

2018年度第2回 みずほ総研コンファレンス

---

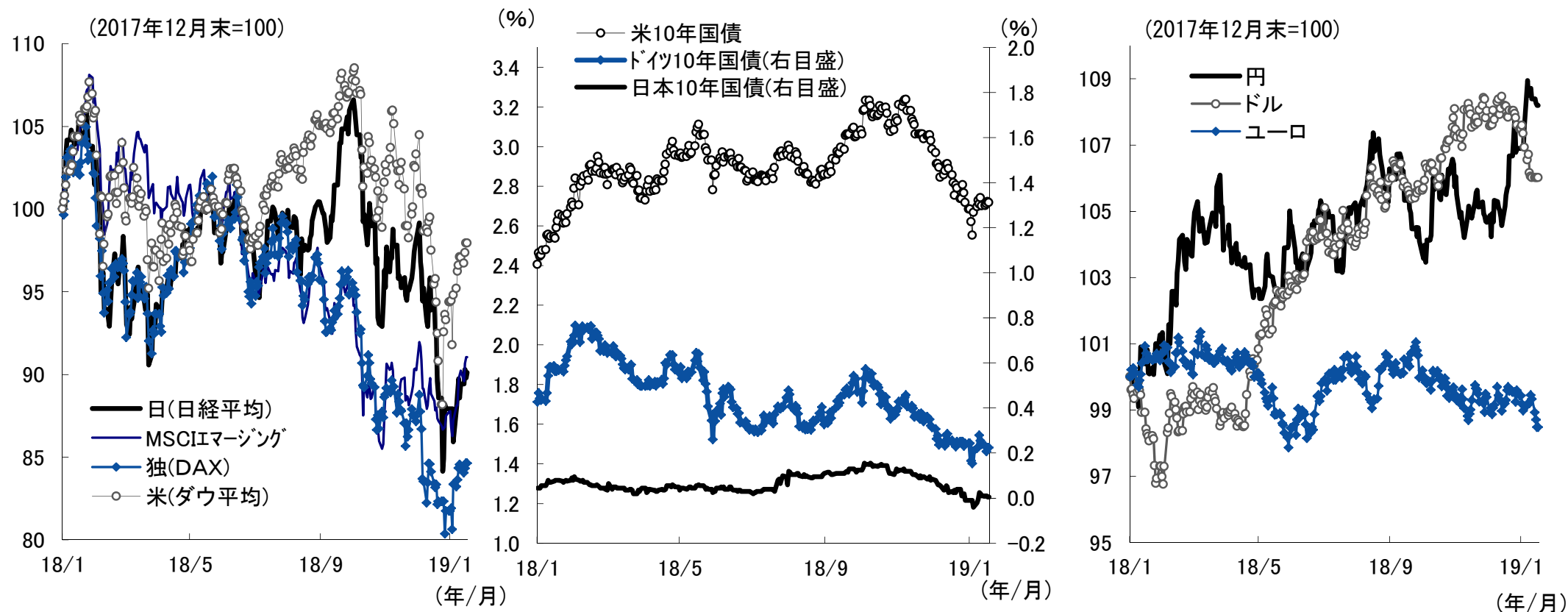
# 日銀金融緩和の課題と展望（基調報告） ～超低金利長期化を巡る論点

2019年1月 24日

みずほ総合研究所

# 世界経済の下振れリスクを意識する金融市場

【 主要マーケットの推移 】

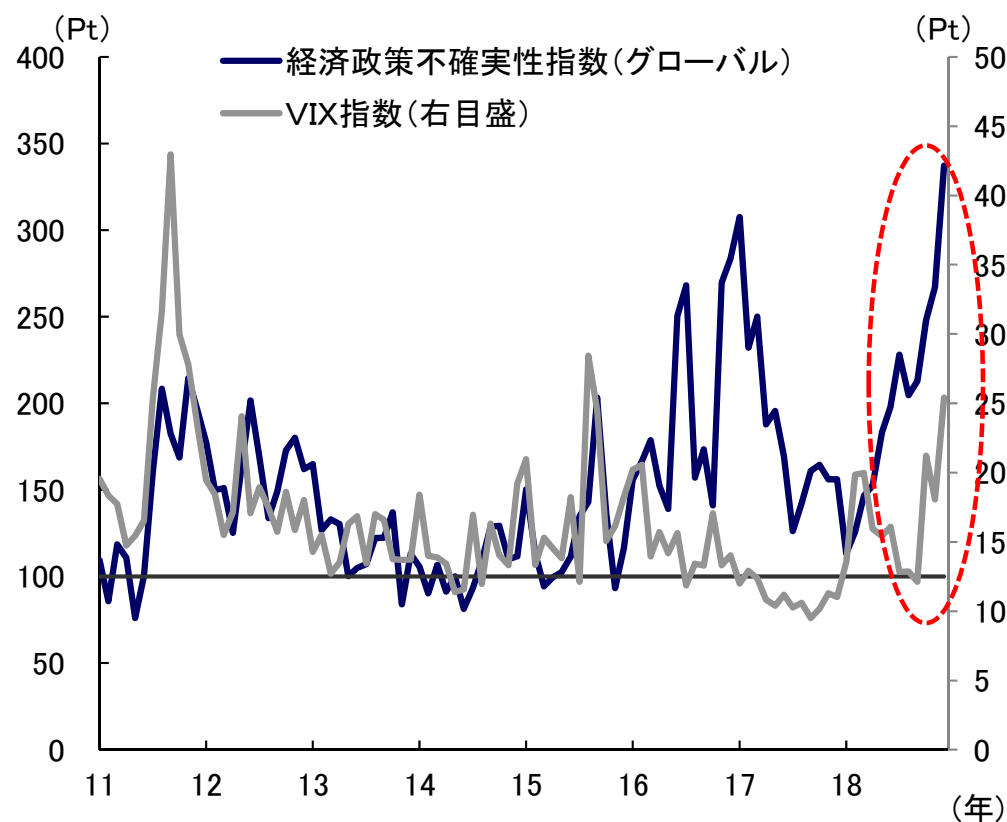


(注) 為替は各国当局公表値の名目実効為替レート。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

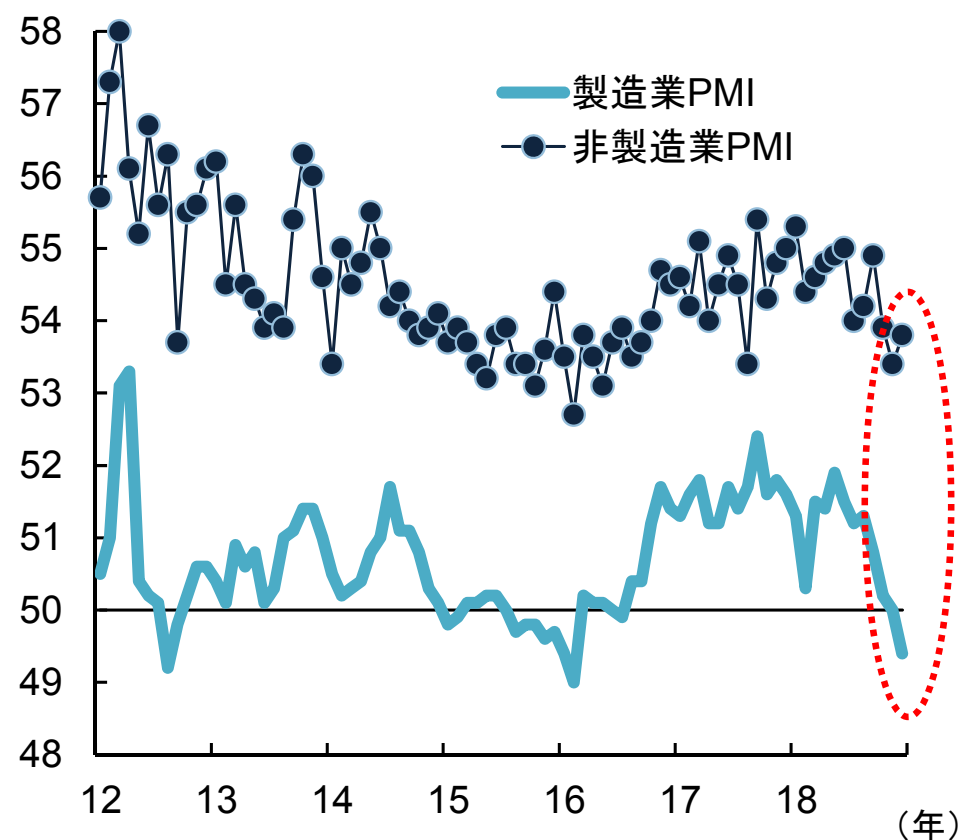
# 世界経済の不確実性が高まる。貿易摩擦の影響から製造業の景況感が下振れ

【 経済政策不確実性指数・VIX指数 】



(資料) Economic Policy Uncertainty、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

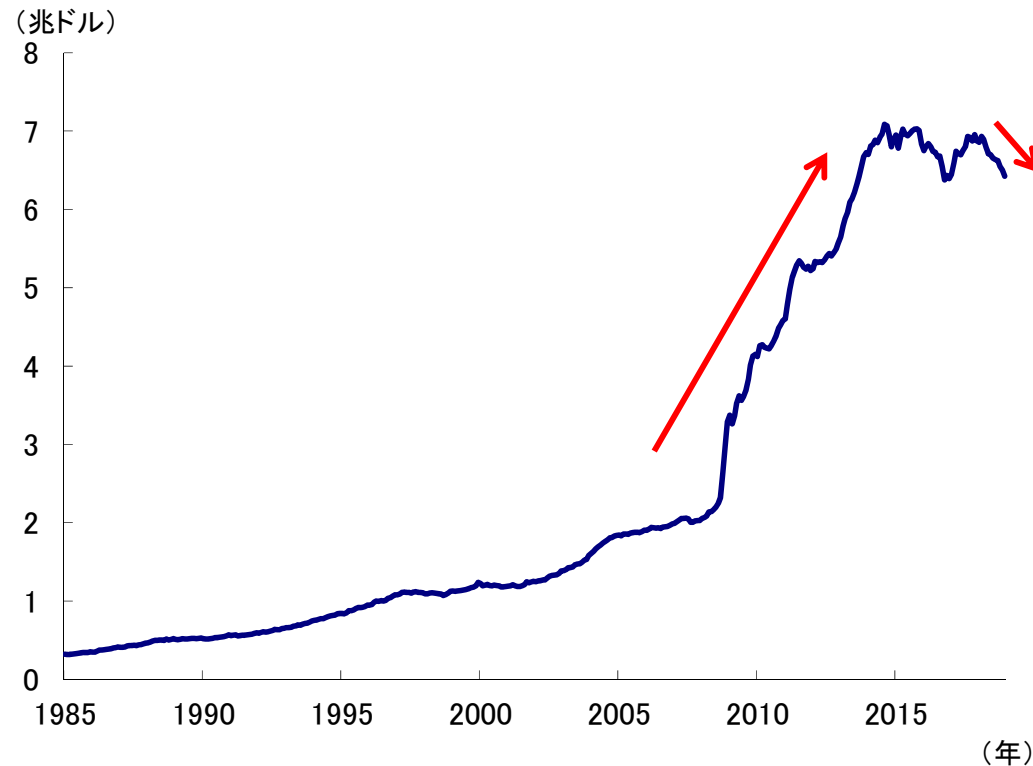
【 中国：製造業・非製造業PMIの推移 】



(資料) 中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

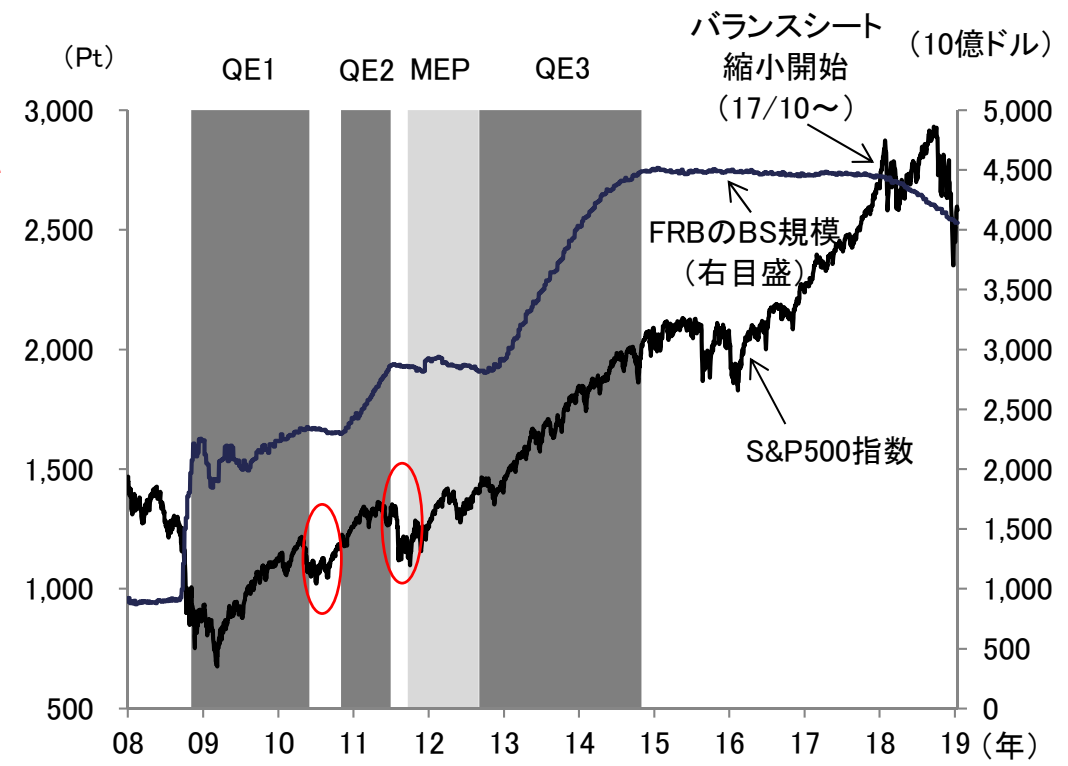
# 米国を中心とした中銀バランスシート縮小による過剰流動性相場の転換を懸念

## 【世界のドル供給量(ワールドダラー)】



(注) ワールドダラーは、米マネタリーベースとFRBカストディ・アカウント残高の合計  
(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

## 【FRBのバランスシートとS&P500指数】

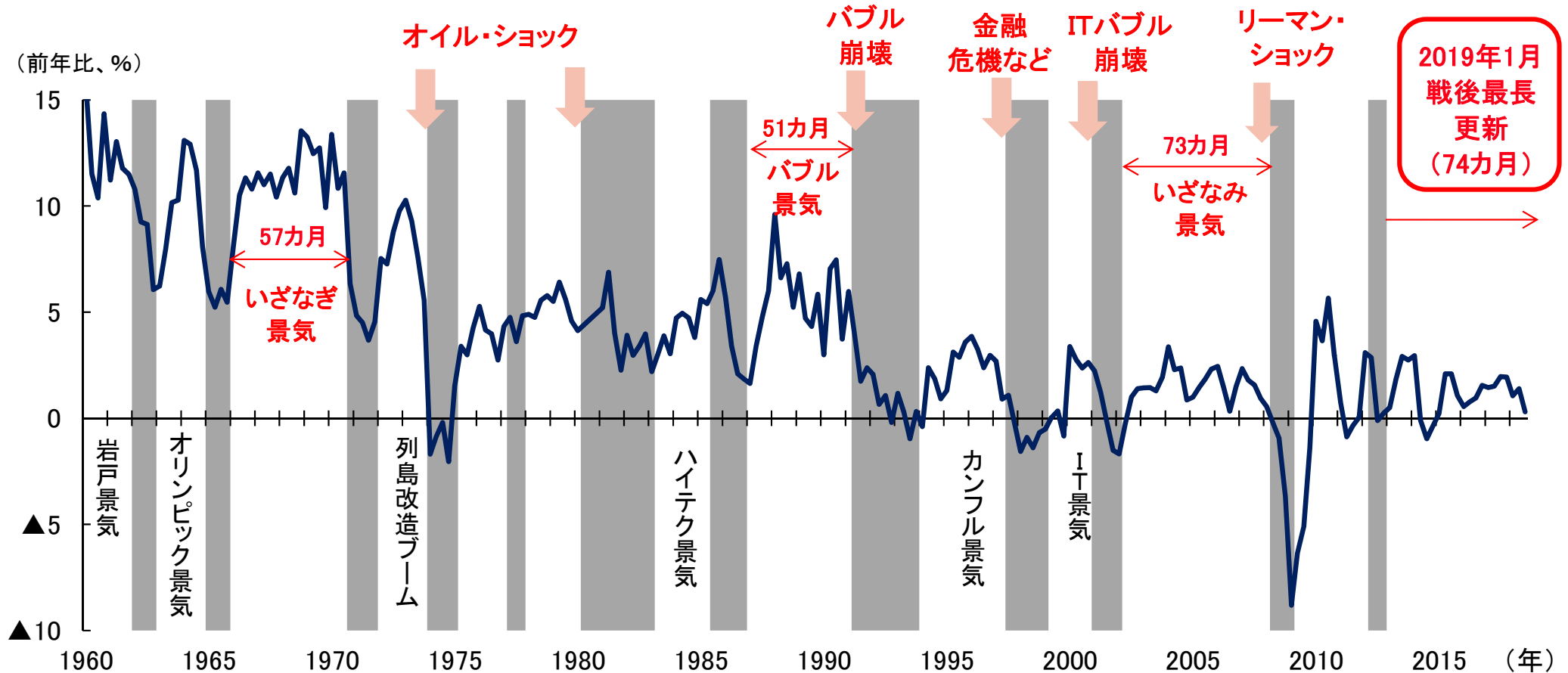


(注) MEPは、Maturity Extension Programの略であり、残存期間延長プログラム。  
オペレーション・ツイストとも呼ばれる。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

# 2019年1月に日本の景気回復期は戦後最長に

【日本の成長率と景気循環】



(注) 網掛けは景気後退期。景気回復期の名称は通称。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「景気循環日付」より、みずほ総合研究所作成





# 2018年7月決定会合での政策対応:「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」

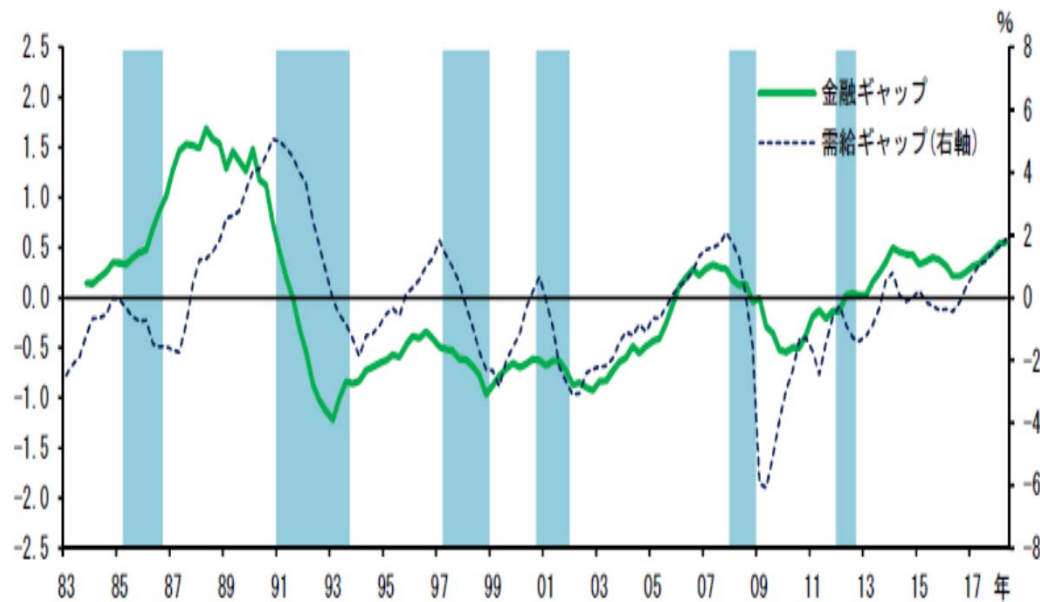
## 【7月会合での主な政策修正】

|                     |                                                                                                                                |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ・政策金利のフォワードガイダンス    | 2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、 <b>当分の間</b> 、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。                                    |
| ・イールドカーブ・コントロールの柔軟化 | 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて <b>上下にある程度変動</b> しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。 |
| ・資産買い入れ             | ETFおよびJ-REITについては、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。  |
| ・政策金利残高の見直し         | マイナス金利が適用される政策金利残高を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準(平均して10兆円程度)から減少させる。                                                               |

(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

# 金融緩和の長期化が見込まれる中、日銀は副作用への警戒を高める

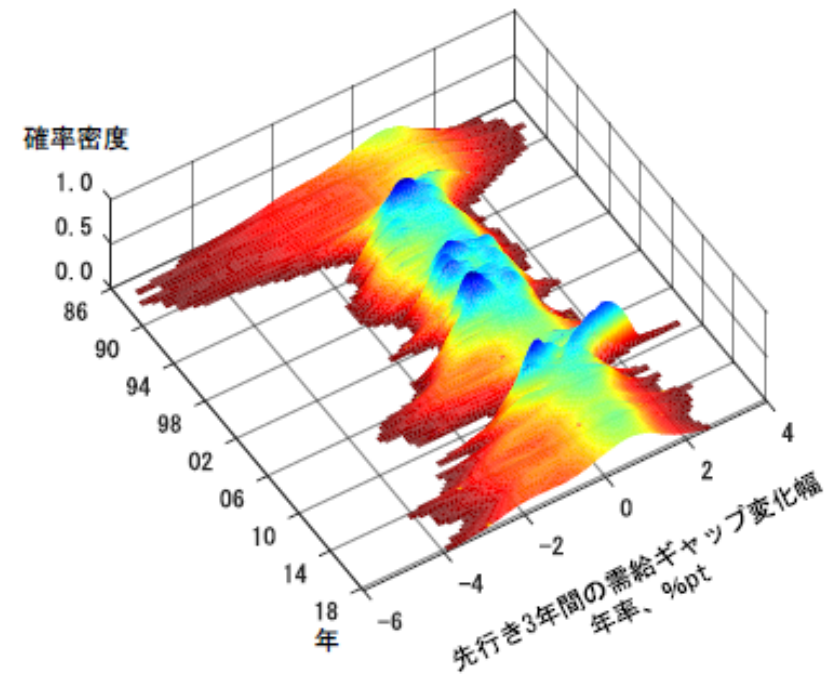
【 金融ギャップと需給ギャップ 】



(注) 直近は2018年4～6月。シャドーは景気後退局面を表す

(資料) 日本銀行「金融システムレポート(2018年10月)」

【 金融脆弱性と先行き3年間の景気変動リスク(GDP at Risk) 】



(注) 各時点における、先行き3年間の需給ギャップ変化幅(年率換算値)に関する確率分布を時系列表示

(資料) 日本銀行「金融システムレポート(2018年10月)」

# 世界経済の不確実性への警戒を高める日銀。当面は政策維持が見込まれる

【金融政策決定会合における主な意見（2018年12月19、20日開催分）】

## 【経済・物価情勢】

- 7～9月期のわが国のGDPはマイナス成長となったが、設備投資の増加基調に変化はみられないなど、緩やかな景気拡大の基本的なメカニズムは維持されている。一方、米中間の通商問題をはじめ世界経済の不確実性が高まる中、先行きの下振れリスクは強まっている。
- 世界経済の先行きについては、不透明感が高まりつつあり、かつそうした状況が長期化するとの見方が広がる中、リスクは総じて下方に厚くなってきている。
- プラスの需給ギャップが物価の押し上げ圧力として作用し、消費者物価の前年比はプラスで推移している。ただし、原油価格下落の物価への影響は今後の懸念材料。

## 【金融政策運営】

- 「物価安定の目標」の実現には時間がかかるものの、2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが必要である。
- 不確実性の高い経済・物価動向のもとでは、不均衡を蓄積させずに緩やかな景気拡大を持続させることが重要であり、政策の効果と副作用を慎重に点検しつつ、現行の金融緩和を続けることが肝要である。
- 長期国債買入れにより既に積み上げてきた国債のストックによるタームプレミアムの押下げ効果の大きさや、新発債の国債市場での残存率の低さを踏まえると、現状の国債買入れオペの運営には相応の見直し余地がある。
- 財政政策と金融政策の方向感が異なると、デフレ完全脱却の難度が高まる。両社の更なる連携が重要である。

（資料）日本銀行より、みずほ総合研究所作成

# 金融政策を巡る最近の発言等

|                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>黒田総裁</p>                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・「かつてのように、デフレ克服のため、大規模な政策を思い切って実施することが最適な政策運営と判断された経済・物価情勢ではなくなっている」(2018年11月)</li> <li>・金融政策は、金融システムを通じて実体経済に影響を与えるため、金融システムが正常に機能することの必要性は非常によく理解できる。その点に十分配慮しつつ、必要に応じて金融庁等とも十分な連携をして、金融システムの健全性を保っていくように努力したい。(2018年12月)</li> <li>・物価安定の目標に向けたモメンタムを維持するために必要と判断されれば、適時・適切に追加緩和を検討する。緩和手段は、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベース拡大ペースの加速など(2018年12月)</li> </ul> |
| <p>白川前総裁<br/>(「中央銀行」<br/>東洋経済新報社)</p>                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>・政府との共同声明は「機械的に2%を実現しなくてもいいようにするための文書であった」。</li> <li>・雇用慣行がグローバルスタンダードに基づいていないにも関わらず、物価目標だけを切り離してグローバルスタンダードを根拠に2%の採用を主張するのは整合性を欠いている。</li> <li>・金融政策は潜在的な成長軌道の周辺の変動を平準化する効果をもたらすが、成長軌道自体には影響を与えない。低成長が長期にわたって続く場合は、低成長をもたらす実物面での要因に真正面から向き合う必要がある。</li> </ul>                                                                                                           |
| <p>日銀金融研究所ディスカッション<br/>ペーパー「量的・質的金融緩和の<br/>効果」(2018年11月)</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・マイナス金利を解除しても景気や物価にプラスの効果があり、緩和的な政策になる。</li> <li>・インフレ目標を引き下げても、潜在成長率が比較的高ければ引き締めにならない。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                       |

(資料) 日本銀行、「中央銀行」(東洋経済新報社)より、みずほ総合研究所作成

## 金融政策を巡る論点①

### 【物価目標2%について】

- 物価目標が達成できない要因は何か、今後達成することが可能なのか
- 物価目標を達成することが必要なのか、目標は2%が最適な水準なのか
- 物価目標以外のターゲットは有効か（成長率目標、賃金目標等）

### 【景気下振れ時の追加緩和策について】

- マイナス金利深掘りの可能性（効果と副作用）
- 長期金利の引き下げ（操作目標年限の長期化）
- 資産買入れの増額（国債、ETF、外債）
- 財政との連携（ヘリコプターマネー、日銀保有国債を無利子永久国債に転換）

## 金融政策を巡る論点②

### 【低金利長期化による副作用について】

- 市場への影響（国債市場の機能低下、ETF買入れの株式市場等への影響）
- 金融仲介機能への影響と対応策（プルーデンス政策と金融政策）
- 低金利長期化による経済への影響（不動産市場への影響、低金利長期化による歪み）

### 【今後の政策展望について】

- 昨年7月に続く政策修正はあるのか。タイミングはいつか。次の一手は何か
- 出口政策に向けたロードマップ。イールドカーブ・コントロール、資産買入れの行方、フォワードガイダンスの修正など
- 自民党総裁選（2021年）、黒田総裁任期満了（2023年）は政策の転換点になり得るか
- FRB、ECB金融政策運営の影響（FRBによる金融政策枠組みの見直し等）

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