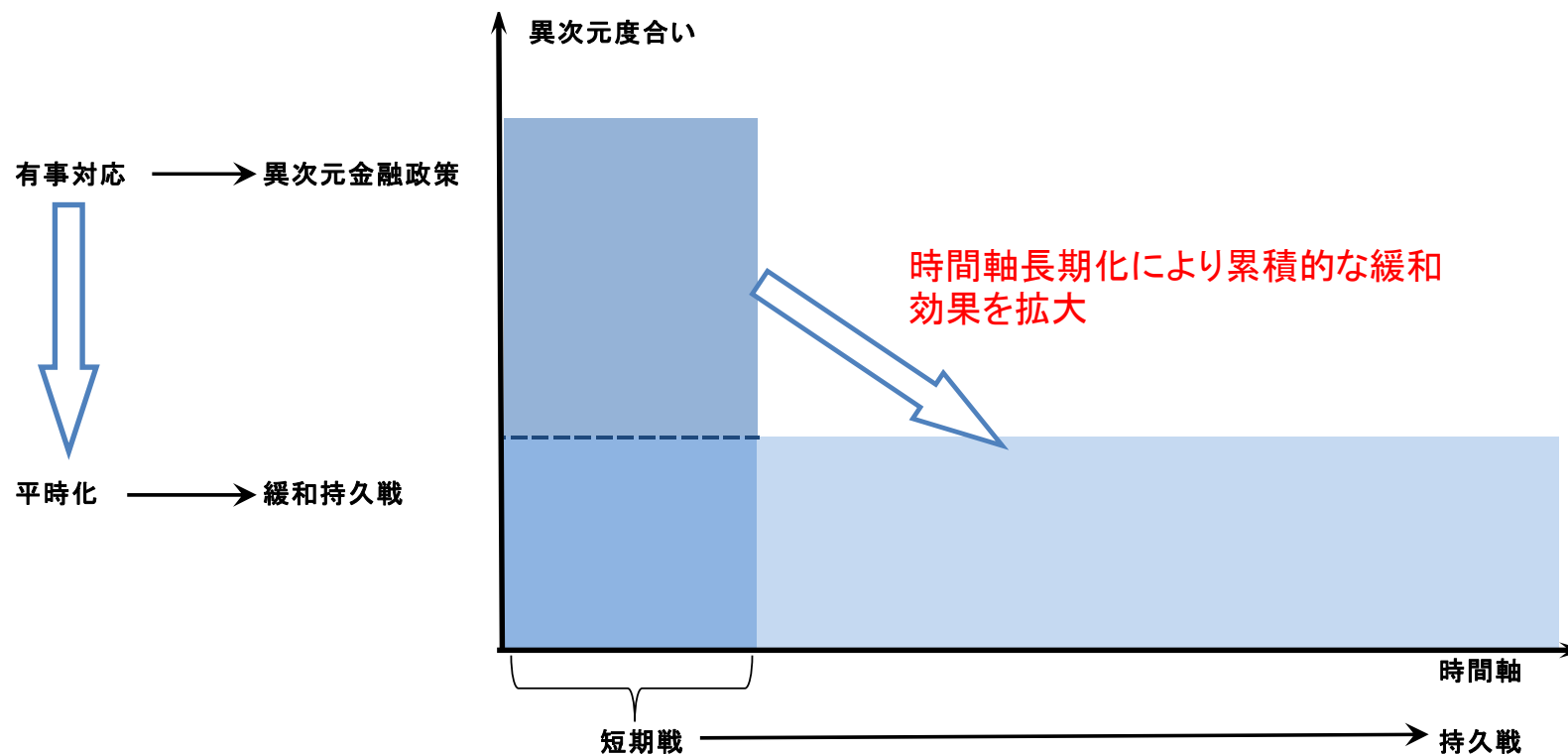
国債市場では、新発債の業者間取引が不成立となる日もみられる。本来の市場機能をできるだけ維持する観点から市場調節を運営していくことが重要である。

(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

## 論点③ 持続性重視の政策修正、金融緩和の効果最大化に向けた政策の在り方を議論

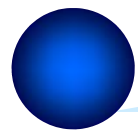
- 政策修正に際し、共同声明を結ぶ政府の了解を得ることが必要条件。そのためには、政策修正が物価目標達成に向け持続的対応により、緩和を一層浸透させる効果を高めることを説明する必要
  - ・ 異次元度合いを引き下げても、時間軸長期化で累積的な緩和効果を高めることが可能
  - ・ 緩和の費用対効果を勘案し、アベノミクス実現に向けた持続性ある緩和効果の長期化を明示

【 今後の金融政策転換の概念図 】



(資料)みずほ総合研究所作成





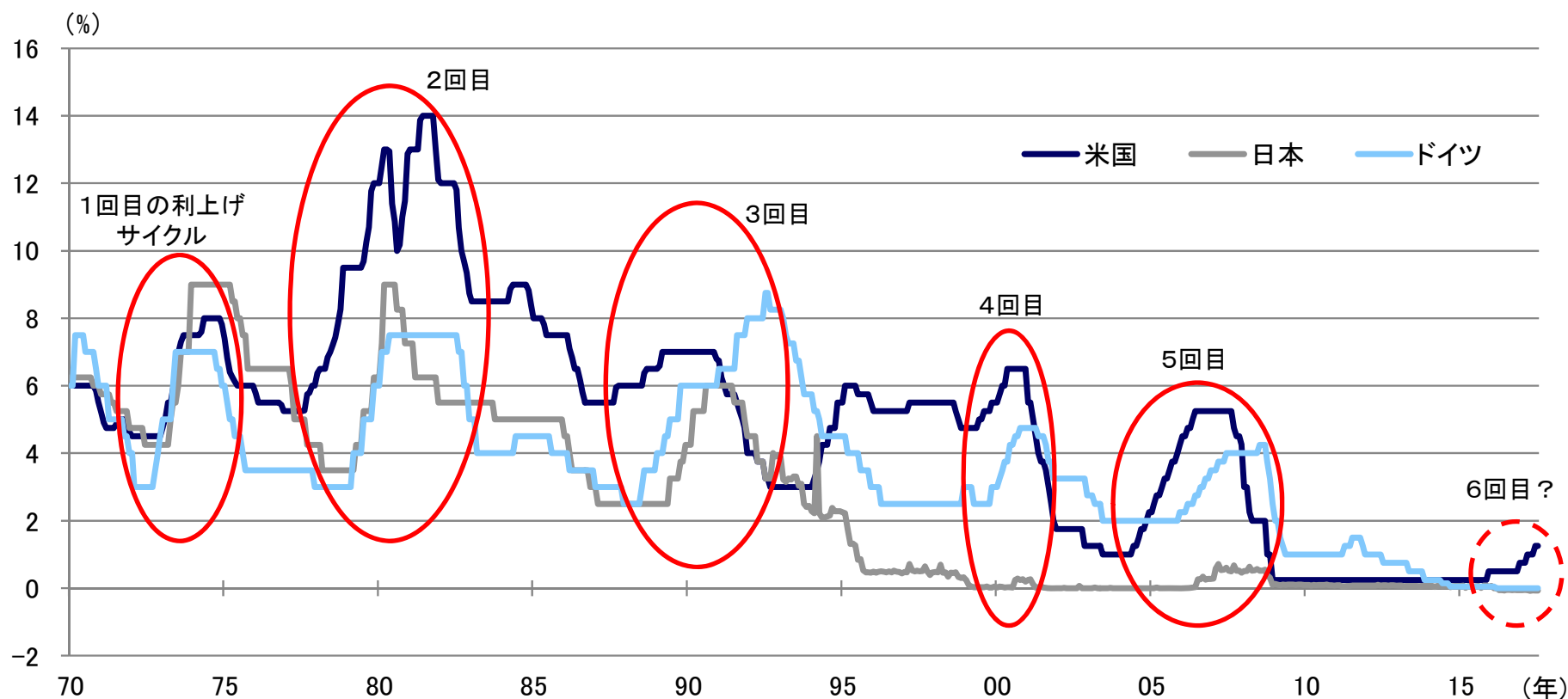
### 3. 持続的緩和実現の4政策

～「OKルール」で持続的緩和への局面転換～

## いま、なぜ日銀に「OKルール」が必要か

- 高い閾値(目標)のまま、回復モーメント(代謝)が高まらず、「永遠のゼロ」を余儀なくされる不安も
- 4回目・5回目のハードルはゼロ水準だったが、今回2%目標に上がったことで、「永遠のゼロ」不安が現実化
- 急な期待水準の引き上げは困難ななか、トレンドインフレ率上昇に沿った現実的対応が必要に

【日米欧の政策金利】

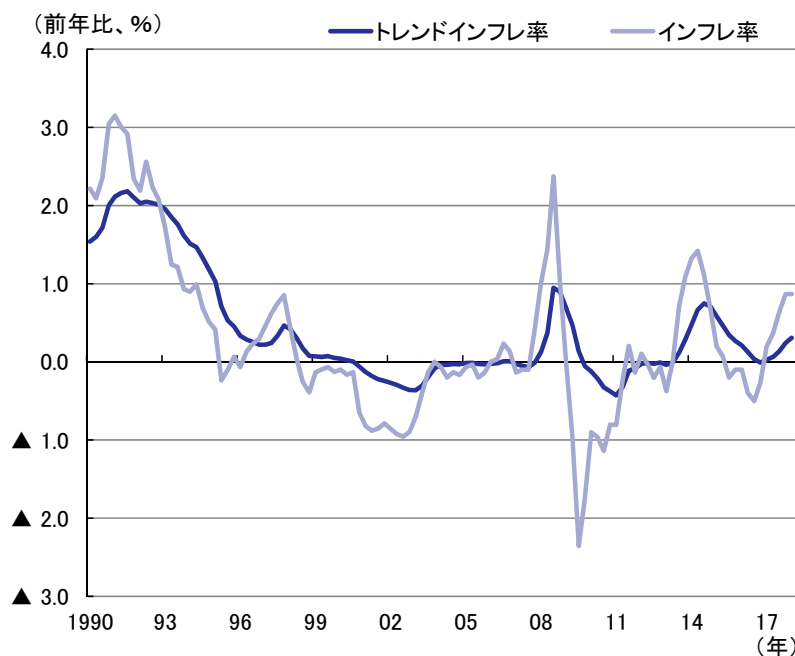


(注) ドイツの政策金利は1999年よりECBの主要政策金利を表示  
(資料) Bloomberg等より、みずほ総合研究所作成

# いま、なぜ、「OKルール」が必要か⇒物価目標達成へ現実的な持久戦

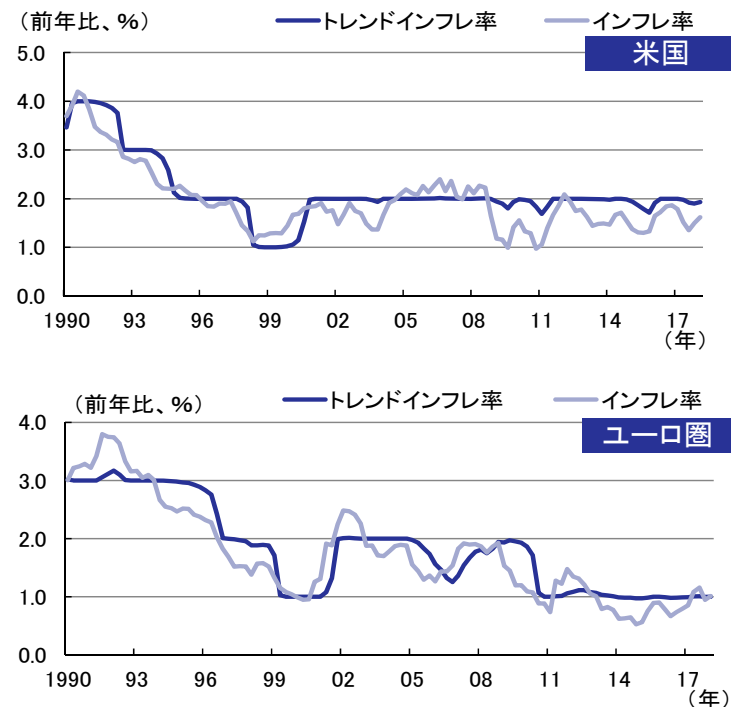
- 日本では長期に亘ってゼロ・インフレ期待が定着。米欧と比してインフレ期待の弱さが顕著
  - ・ 日本のトレンドインフレ率(=中長期的なインフレ率の収束先として経済主体が予想するインフレ率の水準)は、90年代後半以降の殆どの期間、ゼロ%近傍で推移。足元でトレンドインフレ率は上向きに
  - ・ 粘着的な期待の転換は困難ななか、トレンドインフレ率の転換に沿った現実的な対応に向かうバイアスも。物価目標達成のめどが立たない中、政策長期化に対応すべく持久戦への対応が求められる状況

【日本のトレンドインフレ率】



(注)トレンドインフレ率の推計は、開発壮平・中島上智(2015)「トレンドインフレ率は変化したか？—レジームスイッチング・モデルを用いた実証分析—」(日本銀行WP、No.15-J-3)を基に推計。  
インフレ率は、消費者物価(生鮮食品を除く総合)。  
(資料) みずほ総合研究所作成

【米欧のトレンドインフレ率】

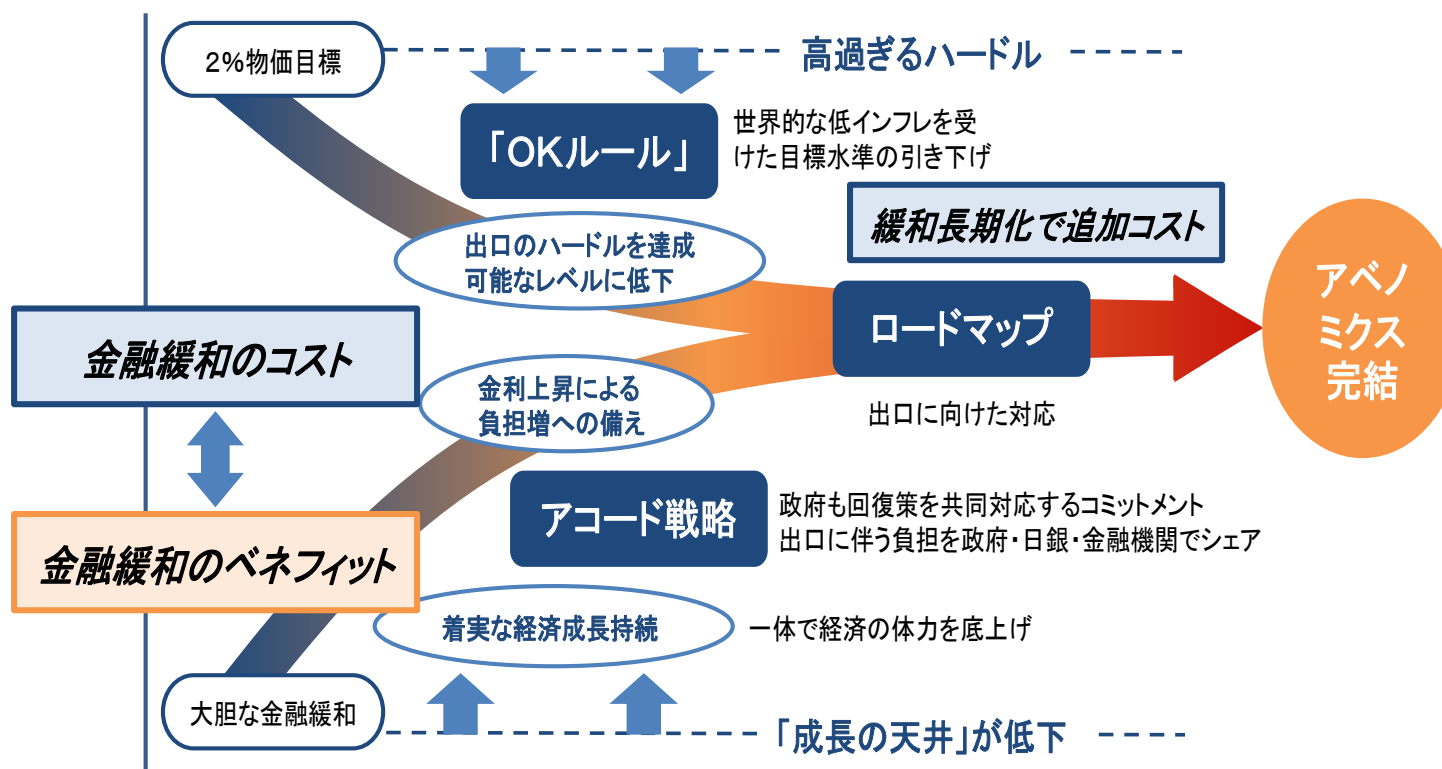


(注)米国のインフレ率は、PCEデフレーター(エネルギー・食品を除く総合)。  
ユーロ圏のインフレ率は、消費者物価(HICP、エネルギー・食品を除く総合)。  
(資料) みずほ総合研究所作成

# 「永遠のゼロ」脱却に向けコスト・ベネフィットを勘案し「OKルール」を

○大規模緩和の副作用を踏まえたコスト・ベネフィットの観点から現実的対応が不可欠。「OKルール」のもと物価目標を長期目標に柔軟化するとともに、持続的緩和強化に転じることで副作用を回避してアベノミクス完結をサポート

【 出口戦略における3つの提言と金融緩和のコストベネフィット 】



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

## 日銀は金融緩和のコスト・ベネフィットのバランスを踏まえた選択肢を

- 時間の経過に伴い政策修正のハードルは高まると予想。日銀は金融緩和のコストとベネフィットをわかり易く説明し、選択肢と判断材料を提示していくことが求められる

### 【 政策修正のタイミングの影響 】

- 物価目標2%達成によるメリットと、達成までに時間を要することによるコストとの比較
- 物価目標2%達成前に政策修正を行うデメリットとメリットの比較

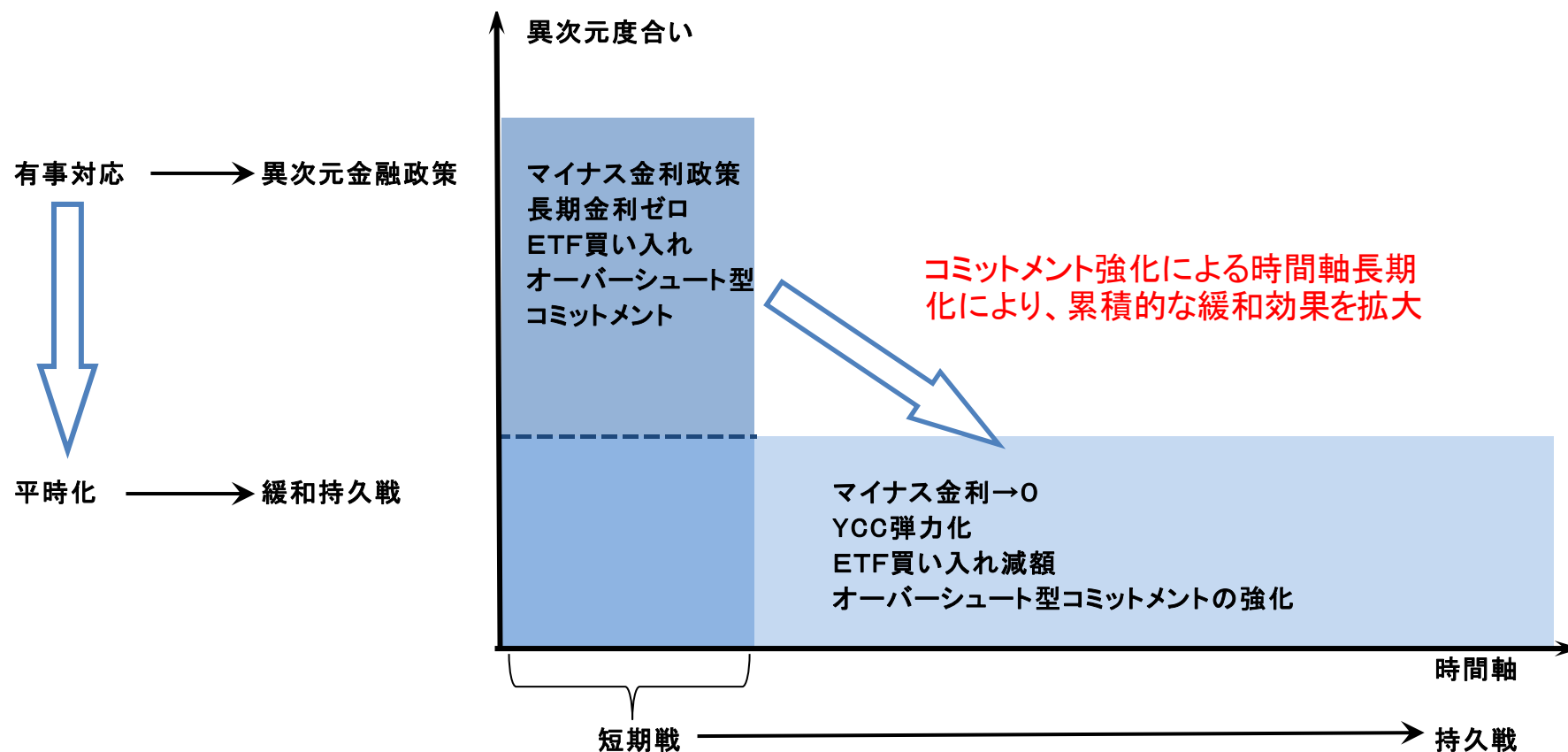
### 【 副作用への評価・政策変更の考え方 】

- 低金利長期化による将来を含めた副作用の評価
- 長期金利引き上げの考え方。適正なイールドカーブの検討
- 景気後退時の政策手段
- 適正な需給ギャップの水準、中立金利水準の検証

# 政策修正のポイント:「出口」でなく、持久戦に向け持続的緩和を一段と強める政策修正

- 有事から平時に移行する中、短期戦から持続的な持久戦により緩和を一層浸透させることが課題
- 異次元下の政策の、マイナス金利、イールドカーブ・コントロール、ETF6兆円購入は修正
- 一方、オーバーシュート・コミットメントでの時間軸強化し、緩和効果を面積の観点で拡大させる

【 今後の金融政策転換の概念図 】



(資料)みずほ総合研究所作成

## 持久戦への4つの修正軸のポイント

---

### 「OKルール」で持続的緩和への4つの修正

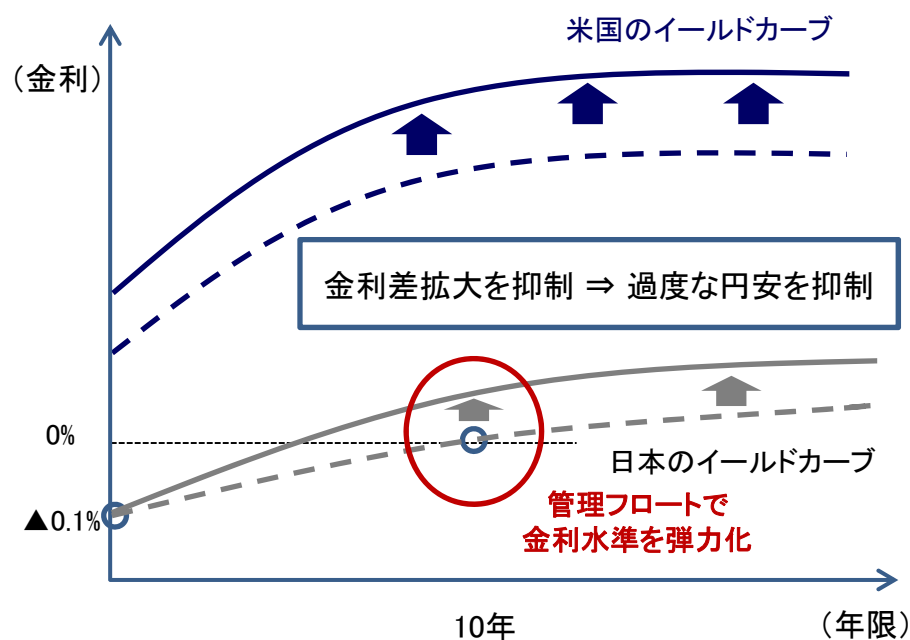
- イールドカーブコントロールの弾力化
- マイナス金利政策の解除
- 6兆円のETF買い切り減額
- オーバーシュート型コミットメントを強化し、持続的緩和拡大を明示

- ・「出口」、「正常化の第1歩」とする、「引締め」を示唆するコンセプトを排除
- ・緩和拡大の持久戦への「一回限り」の転換を強調（追加的政策変更観測の醸成を排除）
- ・緩和後退、2%目標後退でなく、緩和効果最大化に向けポジティブな面で緩和拡大浸透を市場に印象付け

# イールドカーブ・コントロール弾力化、3層構造の政策金利修正

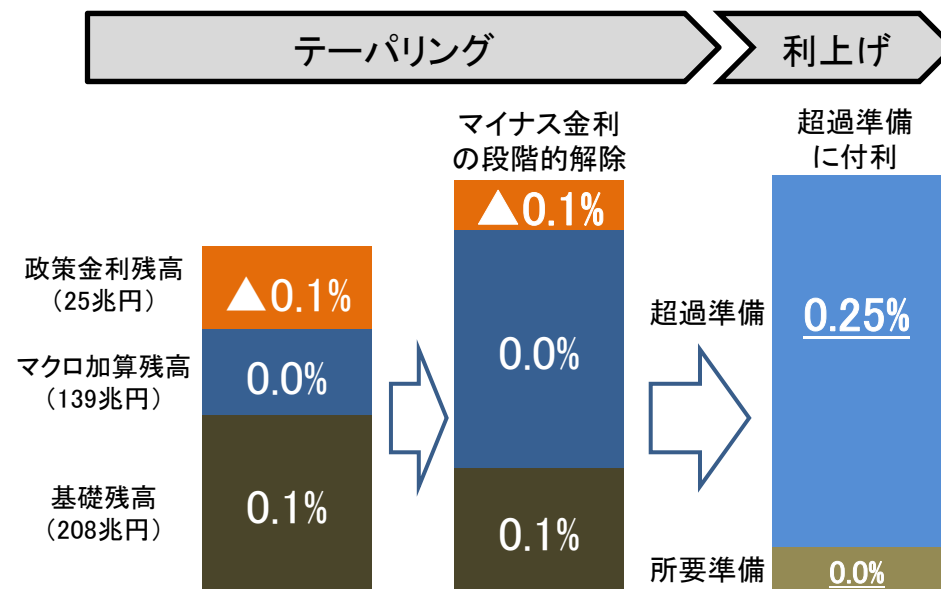
- 海外中銀の出口への動きや物価上昇に伴う実質金利動向に沿って、イールドカーブ・コントロールを弾力化
  - ・ 米国FRBの動きや国内物価に沿って、イールドカーブを弾力化させる管理フロート化。実質金利の水準を重視し、物価上昇の場合イールドカーブの上方シフトを許容。トランプ政権の円安批判にも配慮可能
- マイナス金利解除を選択肢にしつつも、基礎残高等の金利を柔軟に変更することで、マイナス金利の解除が出口政策と見なされない対応も

【 ポリシーミックスの違いを反映した日米金利差の拡大 】



(資料) みずほ総合研究所作成

【 日銀当預残と政策金利引き上げのイメージ 】



(注) 残高は2018年6月末時点。なお、同期の所要準備額は10.1兆円。

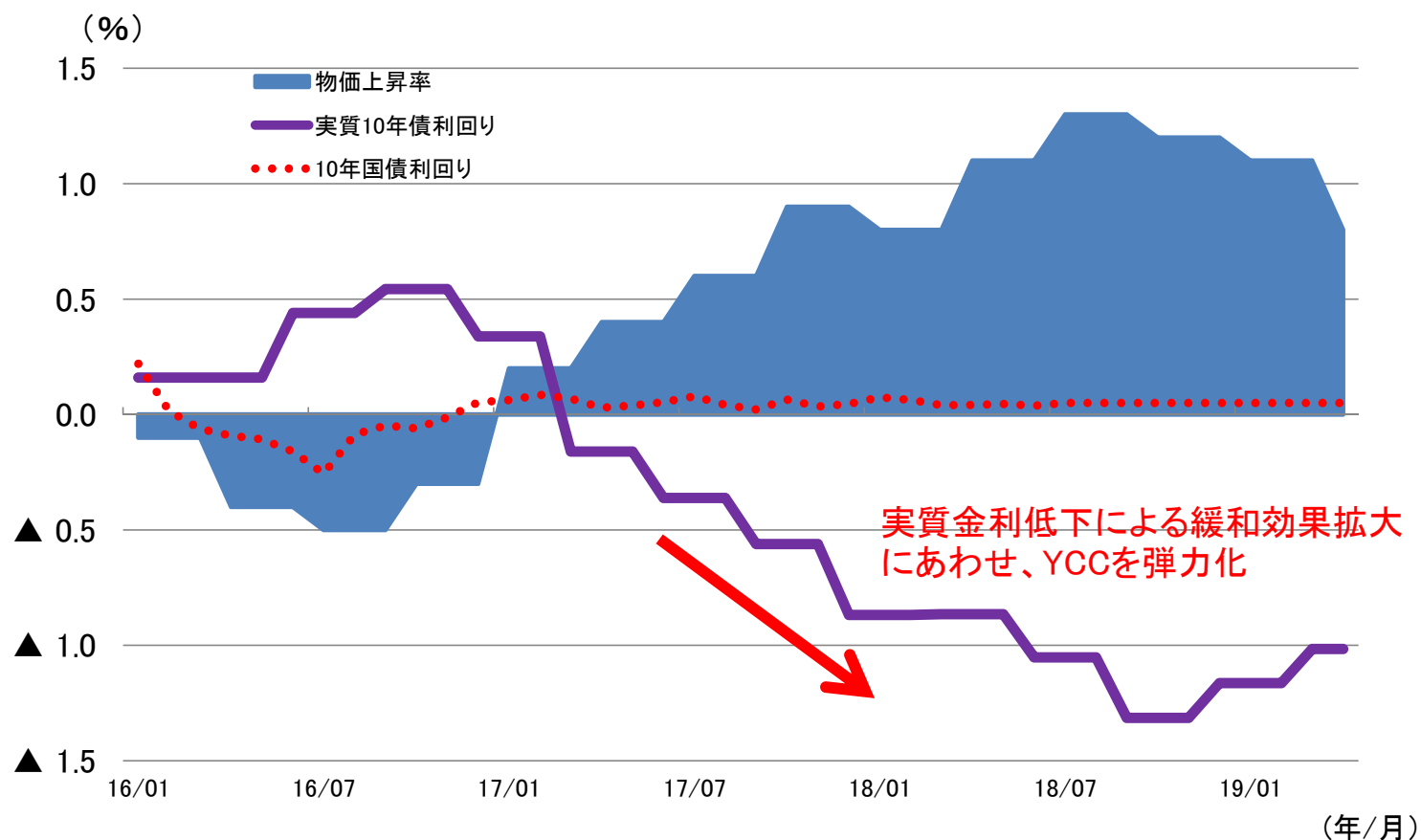
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成



## 実質10年国債利回りはマイナス圏拡大⇒イールドカーブ・コントロール弾力化

- 予想物価上昇を受け、実質10年国債利回りはマイナス圏拡大。実質金利を勘案し、YCCの弾力化余地が生じることに
- 同時に、米国との金利差拡大に伴う米国からの円安バイアス批判にも対処可能に

【 実質10年国債利回りの推移 】

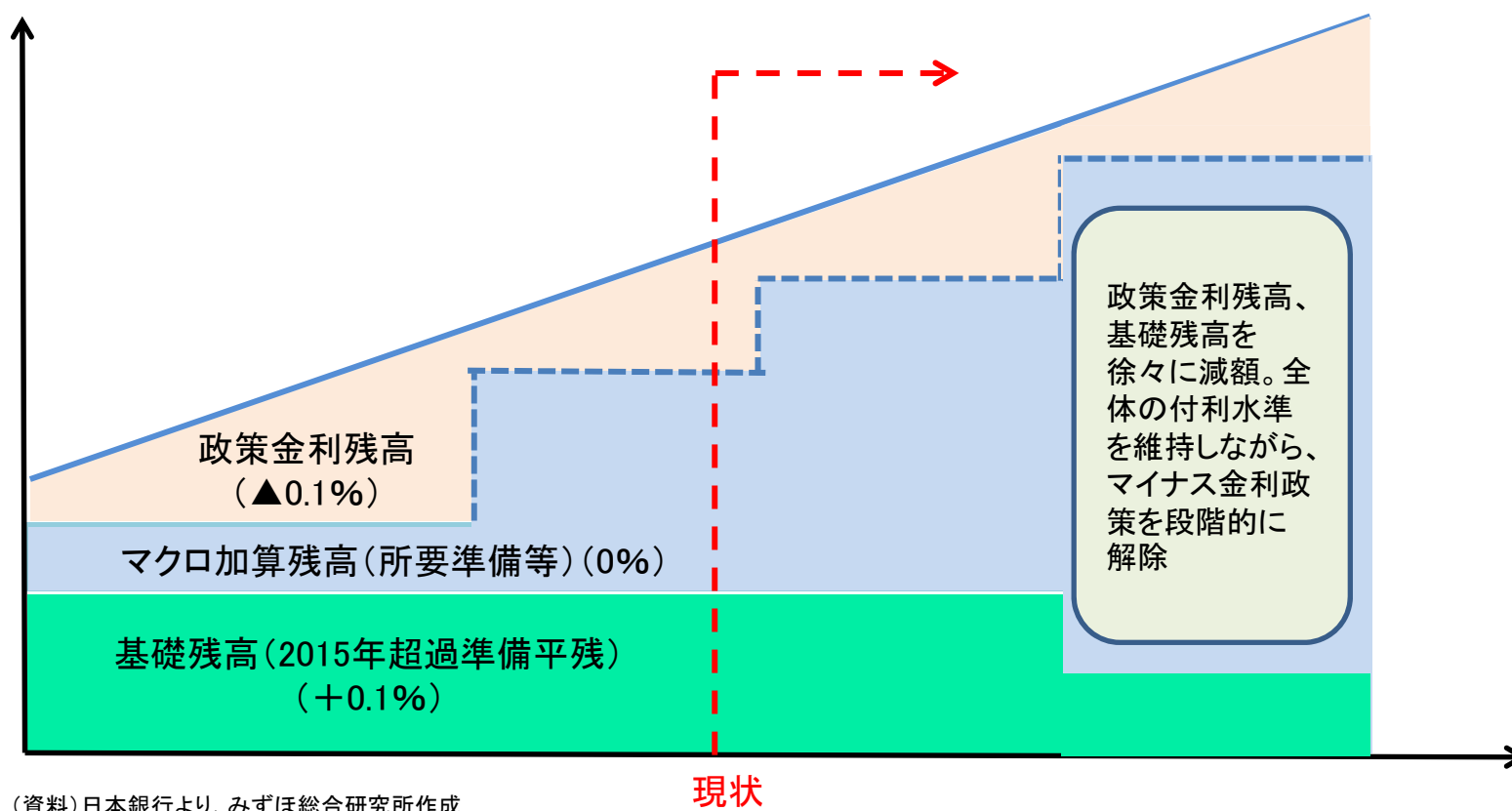


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

### 3層構造を勘案し、マイナス金利解除でも緩和スタンス不変の見方も

- 日銀当座預金のうち、付利をマイナスとする政策金利残高、プラスとする基礎残高を緩やかに減額。マイナス金利政策を解除しつつも、基礎残高を縮小して政策金利水準加重平均利回りの上昇回避を行う手法も
- その結果、緩和スタンス不変の見方も

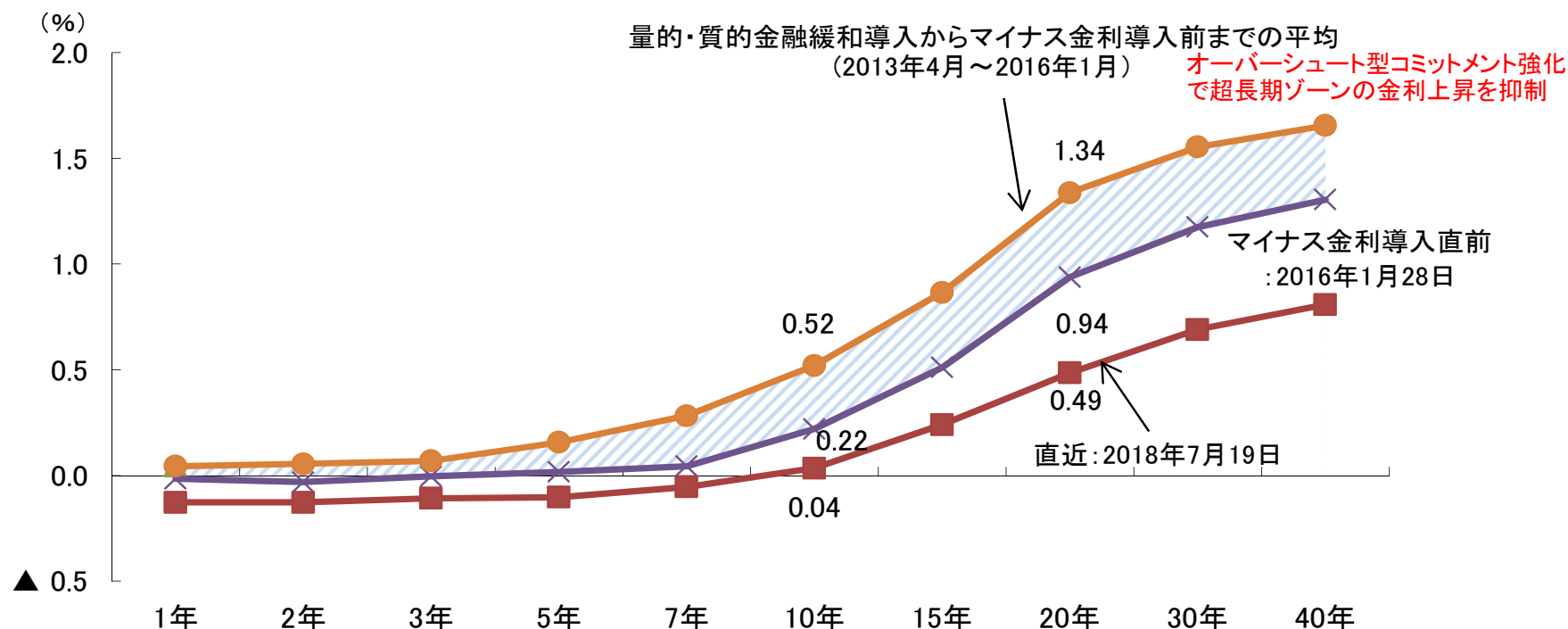
【 当座預金の三層構造 】



# イールドカーブ・コントロール政策を弾力化しても金利上昇は限定的に

- マイナス金利を解除した場合、10年以上の年限を中心に利回りが上昇する可能性
- 量的・質的金融緩和導入からマイナス金利導入前までのイールドカーブの平均を踏まえると、10年国債利回りは0.5%程度、20年国債利回りは1.3%程度の水準
- マイナス金利解除後も持続的緩和拡大のコミットで、10年金利は0.2－0.5%程度と、低金利維持を展望
- オーバーシュート型コミットメント強化で超長期ゾーンの金利上昇抑制も

【イールドカーブの変化】



(資料) Bloomberg等より、みずほ総合研究所作成

## 短中期ゾーンの国債利回り上昇は、市場参加者の運用改善、市場機能回復に効果

- マイナス金利解除により短中期ゾーンの国債利回りがプラス圏に上昇すれば、「水没」地域減少。長短金利差復活
- 金融機関の収益性回復。市場参加者の運用改善のみならず、債券市場の機能回復にも効果が期待

【世界の金利水没マップ】

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.79	-0.72	-0.62	-0.48	-0.43	-0.33	-0.24	-0.19	-0.12	-0.05	0.00	0.05	0.13	0.21	0.28	0.44	0.57	0.58
日本	-0.12	-0.12	-0.11	-0.11	-0.10	-0.07	-0.05	-0.02	0.03	0.07	0.12	0.16	0.21	0.25	0.30	0.57	0.79	0.93
デンマーク	-0.50	-0.53	-0.39	-0.25	-0.12	-0.02	0.07	0.16	0.25	0.34	0.39	0.43	0.48	0.52	0.57	0.79		
ドイツ	-0.66	-0.60	-0.47	-0.33	-0.17	-0.09	0.03	0.15	0.27	0.40	0.45	0.50	0.56	0.61	0.67	0.82	1.05	
オランダ	-0.67	-0.62	-0.49	-0.33	-0.18	-0.02	0.13	0.26	0.39	0.50	0.54	0.58	0.63	0.67	0.71	0.80	1.03	
フィンランド	-0.13	-0.56	-0.50	-0.43	-0.23	-0.04	0.02	0.24	0.37	0.51	0.56	0.62	0.68	0.73	0.79	0.92	1.19	
スウェーデン	-0.63	-0.54	-0.40	-0.27	-0.05	0.05	0.15	0.00	0.27	0.53	0.60	0.66	0.72	0.79	0.85	1.17		
オーストリア	-0.41	-0.48	-0.39	-0.28	-0.08	0.08	0.27	0.24	0.41	0.58	0.67	0.75	0.83	0.91	0.99	1.12	1.37	
アイルランド	-0.36	-0.46	-0.44	-0.18	-0.01	0.16	0.37	0.57	0.72	0.86	0.95	1.05	1.14	1.23	1.32	1.44	1.67	
フランス	-0.55	-0.41	-0.26	-0.11	0.06	0.12	0.26	0.42	0.51	0.70	0.77	0.85	0.93	1.01	1.08	1.20	1.57	
スペイン	-0.40	-0.29	-0.14	0.03	0.33	0.61	0.85	1.05	1.22	1.35	1.45	1.55	1.65	1.75	1.85	2.05	2.47	
ポルトガル	-0.23	-0.14	-0.06	0.26	0.56	0.89	1.21	1.42	1.58	1.73	1.84	1.94	2.05	2.16	2.26	2.48	2.79	
イタリア	0.23	0.68	1.07	1.44	1.74	2.06	2.27	2.39	2.59	2.68	2.75	2.83	2.90	2.98	3.05	3.31	3.48	
英国	0.74	0.77	0.79	0.91	1.03	1.08	1.13	1.22	1.32	1.27	1.33	1.38	1.43	1.48	1.54	1.69	1.71	1.59
ノルウェー	0.74	0.80	1.09	1.15	1.38	1.53	1.62	1.69	1.75	1.82								
カナダ	1.86	2.06	2.09	2.15	2.20	2.24	2.26	2.27	2.28	2.29	2.30	2.30	2.31	2.31	2.32	2.34	2.32	
オーストラリア	1.98	2.09	2.11	2.20	2.29	2.42	2.51	2.58	2.63	2.68	2.71	2.74	2.78	2.81	2.84	3.05		
米国	2.40	2.67	2.75	2.80	2.85	2.89	2.94	2.95	2.96	2.97	2.98	2.99	2.99	3.00	3.01	3.04	3.10	
中国	2.98	3.15	3.26	3.34	3.41	3.47	3.52	3.57	3.60	3.62	3.64	3.66	3.69	3.71	3.73	3.94	4.02	
インド	6.92	7.53	7.70	7.82	7.94	7.98	8.03	8.06	7.95	7.79	8.15	8.06	7.98	8.02	8.06	8.00	7.94	

	0%未満
	0%以上0.5%未満
	0.5%以上1.0%未満
	1.0%超

(注)2018年 7月25日の値  
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## まとめ～政策修正のハードルは依然高く、「永遠のゼロ」がもたらす副作用残存

- 日銀は「黒田2.0」下、持続的政策に向け軌道修正に着手。最大の制約は円高回避。日銀の修正可能期間は論理的に考え今後半年程度に限られるが、その実現には多くの制約が残存
- 「黒田1.0」でアベノミクスの円安・株高の好循環実現を担っただけに、政府はその定着確保が不可欠。9月に行われる自民党総裁選、11月米国中間選挙の結果を確認するまで日銀は政策修正着手を封印せざるを得ない
- 米国を中心にした利上げ環境が継続するなか、今日、為替水準が110円台に定着していることは追い風。同時に、日本経済が2018年後半に向け回復基調を続けることの確認は不可欠
- 緩和修正へのコンセンサスを費用対効果の観点から「OKルール」で実現する政治的プロセスに。政府の理解を得るには、政策修正があくまでも金融緩和の持続性を高めるもので、正常化でないことを丁寧に説明していく必要。その際、生保・年金の運用悪化や、預金の実質金利低下、金融システムへの影響など低金利の副作用なども含め総合的に判断
- 政策変更の実現にはハードルが多く、結果として、超低金利環境継続、同時に、「永遠のゼロ」の結果生じうる副作用が累積的に拡大していくことにも留意する必要
- たとえ、政策修正が実現できても金利上昇は限定。市場参加者は基本的な低金利環境長期化を前提にした対応が不可欠

---

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほ総合研究所 調査本部

市場調査部 野口 雄裕

TEL : 03-3591-1249

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います