

日銀金融政策の課題と展望 ～日銀の恐れる不都合な真実～

2019年 1月24日

みずほ総合研究所

専務執行役員 チーフエコノミスト

高田 創



《 構成 》

1. 7月会合で出口の第一歩を踏み出した日銀
2. 超金融緩和の効果と副作用
3. ジレンマケース・「永遠のゼロ」不安への回帰
4. 今後の政策対応余地はあるか？

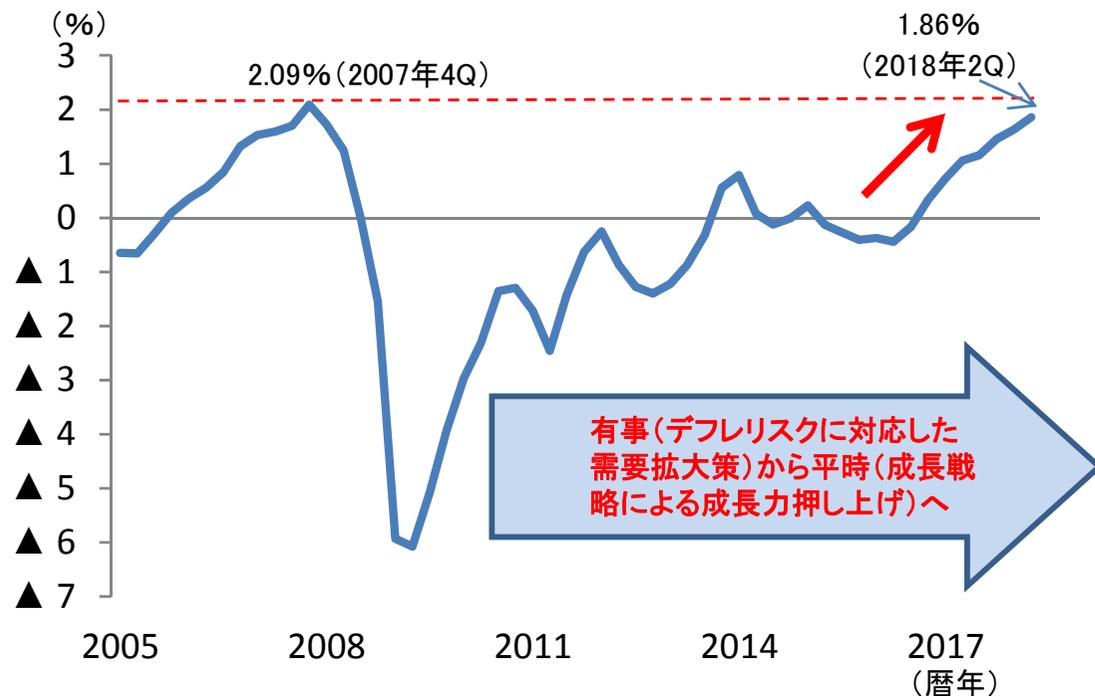
● 1. 7月会合で出口の第一歩を踏み出した日銀

～平時の中での持久戦に踏み出したが～

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年並みのプラス圏にまで上昇し、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) 】



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【 櫻井委員発言要旨(2018年5月) 】

・金融政策運営で以下の点に留意する必要

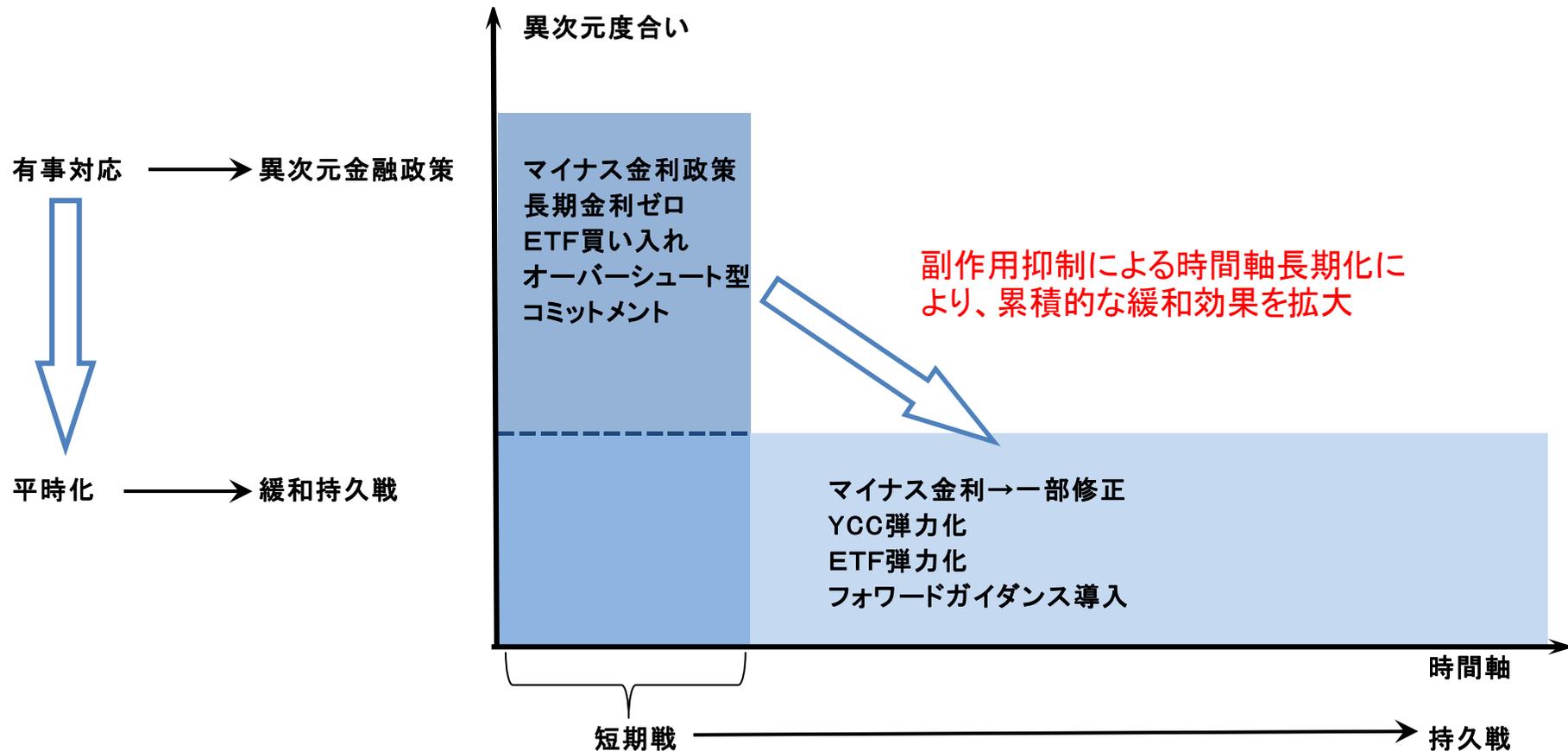
- ① 需給バランス。先行き、供給面の拡大ペースの減速や、金融面からの需要刺激効果の強まりに伴い、需要と供給のバランスに変化が生じる可能性。需給バランスが極端に偏ると、経済の振幅を拡大する恐れ。
- ② 金融システムが不安定化しないよう留意する必要。金融システムレポートでは、金融機関の貸出スタンスなどいくつかの指標は過熱に近い状態。

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

2018年7月会合では持久戦に向け微調整、持続的緩和を強める

- 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転換。7月会合ではイールドカーブ・コントロールを柔軟化するとともに、ETF買入れも下振れ余地を確保。フォワードガイダンスで時間軸を強化し、緩和効果を面積の観点で拡大

【 金融政策転換の概念図 】



(資料)みずほ総合研究所作成



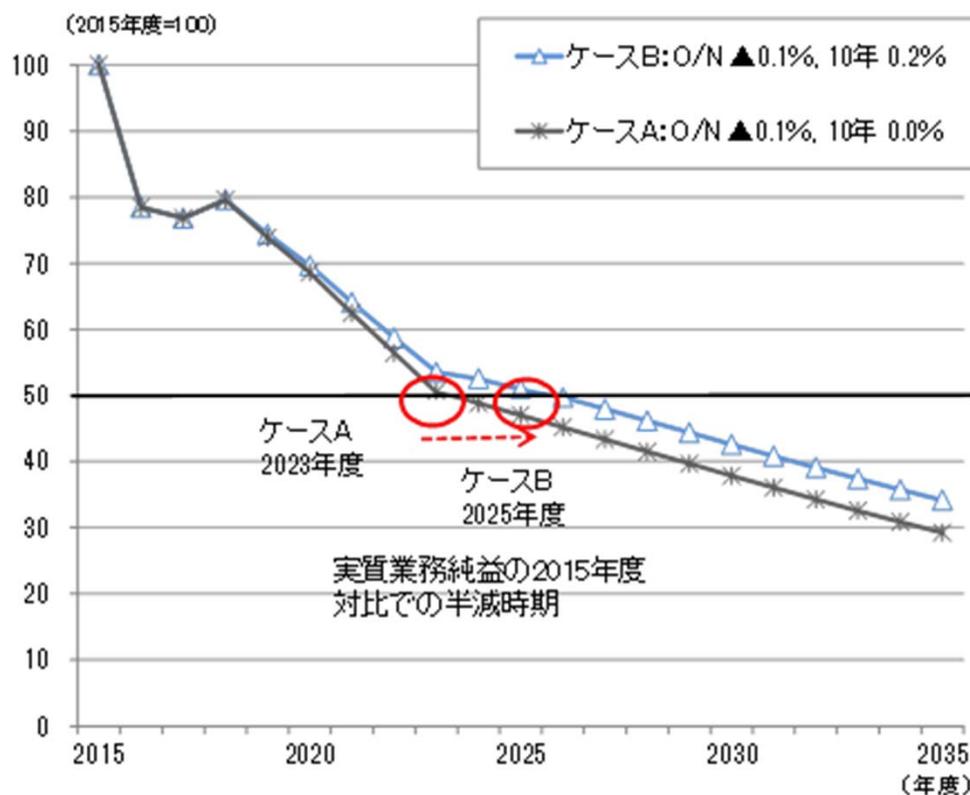
2. 超金融緩和の効果と副作用

～副作用は金融機関・家計収支減少、不動産過熱～

イールドカーブ・コントロール柔軟化による収益改善効果は極めて限定的

- イールドカーブ・コントロール柔軟化により国債10年利回りが0.2%まで上昇することで、地域銀行の実質業務純益が2015年度対比で半減する時期が2年先送り。預貸金利回り差の縮小が続き、収益の持ち直し効果は限定的と試算
 - ・ ケースAでは、2015年度=100とした実質業務純益が2023年度に半減(2023年問題)。国債10年利回りの0.2%までの上昇を見込むケースBでは、地域銀行の実質業務純益が2015年度対比で半減となる時期は2025年度と試算

【 地域銀行 実質業務純益のシミュレーション 】

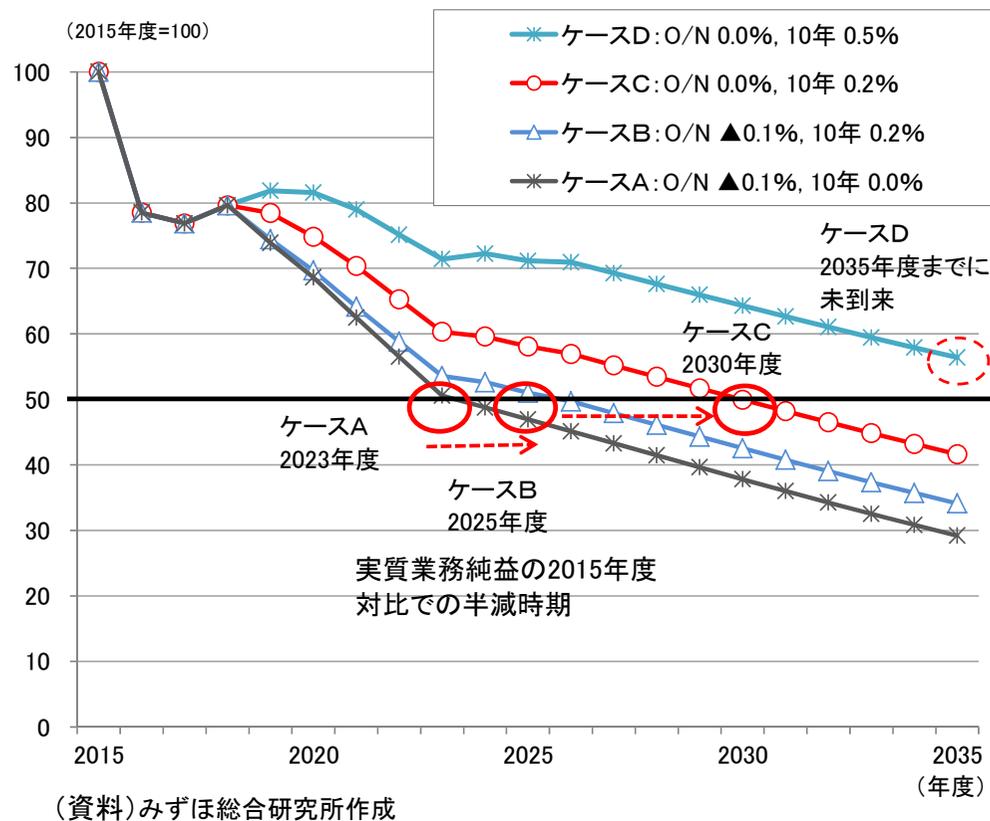


(資料)みずほ総合研究所作成

マイナス金利を解除した場合、地域金融機関の収益悪化ペースは改善

- マイナス金利を解除した場合、預貸金利回り差の小幅上昇から地域銀行の収益悪化ペースは改善に
 - ・ 政策金利(O/N)を0.0%とし、国債10年利回りを0.2%としたものをケースC、0.5%としたものをケースDとしてマイナス金利解除の影響を試算。地域銀行の実質業務純益が2015年度対比で半減となる時期は、ケースCで2030年度、ケースDでは本試算の対象期間中(2035年度まで)には到来しないとの結果

【 地域銀行 実質業務純益のシミュレーション 】



マイナス金利政策の勝者は政府・企業、敗者は金融機関・家計

- マイナス金利導入により、事業会社（非金融法人企業）の財産収支が改善。政府部門は国債利回りの低下に加え、マイナス金利による超過収入（発行収入金と額面価格との差額）による恩恵も
- 金融機関は預貸金利回り差低下の影響から大幅な損失超。保険、年金の運用にもマイナス。家計については、住宅ローン金利低下の効果を資産収益減少でほぼ相殺する結果

【 マイナス金利政策導入後の金利低下による部門別所得移転の効果（概算） 】

（億円）

	資産 (損失)	負債 (利益)	差し引き
家計	-618	458	-160
非金融法人	-105	4,528	4,423
一般政府	-641	6,831	6,191
預金取扱機関	-11,441	3,854	-7,587
保険年金基金	-1,244	67	-1,177
その他金融仲介機関	-4,572	3,648	-924
中央銀行	-1,856	1,718	-138

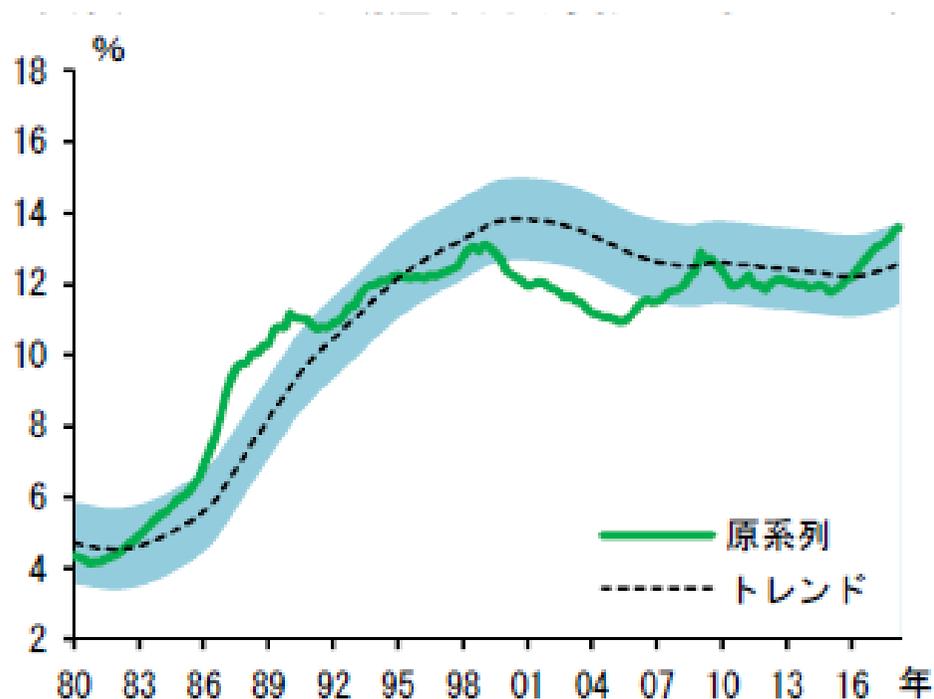
（注）2016年1Qから2018年2Qまでの効果の累計。一般政府の利益には市中発行額の超過収入（28年度実績）を含む。

（資料）日本銀行「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

金融システムレポートでは不動産を中心に副作用を注視するスタンス

- 金融システムレポート(10/22)では、「低金利環境が長期化する中で、金融脆弱性を的確に評価することが一層重要となっている」との認識を示し、テールリスクの定量的評価を実施(GDP at Risk)
- 金融活動指標のトレンドからの乖離はバブル期以来(バブル期は下回っているが)の水準、景気の変動リスクが高まっていると評価。特に、不動産市場については貸出残高がGDPを上回るテンポで増加を続けることを指摘、市場の過熱感を警戒

【 不動産業向け貸出の対GDP比率 】



(注)「トレンド」は片側HPフィルターにより算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。後方4期移動平均。直近は2018年4~6月。

(資料) 日本銀行

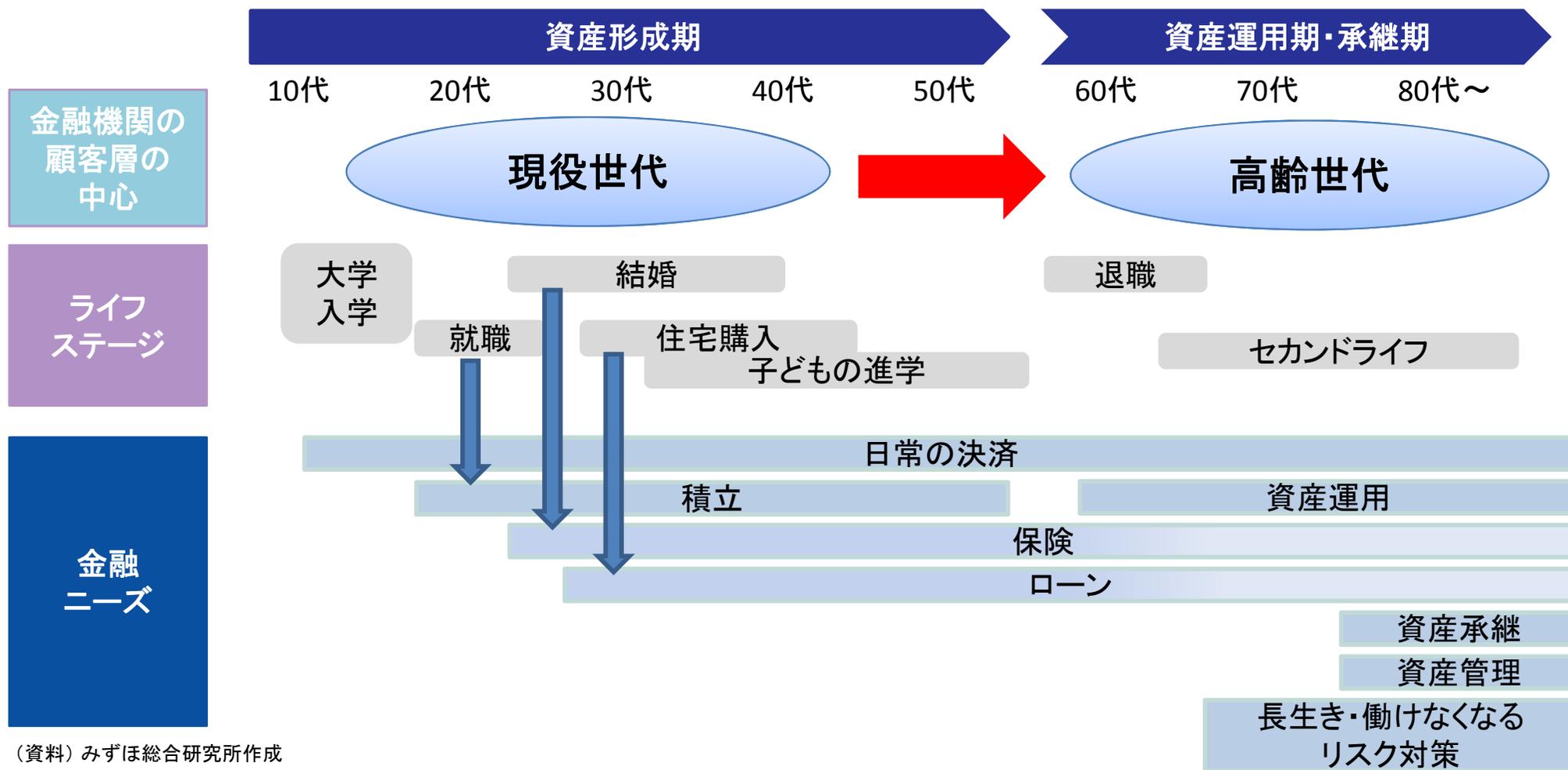
【 貸出動向と不動産向け貸出 】



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

高齢化の構造転換、現役世代完結型金融から老後のニーズを満たす金融に転換

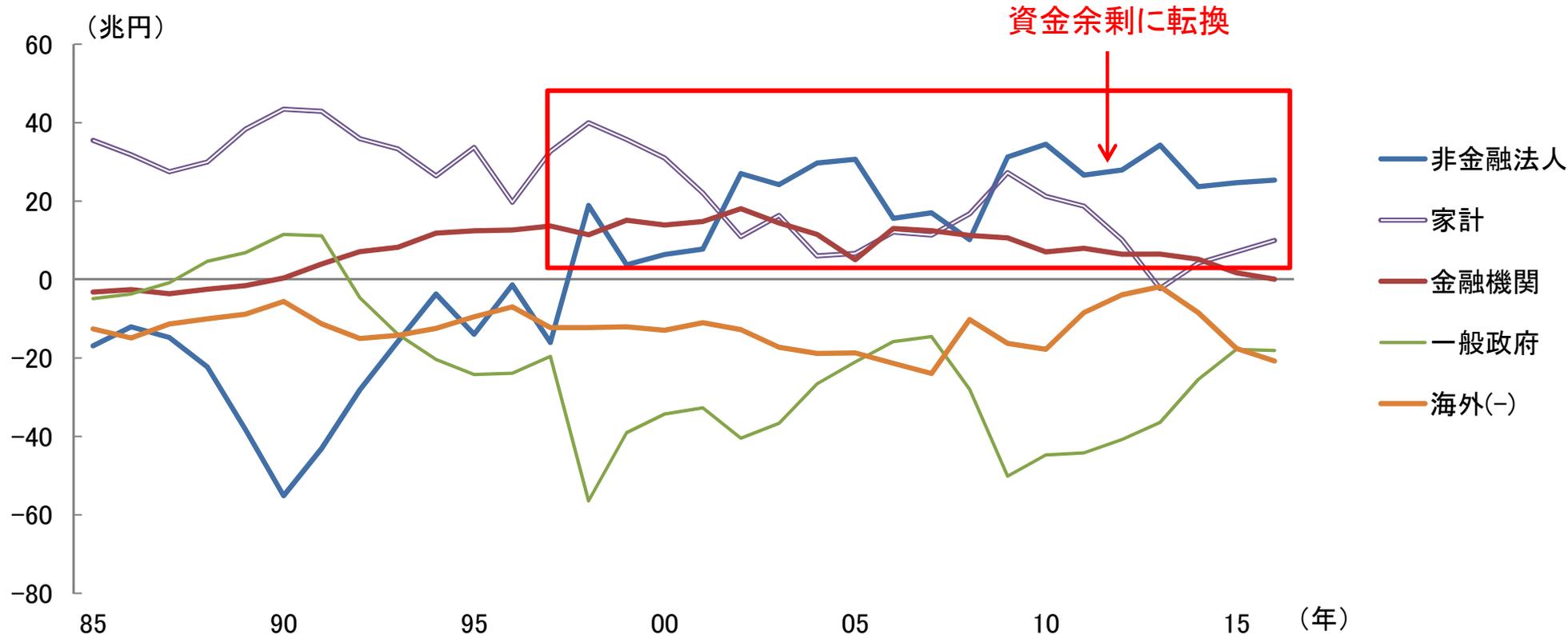
- 高齢化によって、現役世代以降の「老後」が生じることで金融ニーズは大きく転換。高齢世代（資産運用期・承継期）をベースにした金融仲介へ
- 高齢化による資産運用ニーズの拡大を踏まえると、金利引き上げが家計の資産運用にプラスに機能する可能性も



企業は資金余剰に転換、金利低下の貸出感応度低下、低金利は家計に負の影響

- 戦後一貫して続いていた「非金融法人部門」の資金不足が、90年代以降に資金余剰に転換
 - ・ 現役世代のリニアなニーズに対応し限られた資金を企業に流す存在だった金融から、「世代間資金移転」、「高齢者向け資金移転」、「生涯を通じた資産運用」等の多面的ニーズの仲介者に
 - ・ 企業への金利低下の貸出感応度低下(感応度が高いのは不動産分野に限定)、家計に金利低下は負の影響も

【日本の貯蓄投資(IS)バランス推移】

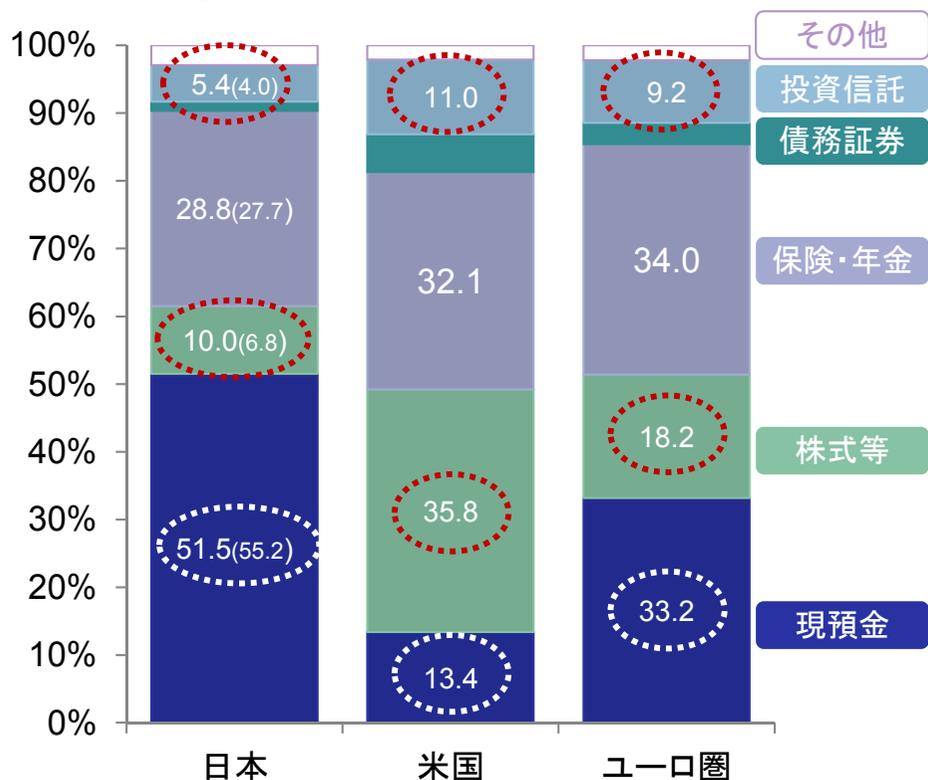


(資料) 内閣府より、みずほ総合研究所作成

家計の安全資産選好に変化なし。超低金利が家計の財産所得を抑制

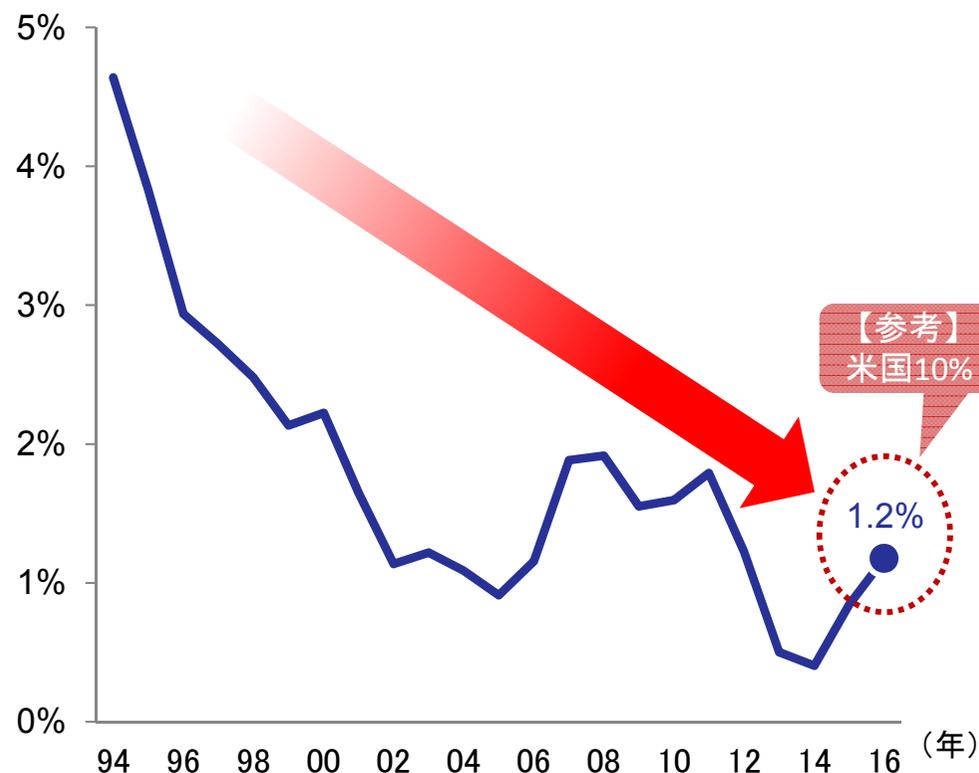
- 欧米に比べて突出して高い現預金の保有率
 - ・ 日本の家計は金融資産の過半を現預金で保有。株式等リスク資産の保有割合は米国の1/3、ユーロ圏の半分程度
- 現預金が積みあがる一方、利子所得は低金利政策の影響から減少基調で推移
 - ・ 可処分所得に占める利子所得の割合は1.2%と米国に比べても大きく見劣り。安全資産比率は依然高く、預金金利は実質ベースでマイナス。マイナス金利解除など超低金利を修正する選択肢も

【家計金融資産構成の日米欧比較】



(注)日本の括弧内は2013年。
 (資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【可処分所得に占める利子所得の割合】

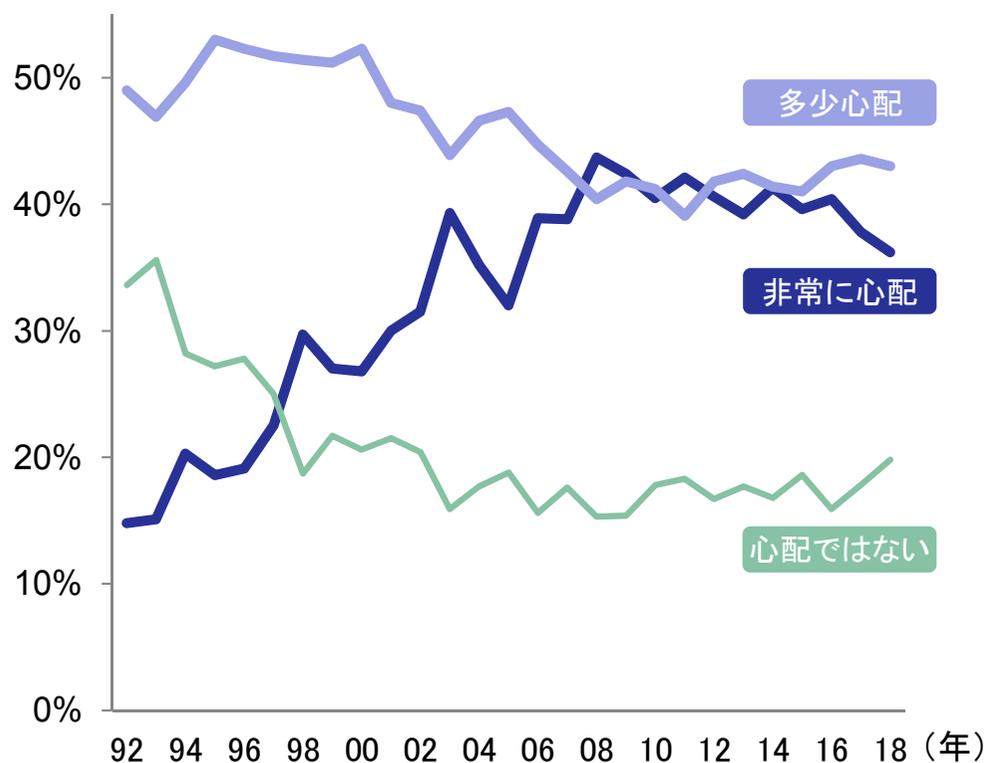


(資料)内閣府より、みずほ総合研究所作成

さらに、マイナス金利政策は家計の将来不安の高まりに

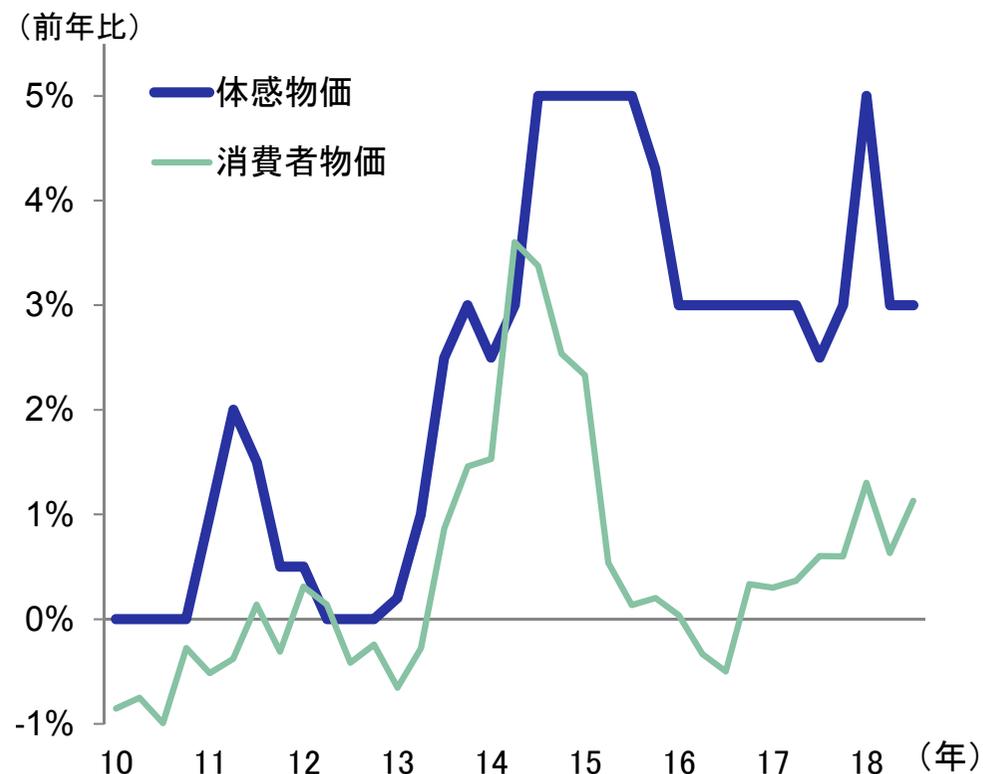
- 景気回復にもかかわらず老後の生活不安を抱える人は多い
 - ・ 36%が「非常に心配」と回答。「多少心配」も含めると8割近くが老後の生活を懸念。マイナス金利政策による生保・年金の運用への影響が個人のマインドにマイナスの影響を及ぼしている可能性も
- ガソリンや生鮮食品などの価格上昇を受けて家計の「体感物価」は高止まり
 - ・ 年金や金融所得への依存度が大きい高齢無職世帯を中心に生活防衛意識が高まるリスク

【 老後の生活についての考え方 】



(注)1996年までは60歳未満世帯。1997年以降は全世帯。
 (資料)金融広報中央委員会より、みずほ総合研究所作成

【 消費者物価と体感物価 】

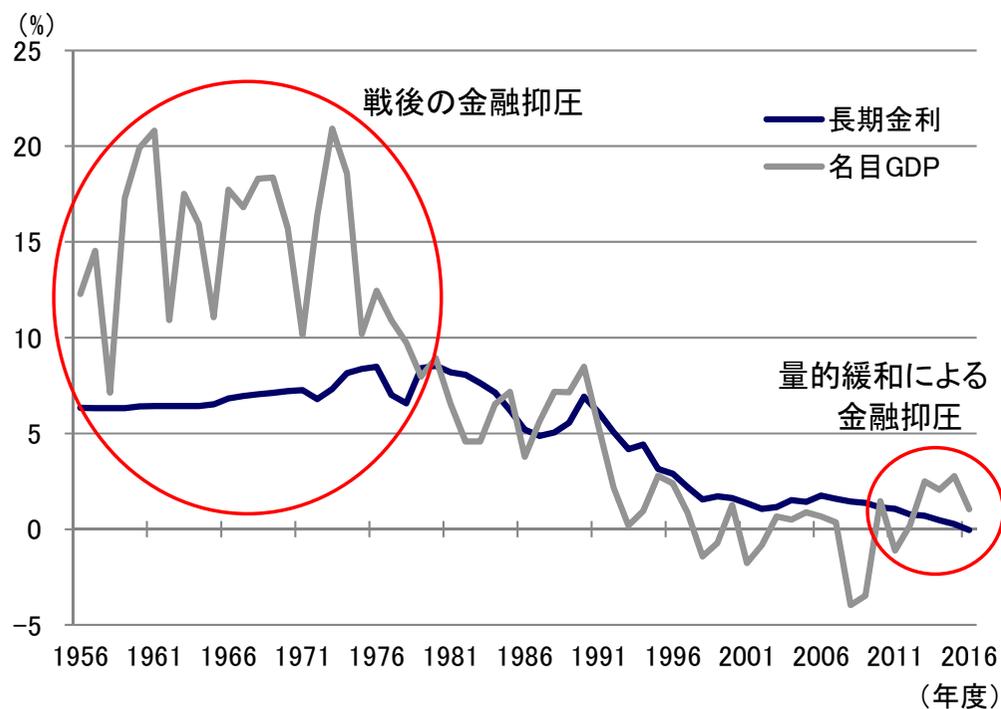


(注)体感物価は、「1年前に比べ現在の「物価」は何%程度変わったと思いますか。」という質問に対する回答者の中位値。
 (資料)総務省、日本銀行より、みずほ総合研究所作成

財政への効果～最大の受益者だが懸念される財政規律の緩み

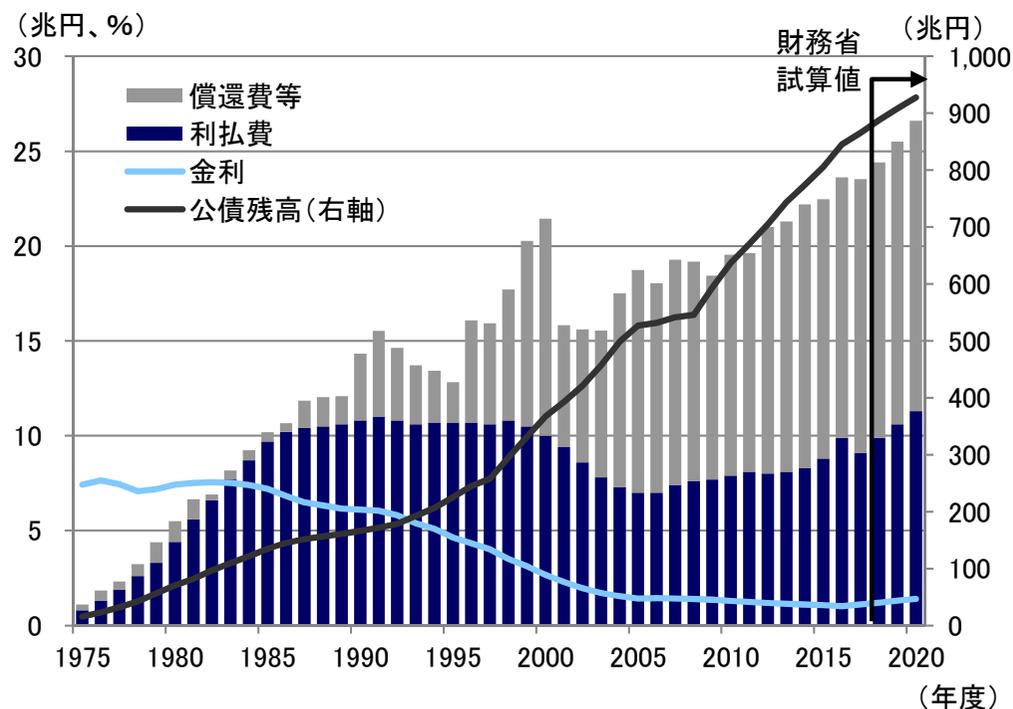
- 国債利回り低下による財政規律の緩みが懸念。公債残高の増加基調が続く中、金融緩和により政府の利払費は低位で推移。2019年度概算要求は100兆円を上回る過去最高水準に
 - ・ 長期金利が名目GDPを下回るドーマー条件(※)を充足する状況。政府債務の発散リスクを抑制
 - (※) 財政赤字の持続可能性に関する定理。プライマリーバランスが均衡している場合、名目GDP成長率が公債利回りを上回っていれば、対GDP比で見た政府債務残高は膨張しないという考え方

【長期金利と名目GDP成長率の比較】



(注) 長期金利は10年国債金利の年度平均、名目GDPは対前年度伸び率。
 (資料) 財務省、NEEDS-Financial QUEST よりみずほ総合研究所作成

【国債費の推移】



(注) 金利は普通国債の利率加重平均。2018年度以降は財務省の試算値。
 (資料) NEEDS-Financial QUEST より、みずほ総合研究所作成

● 3. ジレンマケース・「永遠のゼロ」不安への回帰

～日銀は6回目出口サイクルを逸したか～

再び長期金利はマイナス圏に低下

- 再び、金利の水没地域拡大に
- 世界的にも金利は再び低下に戻る

【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	-0.75	-0.78	-0.70	-0.64	-0.53	-0.46	-0.39	-0.33	-0.24	-0.16	-0.09	-0.02	0.03	0.08	0.13	0.28	0.41	0.45
日本	-0.15	-0.15	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	-0.11	-0.04	0.01	0.06	0.11	0.15	0.20	0.25	0.47	0.70	0.80
ドイツ	-0.58	-0.62	-0.59	-0.51	-0.40	-0.25	-0.14	-0.02	0.09	0.21	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.62	0.82	
デンマーク	-0.54	-0.59	-0.50	-0.40	-0.31	-0.22	-0.13	-0.04	0.05	0.14	0.18	0.23	0.28	0.33	0.38	0.63		
オランダ	-0.61	-0.64	-0.59	-0.48	-0.35	-0.20	-0.06	0.06	0.20	0.31	0.37	0.42	0.47	0.52	0.58	0.67	0.86	
フィンランド	-0.46	-0.50	-0.49	-0.36	-0.21	-0.14	0.07	0.16	0.31	0.47	0.55	0.63	0.70	0.78	0.86	0.94	1.12	
オーストリア	-0.46	-0.52	-0.51	-0.33	-0.23	-0.08	0.08	0.24	0.33	0.43	0.53	0.62	0.72	0.82	0.92	1.04	1.30	
スウェーデン	-0.36	-0.38	-0.30	-0.22	-0.06	0.02	0.11	0.00	0.21	0.41	0.48	0.55	0.61	0.68	0.75	1.09		
フランス	-0.56	-0.49	-0.36	-0.22	-0.06	0.02	0.18	0.34	0.43	0.62	0.71	0.80	0.89	0.98	1.08	1.20	1.59	
アイルランド	-0.45	-0.44	-0.28	-0.13	0.08	0.28	0.50	0.57	0.77	0.97	1.04	1.11	1.19	1.26	1.33	1.45	1.69	
スペイン	-0.34	-0.22	-0.02	0.12	0.34	0.63	0.85	1.06	1.25	1.39	1.50	1.61	1.72	1.83	1.93	2.15	2.59	
ポルトガル	-0.37	-0.19	-0.10	0.15	0.43	0.75	1.07	1.29	1.46	1.66	1.78	1.91	2.03	2.15	2.27	2.53	2.86	
イタリア	0.18	0.42	1.03	1.38	1.78	2.08	2.34	2.40	2.64	2.87	2.94	3.01	3.08	3.15	3.23	3.53	3.74	
英国	0.83	0.81	0.80	0.84	0.92	0.97	1.01	1.07	1.17	1.26	1.30	1.34	1.38	1.43	1.47	1.71	1.78	1.68
ノルウェー	1.00	1.08	1.16	1.25	1.33	1.41	1.52	1.60	1.69	1.77								
カナダ	1.88	1.90	1.89	1.92	1.91	1.91	1.93	1.93	1.95	1.97	1.99	2.01	2.03	2.05	2.07	2.16	2.19	
オーストラリア	1.89	1.83	1.80	1.86	1.97	2.06	2.14	2.21	2.28	2.29	2.34	2.40	2.45	2.51	2.56	2.70		
米国	2.56	2.53	2.51	2.52	2.53	2.57	2.61	2.64	2.68	2.71	2.73	2.75	2.77	2.78	2.80	2.89	3.07	
中国	2.49	2.65	2.78	2.90	3.00	3.08	3.15	3.19	3.22	3.24	3.26	3.29	3.31	3.34	3.36	3.48	3.74	
インド	6.82	6.99	7.18	7.22	7.40	7.38	7.40	7.50	7.47	7.25	7.60	7.59	7.59	7.61	7.59	7.62	7.64	



(注)2019年1月15日の値
(資料)Bloombergより、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」 ～日銀は6回目の出口を逸するリスクも

- 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
- 海外要因の不透明感から、「6回目」の猶予期間を失った可能性も

【 金融市場の「5回のジンクス」と6回目の展望 】

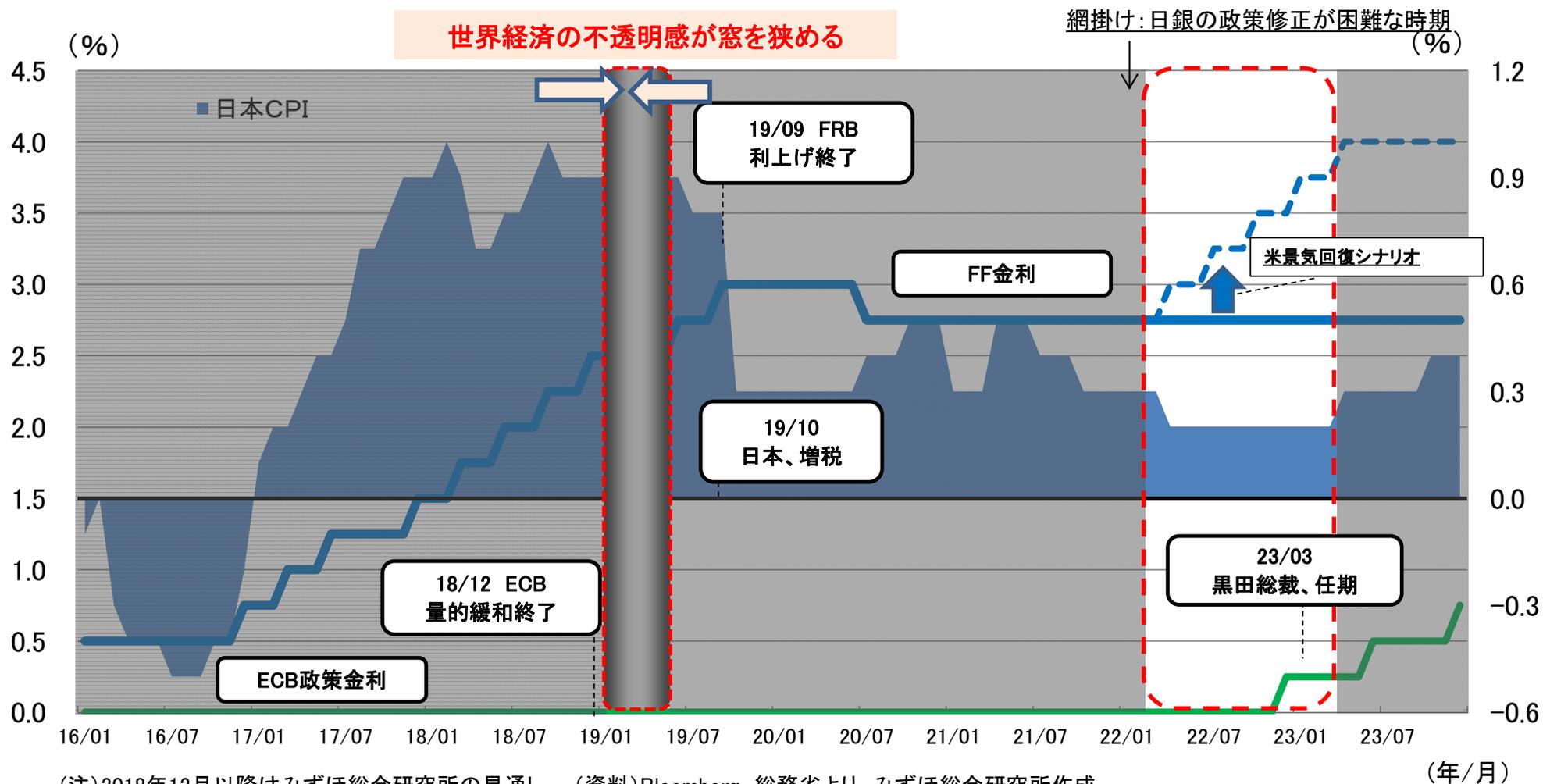
	米国引き締め開始時公定歩合	ドイツ(ECB)引き締め開始時公定歩合	日本の引き締め開始時公定歩合	日本利上げ後の環境	原油価格動向
1回目 1970年代 前半	1973/1(二番目) 4.5% → 5%	1972/10(最初) 3% → 3.5%	1973/4(最後) 4.25% → 5%	74年から世界的不況 独ヘルシュタット銀行問題	第一次 石油危機
2回目 1970年代 後半	1977/8(最初) 5.25% → 5.75%	1979/3(二番目) 3% → 4%	1979/4(最後) 3.5% → 4.25%	80年以降 世界的減速 ラ米問題	第二次 石油危機
3回目 1980年代 後半	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)	2019年夏以降出口に動く 可能性	出口見えず		

(資料) みずほ総合研究所作成

世界経済の不透明感が高まる中、出口政策が封印されるリスク高まる

- 中国経済減速や半導体サイクル転換等、世界経済の不透明感が高まる。7月会合で出口の第一歩を踏み出すも、今後の出口政策封印リスク高まる。イールドカーブ・コントロールの更なる柔軟化などの対応は来年1月が最後のチャンスか

【日銀が政策修正に動くことが可能な期間(窓)】

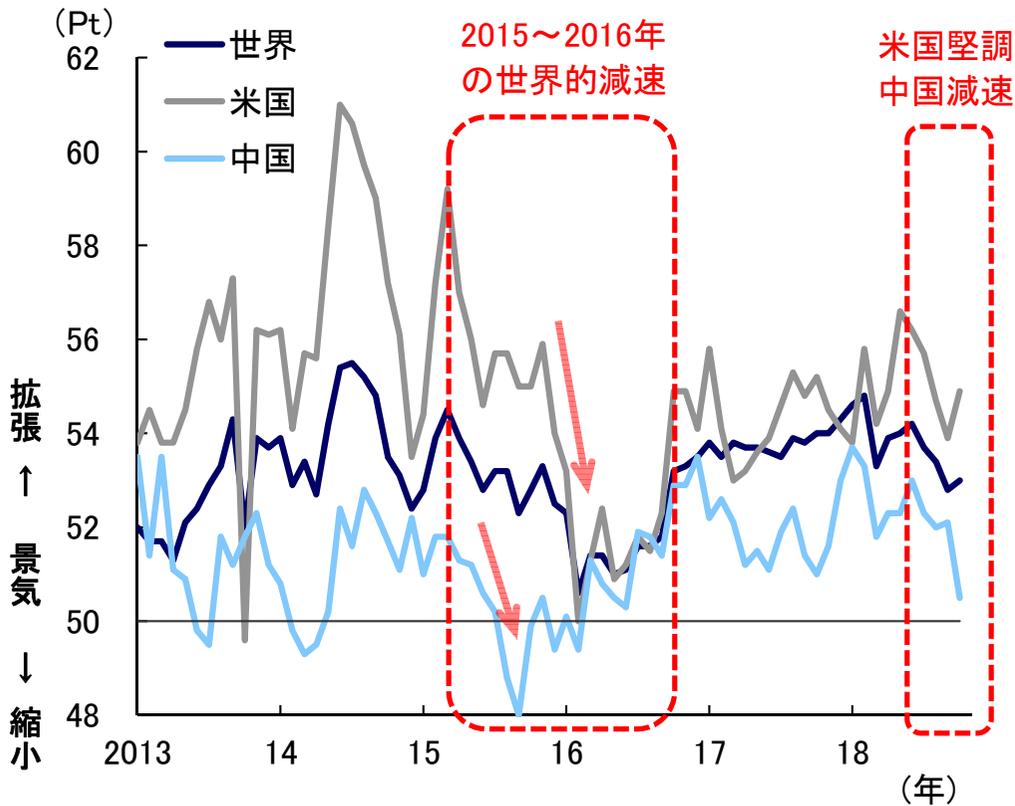


(注)2018年12月以降はみずほ総合研究所の見通し。(資料)Bloomberg、総務省より、みずほ総合研究所作成

2019年、2015～2016年の世界的な景気減速再来の懸念

- 世界経済は堅調な米国を除けば、ソフトパッチの様相を呈しており、今後2015～2016年のような世界的減速に至る不安も
 - ・ 2016年は中国を中心とした新興国経済の減速が、米国、ユーロ圏など先進国経済にも波及
 - ・ 中国経済の減速やITサイクルのピークアウトなど当時と似た状況が見られ始めており、米中貿易摩擦の激化などで一段の下振れリスクがあるほか、今後は米国経済の変調にも警戒

【 グローバル合成PMI 】



(資料)Markitより、みずほ総合研究所作成

【 2015～2016年の景気減速要因と現状 】

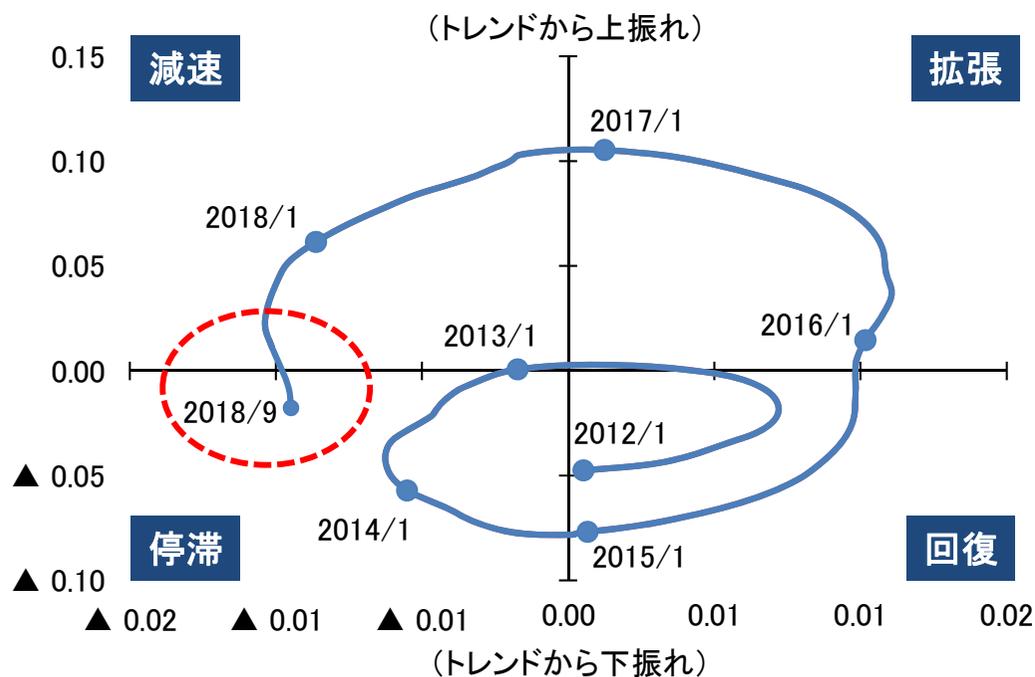
景気減速要因	現状
中国経済停滞	中国経済は減速 (停滞局面入り)
ITサイクル悪化	半導体売上高の伸び は減速基調に転化
原油価格急落	原油価格は足元急落
2016年は対円ではドル安	ドル安不安
欧州政治不安 (Brexit決定)	英国、イタリア、ドイツなどで 不安材料

(資料)みずほ総合研究所作成

2016年との類似点①、中国：ビジネスサイクルロックは停滞局面入り

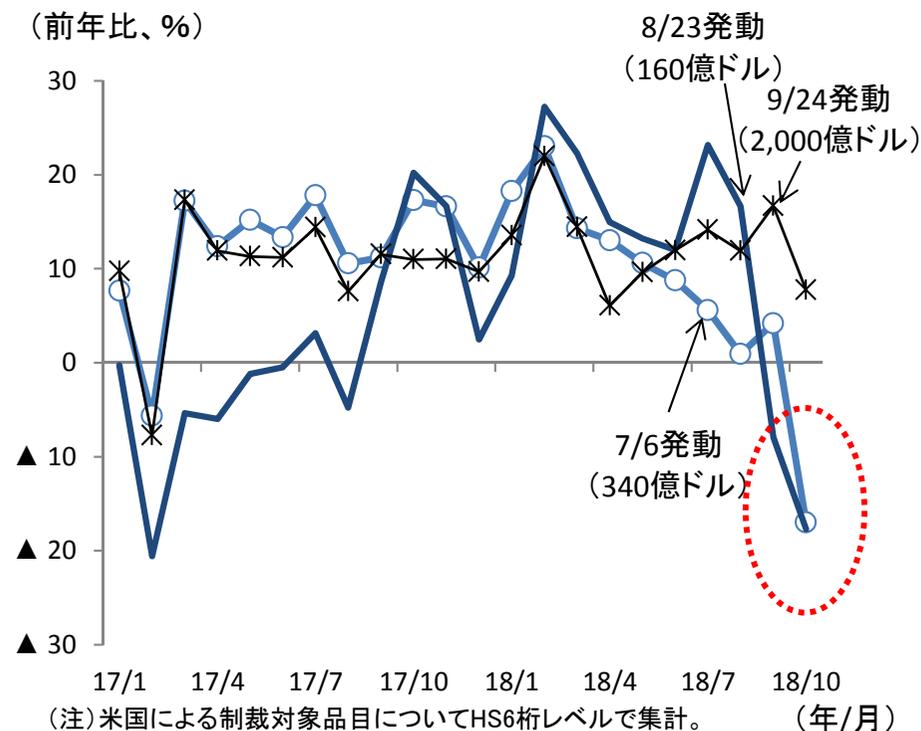
- 中国経済は停滞局面入り。今後は貿易摩擦の影響で輸出の下振れが強まり、停滞局面が続く可能性
 - ・ 景気動向指数のビジネスサイクルロックは2018年8月以降停滞局面入り
 - 景気対策等により投資がやや持ち直すものの、小売や企業収益の下振れが強まったため
 - ・ 2018年7～8月に米制裁対象となった品目の米輸出は10月に急減。9月下旬に制裁対象が拡大したことなどから、先行き輸出全体でも伸びが縮小する可能性大

【中国景気動向指数のビジネスサイクルロック】



(注) 景気動向指数は、生産、社会消費品小売総額、固定資産投資、輸出、求人倍率、企業収益の6指標についてそれぞれ基準化・トレンド除去・外れ値処理などを実施後、同一ウェイトで合成。Y軸はトレンドからの上振れ・下振れ、X軸は循環成分の時系列変化(前月差)。
 (資料) 中国国家统计局、中国海関総署等より、みずほ総合研究所作成

【米制裁対象品目の対米輸出】

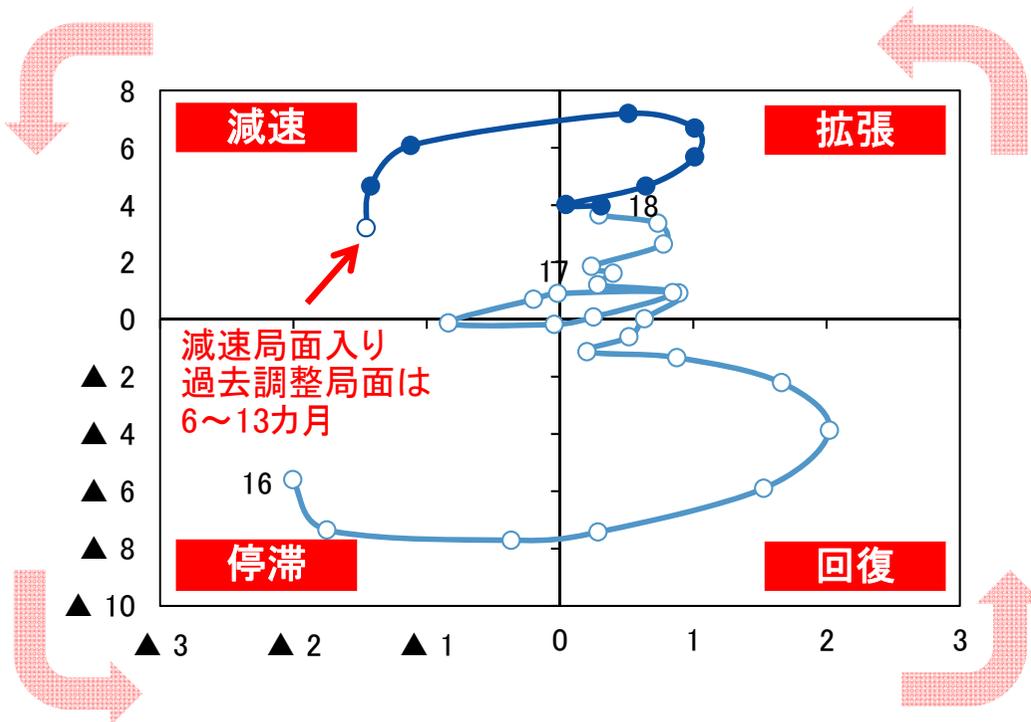


(注) 米国による制裁対象品目についてHS6桁レベルで集計。
 (資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

2016年との類似点②、半導体：先行きは減速基調で推移

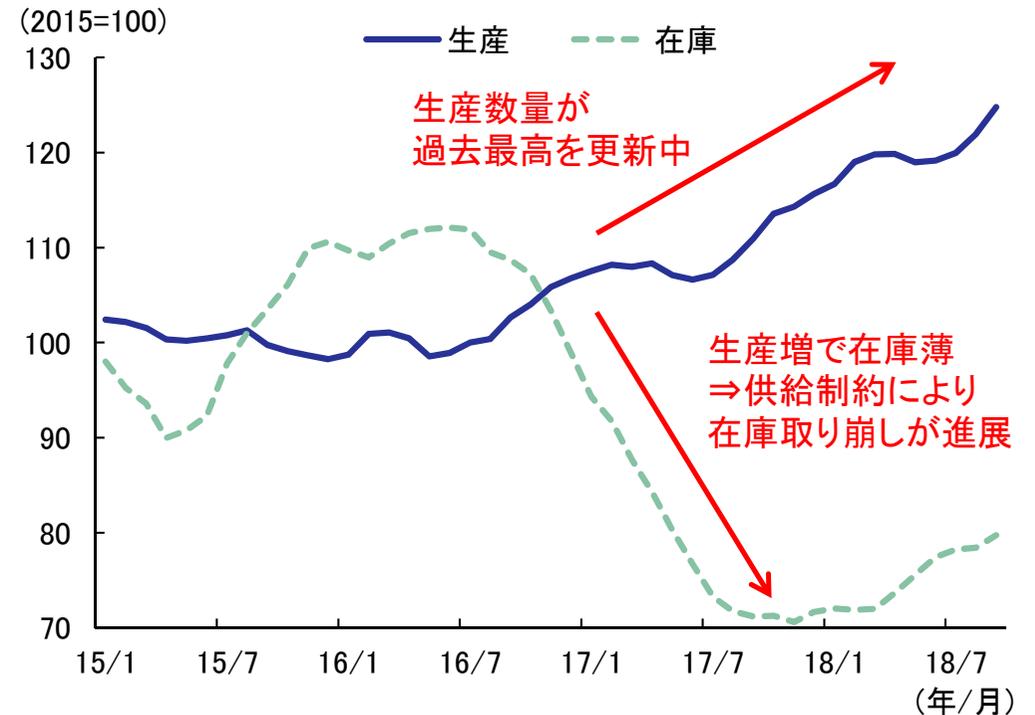
- 先行きの半導体売上高は当面減速基調で推移。過去の経験則から2019年半ばまでには底打ちすると予想
 - ・ 当社作成のシリコンサイクル指数によれば、8月から減速入りを示唆。過去の調整局面（減速から停滞）期間は6～13カ月
- 車載やIoT向けなどBtoB向け需要は底堅いこと、メモリ価格低下による数量押し上げ効果が徐々に出てくることなどから、深刻な調整は避けられるとみているが、シリコンウエハの供給制約が回復の重石となる公算大
- 先行きの下振れリスクとして、米中摩擦に加えて、中国の半導体国産化加速による供給過剰に要注意

【シリコンサイクル指数の推移(2016/01～直近)】



(注)1. 縦軸はトレンドからの上振れ(または下振れ)、横軸は循環成分の前月差。
 2. 9月は速報値。
 (資料)みずほ総合研究所作成

【日本・シリコンウエハの生産、在庫数量】



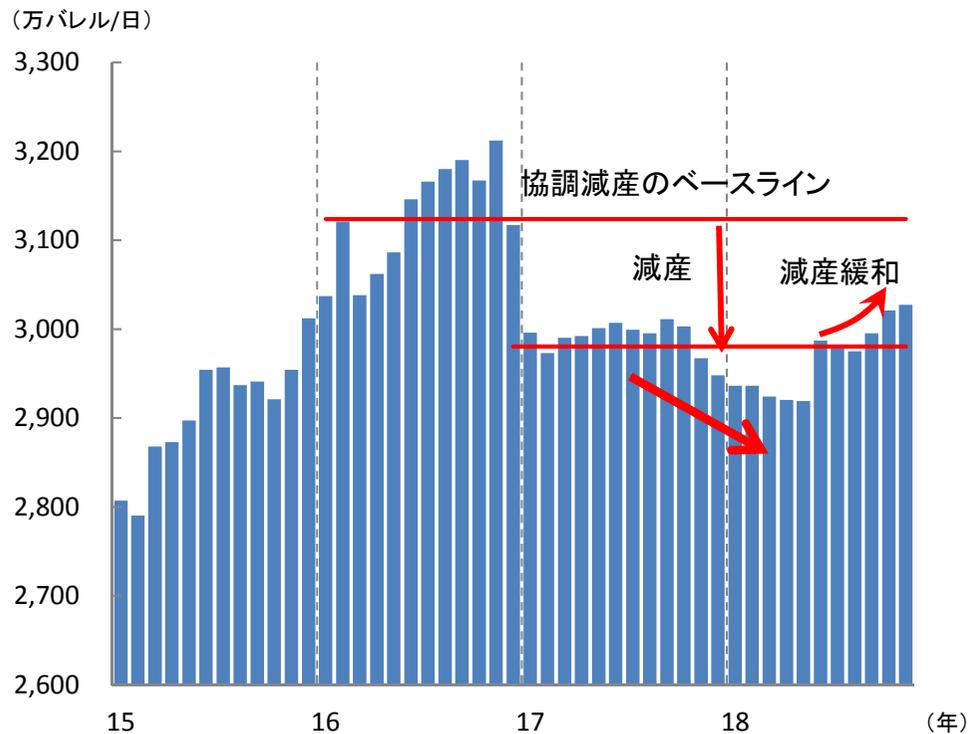
(資料)CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

2016年との類似点③、原油価格は下落

○ 原油相場の続落回避を目的に再度減産するも価格は下落

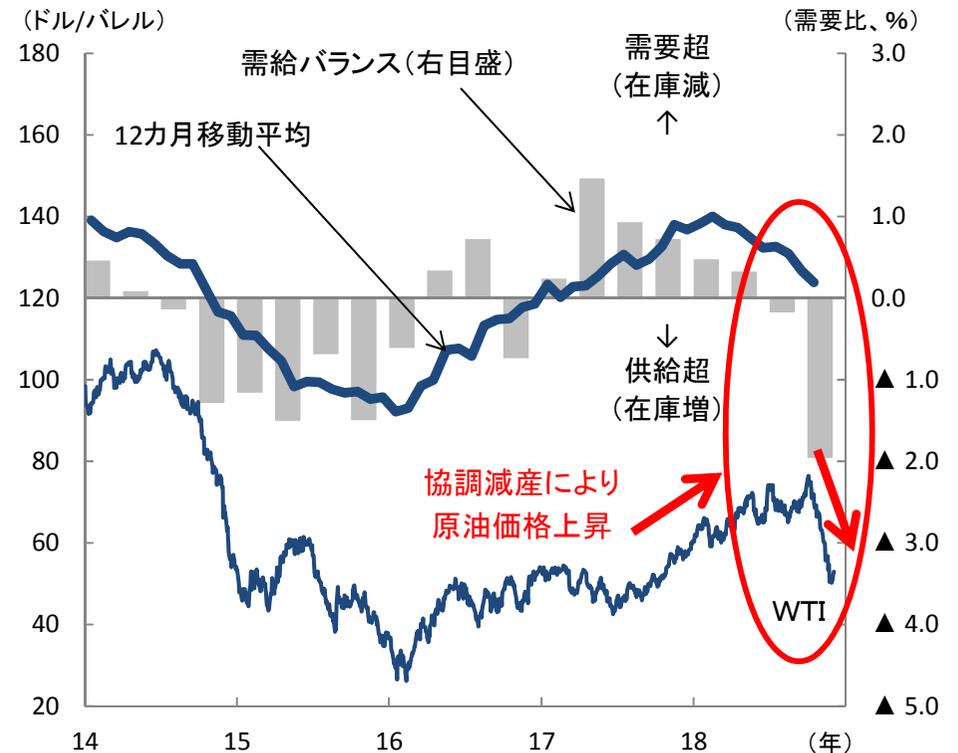
- ・ OPECとロシア等(OPECプラス)の協調減産が功を奏し2017年後半から上昇基調で推移。一方、足元では減産緩和による供給超過により急落
- ・ 原油相場の急落は、OPECプラスによる減産緩和で、原油生産が需要を上回ったことが原因

【 OPECの原油生産 】



(資料)EIAより、みずほ総合研究所作成

【 原油相場と需給バランス 】

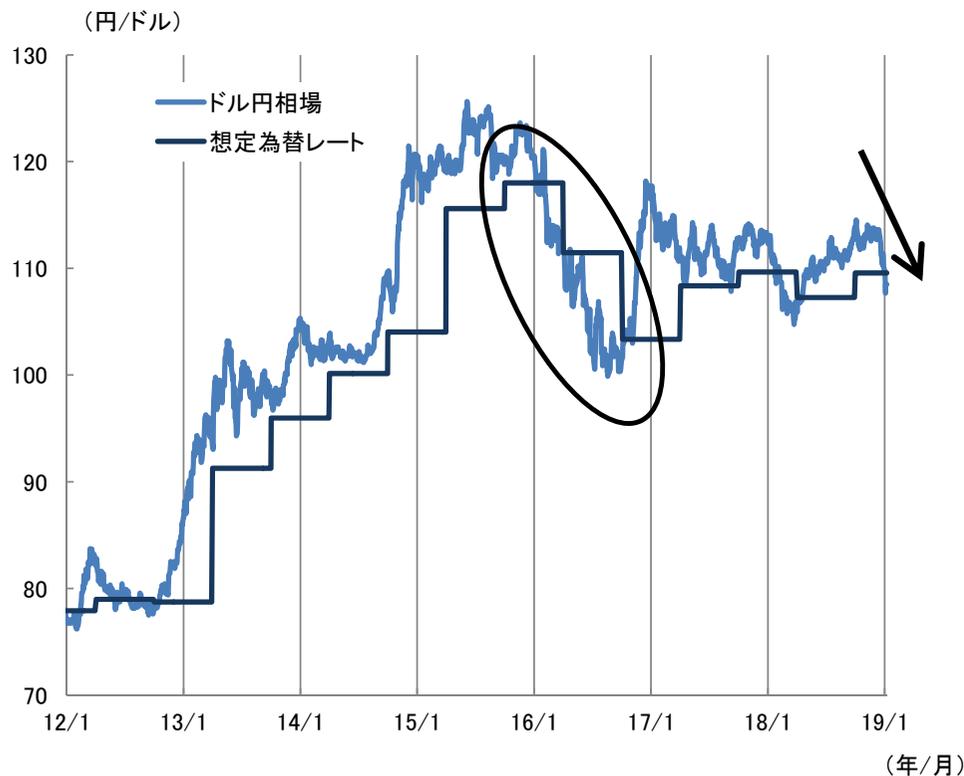


(注)需給バランス(棒グラフ)は、3カ月平均。ただし、直近の需給バランスは10月実績。
(資料)Refinitiv、各種報道等より、みずほ総合研究所作成

2016年との類似点④: 2016年の悪夢は為替の円高転換

- 2016年リスクの原因は円高転換による好循環の転換
- 今後の最大のリスクは、再び円高転換が生じること、その背景には米国の利上げシナリオの転換も
- 2016年に、①マイナス金利、②ETF買い増し、③YCC導入に追い込まれたことのトラウマも

【円ドルレートと想定為替レートの推移】



【2016年の日銀の主な政策変更】

決定時期	決定内容	
1月29日	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入	・金融機関が保有する日銀当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用
7月29日	金融緩和の強化	・ETF買入れ額の増額(3.3兆円⇒6兆円) ・成長支援資金供給・米ドル特則の拡大等
9月21日	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入	・長短金利操作(イールドカーブ・コントロール) 短期金利: 日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用 長期金利: 10年国債金利をゼロ%程度で推移するよう国債買入れ

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

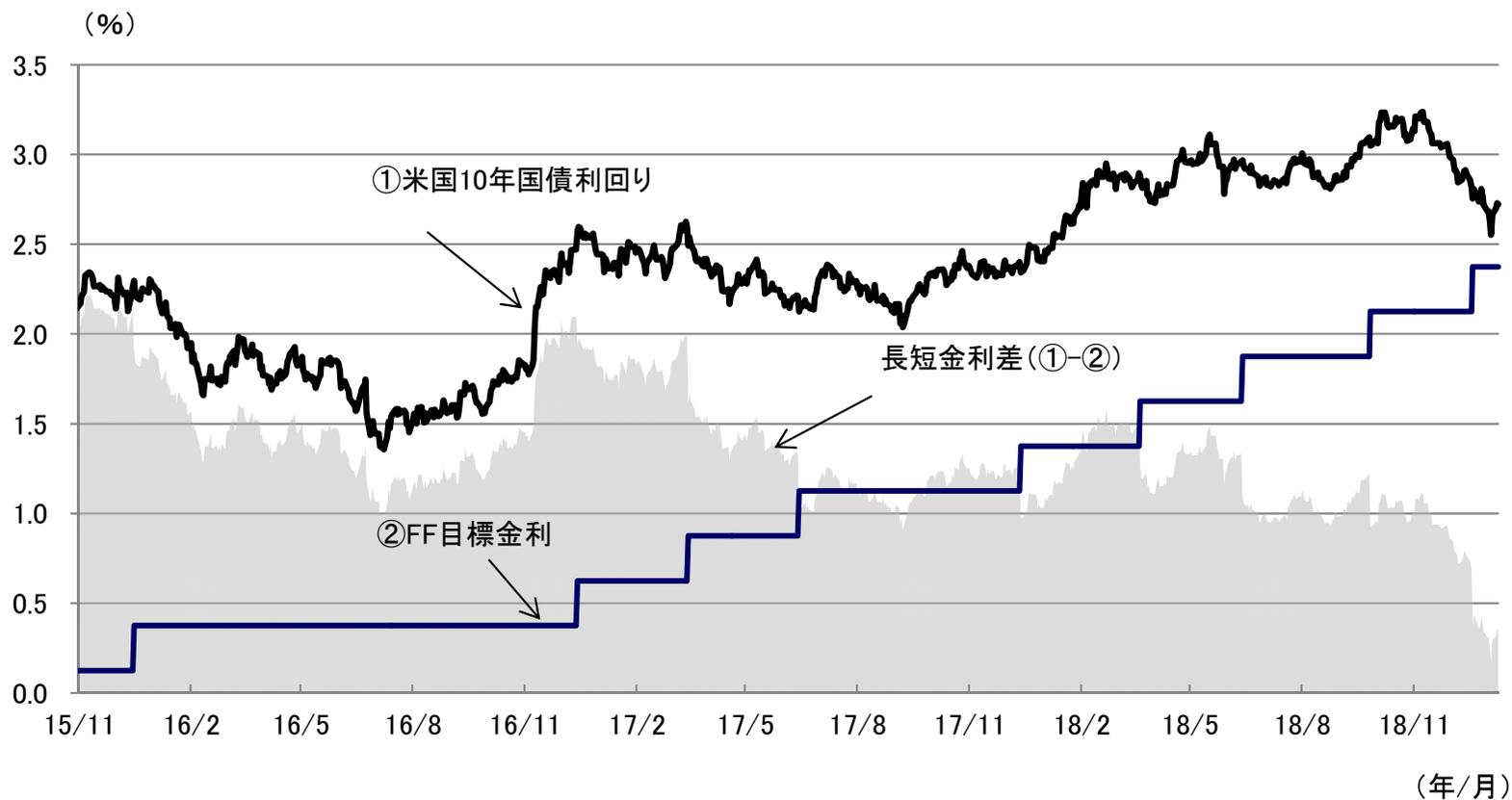
(注) 想定為替レートは日銀短観の製造業、大企業ベース。上期は3月調査、下期は9月調査想定レートを参照。

(資料) 日本銀行、Datastreamより、みずほ総合研究所作成

米国債券市場、2016年同様に利上げ休止のリスクシナリオ

- 10年国債利回りとFF目標金利のスプレッドが接近。市場では2019年の利上げが休止されるとの観測浮上。一時休止は2016年不安の再来、今回は利上げ打ち止め観測も

【米10年国債利回りとFFレート推移】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

「黒田2.0」における不都合な「3つの断絶」に陥るリスク

- 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
- 今回、海外要因の悪化で、6回目のサイクルの出口の猶予期間が既に閉ざされた可能性も

【 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	・米国景気回復期間が2019年6月に10年と過去最長となるなか、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



4. 今後の政策対応余地はあるか？

～金融政策への過度な依存を回避できるか～

金融政策の対応余地限定。財政に依存しやすいが「異次元財政政策」は危険

- 今後の景気下振れ時の金融政策面での対応余地は限定的。国債買入れ拡大やオーバーシュートコミットメントの強化などが考えられるが、景気への効果は不透明。財政出動に依存しやすい状況
- 財政健全化実現シナリオの観点から過度に2%物価目標が位置付けられたことの副作用も

【金融政策の選択肢】

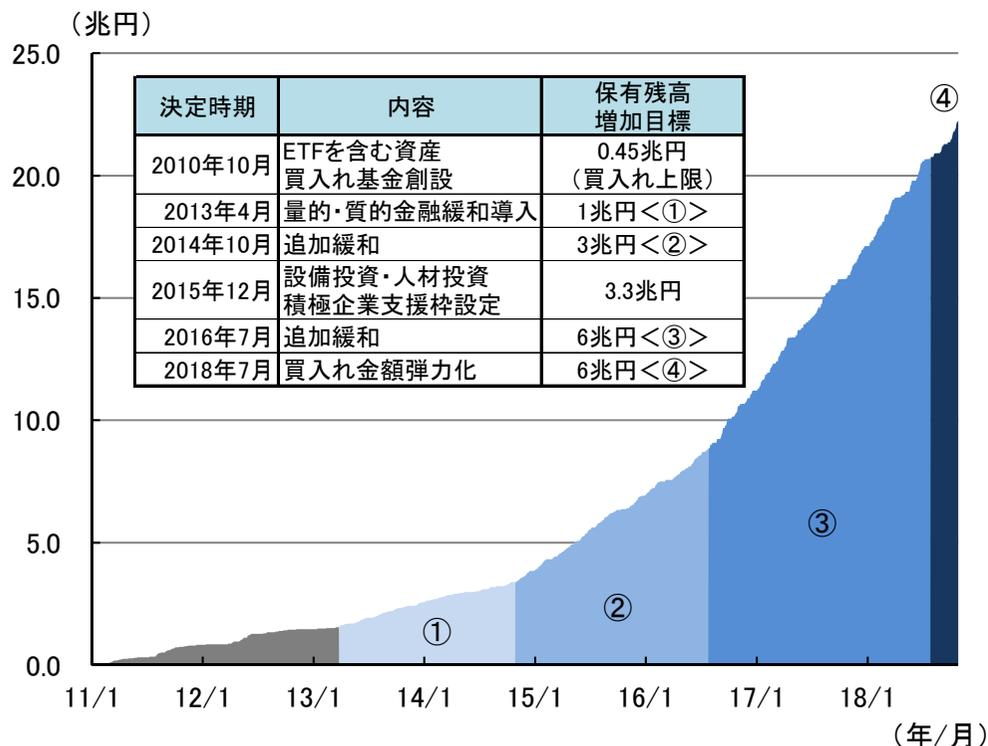
政策手段	評価	効果
マイナス金利の深堀り	×	×
イールドカーブ・コントロールにおける操作目標年限の長期化	×	△
ETF買入れの拡大	△	△
国債買入れの拡大	×	×
財政との連携（政府の国債発行増と日銀の国債買入れ増加）	△	短期：△ 長期：××

（資料）みずほ総合研究所作成

ETF買入れペースの弾力化

- 日銀のETF保有残高は、買入れペースの加速とともに増大し、2018年10月末時点で簿価ベース20兆円超、時価ベース(推定)25兆円超に達している模様(東証1部時価総額の約4%程度を占める)
- 2018年7月の金融政策決定会合において、ETFの年間買入れペースの弾力化を図って以降、小幅な下落局面での買入れは減少。ただし、大幅な下落局面で買い入れるスタンスは不変。今後買入れ金額は上下に大きく振れる可能性

【日銀のETF買入れペースと保有残高(簿価ベース)の推移】 【金融緩和に伴う株価と日銀のETF買入れの関係の変化】



(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

(%)	日経平均の前場騰落率			
	▲1%以下	▲0.5%~▲1%	▲0%~▲0.5%	0%以上
年間 1兆円 ①13/4~	100	59	33	3
年間 3兆円 ②14/11~	97	74	50	2
年間 6兆円 ③16/8~	97	91	47	3
弾力化 ④18/8~	100	75	40	3

小幅な下落局面での買入れは減少

(注)日経平均の前場の株価騰落率のレンジ毎に日銀が買入れをした割合を2018年10月末までの実績で算出したもの。

(資料)日本銀行、日経NEEDS-Financial QUESTより、みずほ総合研究所作成

広がる日銀の株式保有。価格調整機能やガバナンス機能、流動性低下の弊害も

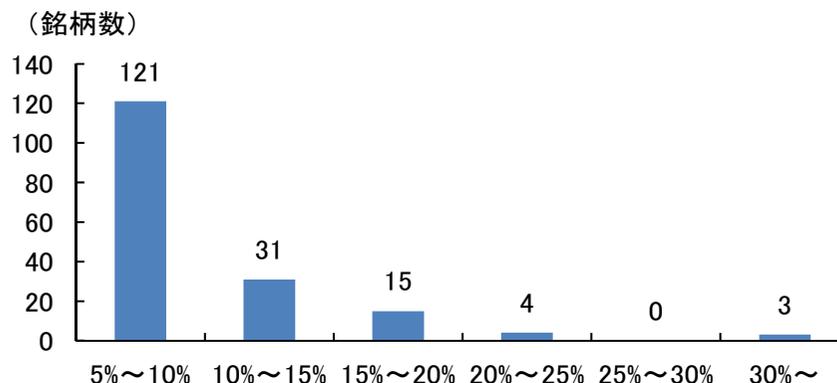
- 日経225のウェイトが大きい銘柄の価格調整機能と流動性の低下を懸念し、TOPIX連動銘柄の買入れ比率を引き上げ
- 既に一定程度日銀が保有している銘柄は広がっており、買入れペースを維持すれば5年以内には保有比率が50%を超える銘柄もあり、企業のコーポレートガバナンス機能低下を招く恐れも

【日銀のETF買入方法と銘柄毎の買入割合の変遷】

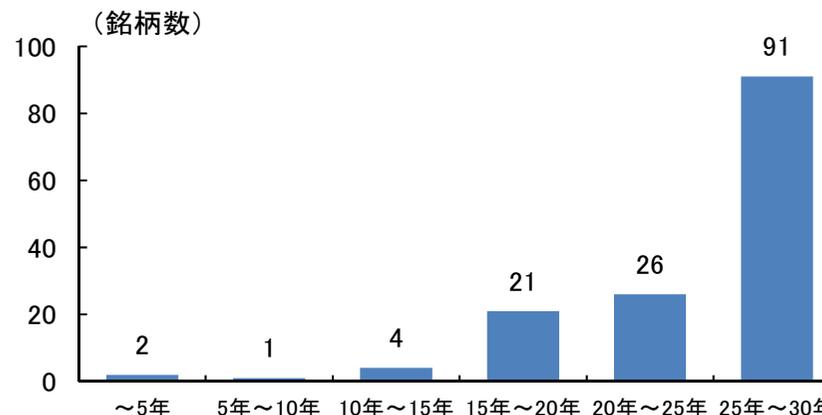
時期	買入方法	日経225連動	TOPIX連動	JPX日経400連動
13年4月～16年9月	銘柄毎の時価総額に比例	56%	44%	0%
～18年7月	2.7兆円はTOPIX連動、3.0兆円を銘柄毎の時価総額に比例	22%	75%	3%
18年8月以降	4.2兆円はTOPIX連動、1.5兆円を銘柄毎の時価総額に比例	11%	88%	1%

(資料)日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【現時点：日銀の株式保有割合(浮動株ベース)と銘柄数】



【先行き：年間6兆円の買入れを続けた場合の日銀の株式保有割合が50%を超えるまでの期間別銘柄数】



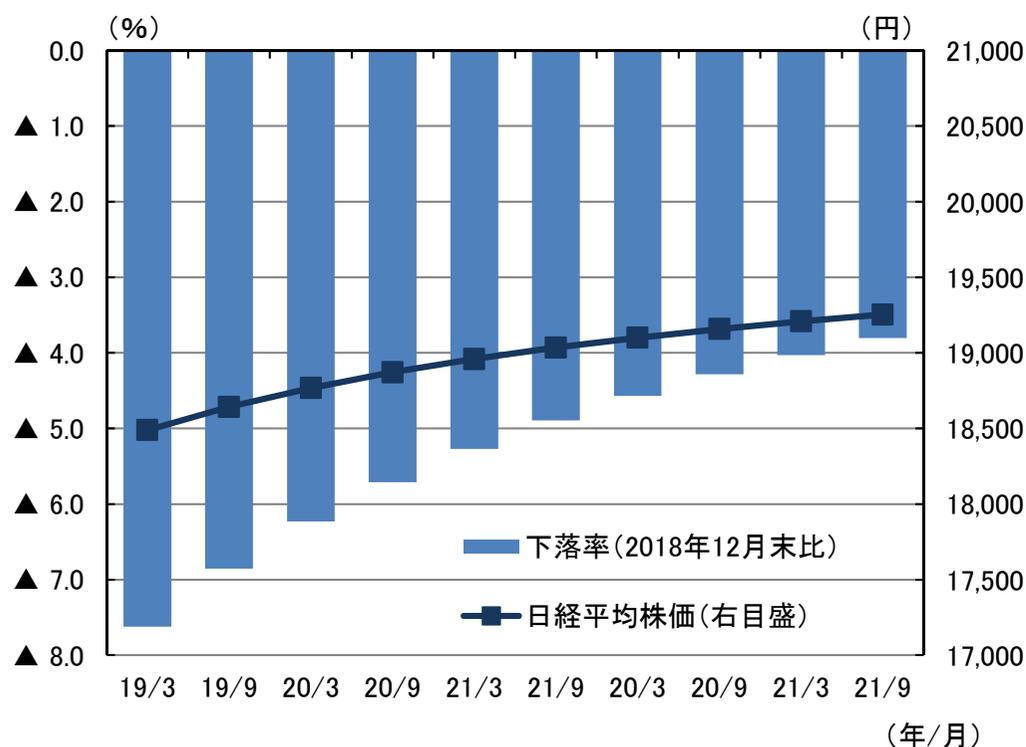
(注)銘柄毎の保有割合はみずほ総合研究所推計。

(資料)日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

高い株価水準で買入れを継続することで日銀財務が株価変動リスクに晒されるリスクも

- 仮に2018年12月末の株価水準(日経平均:20,015円)で現在のペースで買入れを続けた場合、日銀BS上の簿価が徐々に上昇し、株価急落時に引当金を計上するハードルが低下
- ETFの6兆円ペースでの買入れが長期化すれば、徐々に弊害が顕現化するリスクが高まることから、徐々に出口を模索する必要

【日銀が現在の株価水準で年間6兆円の買入れを続けた場合に引当金計上が必要となる日経平均株価の水準】



(注)2018年12月末の株価水準で年間6兆円のペースで買入れを続けた場合を試算。
 (資料)日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【日銀のETF買入を巡る主なメリットとデメリットの整理】

メリット

- ✓ 株式相場を安定化することで家計や企業を心理的に支える

デメリット

- ✓ 一部の銘柄で価格調整機能が低下し価格変動リスクが高まる
- ✓ 一部の銘柄で流動性が低下し価格変動リスクが高まる
- ✓ 日銀の間接保有比率が高まり企業のガバナンス機能低下リスクが高まる
- ✓ 高い株価水準で買入れを継続すると簿価が上昇し、株価の変動で引当金を計上するリスクが高まる

(資料)みずほ総合研究所作成

「7つの提言」①:「平時モード」へ認識共有化、「日銀版アコード」、「日銀版OKルール」

1. 有事状況から「平時モード」へ、政府・日銀間も含め認識共有化

- 有事状況から様々な側面で「平時」になったとの共通認識の醸成
- 平時をベースに総括的検証2. 0を実施し、必要とされる金融緩和策、物価目標などを再検証

2. 「日銀版アコード」で政府と日銀が一体化した成長戦略、供給サイド改革

- 「平時」前提に、金融政策への過度な依存。海外環境に支えられた高圧経済依存から、成長戦略・供給サイド改革
- 金融緩和や財政出動による需要刺激型政策から、生産性引き上げ等、潜在成長率を高める成長戦略に政策転換
- 出口戦略実施時の利上げに伴う損失負担に対し、政府・日銀が共同で対応(国庫納付金の繰り延べ等)
- 政府・日銀の共同声明の内容再確認、見直し

3. 「日本版OKルール」、物価目標の位置づけ柔軟化

- 日銀は物価目標の位置付けを見直すことで、金融緩和の長期戦を終結。日銀にOKを出せるのは当事者である日銀以外。市場を含め政策運営を担う政権等、外部からの日銀のレジーム・チェンジが許容される環境の醸成
- 物価目標2%をできるだけ早期に実現するという方針は残しつつ、長期的(最終)目標に変更
- 参照値の位置付けで目標を多様化(成長率、需給ギャップ拡大)させ目標達成の基準を総合判断に切り替え

「7つの提言」②:「円高の呪縛」からの離脱と「異次元の財政政策」の回避

4. 「日銀版ロードマップ」による出口への道筋明示

- 目標水準を下げつつも、経済の底上げを総力戦で行うパッケージの提示
- 日銀は、①量の減少、②長期金利水準引き上げ、③政策金利引き上げ、④B/S縮小、のロードマップ提示
- 出口戦略と緩和長期化のコスト、ベネフィットを示し国民に選択肢・判断材料を示す

5. 「円高の呪縛」からの離脱

- 企業の海外展開やM&Aをサポートすることで、企業の円高への耐久度を高める取り組みにより、日本経済を円高の呪縛から脱却
- 外需依存を引き下げることにより、日本経済全体への為替の影響を引き下げることが可能

6. 副作用のモニタリングと対応

- 低金利長期化による経済・金融に対する影響を注視するとともに、副作用を累積させないよう適宜政策を修正
- 将来の出口戦略実施に備え、国債市場の機能度を回復させるべく、長期金利目標をより柔軟化(レンジを削除)。景気回復度合いに応じた引き上げの検討。また、市場への影響を踏まえたETF買入れの見直しも今後の検討課題

7. 「異次元の財政政策」で際限なき財政の活用実験の回避

- 出口戦略実施時に財政面からヘリコプターマネー的政策で歯止めがかけられず、財政(国家)そのものを実験台に置く混乱リスクを回避

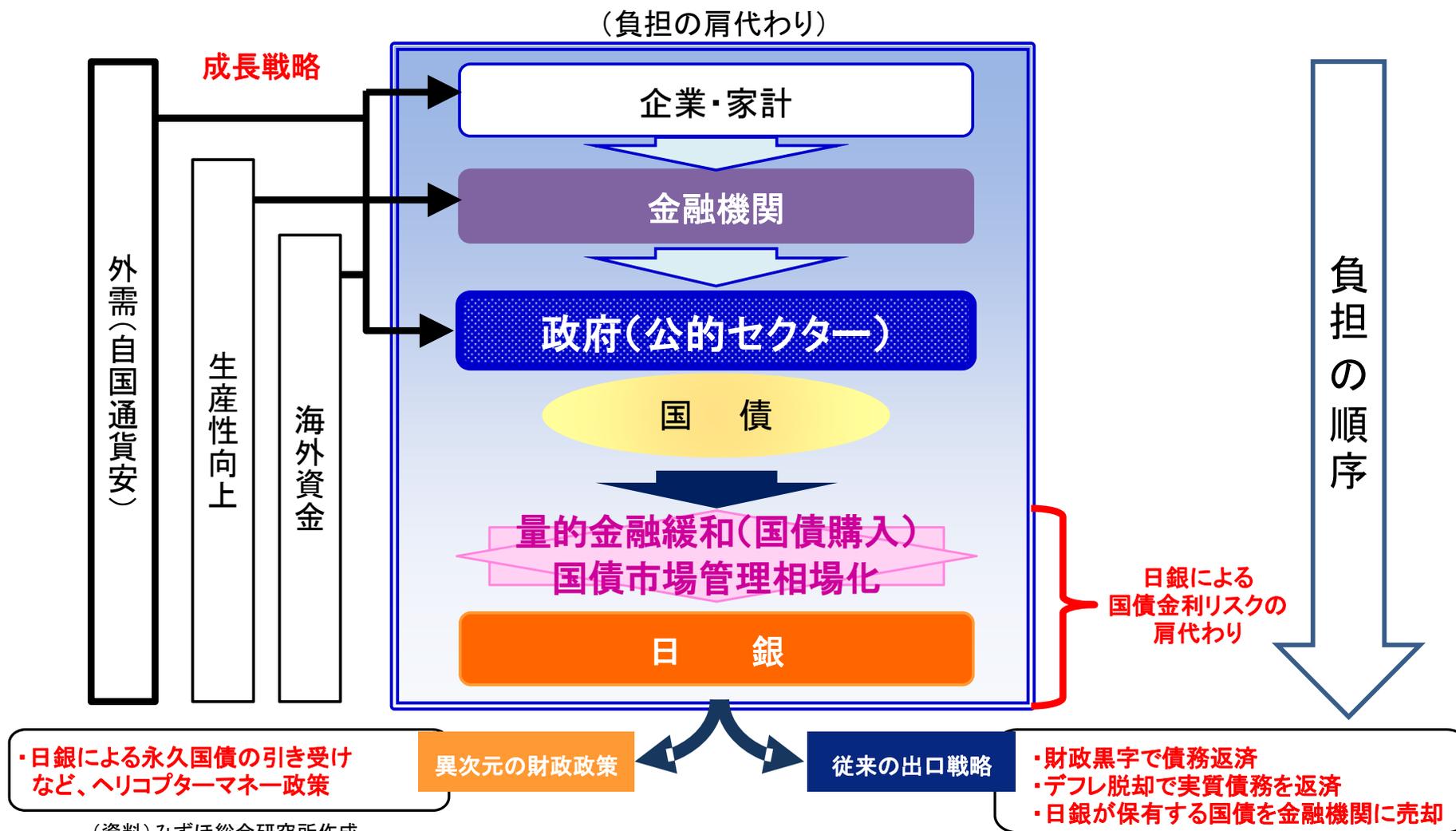
(資料) みずほ総合研究所作成

「異次元の財政政策」の回避を

○ 出口の過程で、「異次元の財政政策」に向かう恐れも

- ・ 非伝統的な出口戦略では、ヘリコプターマネーで財政(国家)を実験台に置けば取り返しのつかない混乱を招くことも

【バランスシート調整の最終局面】



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