

Market Flash

**日銀の苦悩
～異次元緩和の出口戦略～**

2018.03



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

Market Flash

動揺するマーケット 波乱の根底にあるのは・・・？



2018年に入ってマーケットが荒れている。昨年は、トランプ大統領の就任、北朝鮮の脅威、シリアの内戦激化、中国経済の減速などなど不安材料が数多くあったが、マーケットは平穏で大きな波乱もなく過ぎていった。米国も日本も株式市場は上昇の一途を辿った。

しかし、今年に入りマーケットの奥底にしまい込んでいた不安が吹き出てきている感じである。トランプ大統領の自国主義はいよいよ本格的になり、中国、EU場合によっては日本とも貿易戦争が起ころうとしている。また、米国の利上げスピードに神経質になり、ECBの金融政策変更時期にも注目が集まる。

2月に入ってからの米国株式市場の急落の直接的なきっかけは、**2月2日に発表されえた1月の雇用統計だった。平均時給が2.9%上昇したことで、インフレ懸念が高まり長期金利が急上昇した。NYダウは2日に2.5%の大幅安となり、5日には4.6%、前日比1175ドルもの急落となった。**昨年はほとんど下落局面を迎えることなく、一本調子に上昇してきたマーケットだけにそのショックは大きい。

今回の急落で注目されたのが、VIX指数—「恐怖指数」と呼ばれる指数である。VIX指数とは、シカゴ・オプション取引所(CBOE)が、米国株の代表的な株価指数である「S&P50」を対象とするオプション取引の値動きをもとに算出・公表している指数である。通常VIX指数が高いほど、相場の先行きに不透明さが潜在していると考えられる。指数が30以上で投資家の不安心理や不透明感から大きな相場変動を伴うとされ、20以下だとストレスなく居心地のいい相場環境であると見られる。2016年夏以降は概ね20以下で推移しており安定した市場を表していた。

こうした安定した相場から、このVIX指数の逆相関関係のあるファンド(相場の変動が少ないほど低下するVIX指数とは反対に、その価格が上昇するファンド)に人気が集まった。例えば、野村のファンドでは2016年7月から2018年1月まで価格は6.3倍に上昇した。しかし、2月の急落によりVIX指数は2倍以上に跳ね上がり、この野村のファンドは96%も下落し、早期償還となってしまった。このようなファンドのヘッジとしての売りも急落の一要因であった。(現在、米国ではVIX指数が不正に操作されたという書簡が証券取引委員会に届き、調査が開始されている)

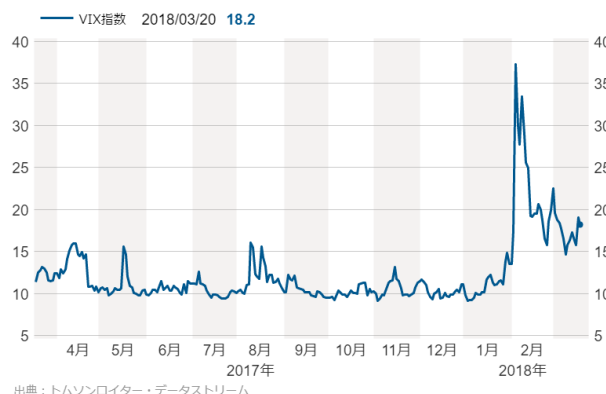
一方、為替について見てみると、利上げの速度を上げようとしている米国のことを考慮した場合、円安になるはずであるが、円高傾向が続いている。米国の長期金利上昇から株式市場の下落を生み、円高に拍車をかけている。このように今は日米金利差ではなく、米国の経済情勢→インフレ懸念→利上げの加速→株式市場下落の連想からのドル安円高の局面にある。

さらに、日本サイドの事情としては、日銀の出口論がマーケットで囁かれ始めたことにも要因がある。それは、もう**金融政策だけでは円安傾向を保つことはできないということも意味する。**

本当にこのまま日銀は国債を買い続けているのだろうか？
誰もが思っていることでも声に出して言うことはなかったことをひそひそと囁き始めているのである。

今月は、この市場に不安心理を与える「日銀の出口戦略」について、みずほ総研の著書を中心にまとめてみた。

投資家の不安心理の度合いを示すVIX指数



Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



日銀は黒田総裁が続投することが決まって、新しい副総裁もリフレ派の2人になった。物価目標到達に程遠い状況の下、日銀としてはまだまだ出口戦略を論じるのは時期尚早との立場をとっている。

しかし、マーケットは黙ってはいない。その理由は、このまま日銀が大量の国債を買い続けていくことに大きなリスクを感じているからである。400兆を超える国債を抱える日銀が国債を売却することによる金利上昇不安や国民の増税不安など様々な不安が潜在する。

昨年、みずほ総合研究所が日銀の出口戦略に対し「**3つの提言**」をまとめた。今回は、このレポートの内容をご紹介します。内容の詳細については、みずほ総研監修の「異次元緩和脱出」という本を参考にした。さらに、藤巻健史氏の「日銀危機に備えよ」という本もご紹介する。

みずほ総研は、日銀には出口を出るのを難しくする「**3つの不都合な真実**」があり、金利ゼロの低金利がずっと続く「**永遠のゼロ**」を余儀なくされるリスクを内包するとし、その対策として「3つの提言」をまとめた。2%の物価上昇目標を弾力化して長期的な目標に変更し、「日本版アコード」で、政府と日銀が一体的に対応しながら、これからは成長戦略や財政政策にバトンタッチしていく戦略だ。

<安部政権と日銀のこれまでの動き>

日銀の黒田総裁就任から5年。アベノミクスの3本の矢の第1の矢として異次元の金融緩和を実行してきた。インフレ目標を2%とし、それを達成するまでの一時的金融緩和としてきた。**当初2年程度で達成するはずだったが、その後6回にわたって目標達成時期を延期してきている**。異次元の金融緩和で円安・株高により企業収益も過去最高を記録し、個人の資産効果もあって景気は長期にわたって拡大してきている。にもかかわらず、物価は2%には程遠く、いまだデフレ脱却には至っていない。改めて失われた20年の日本の傷の深さを思い知らされる。

日本は本来、バブル崩壊後の景気低下により、円安傾向になるファンダメンタルであったが、1990年代前半は自動車を中心とする貿易摩擦が戦後最も厳しい時期であり超円高になっていた。さらに、2007年のリーマンショック以降は米国のバランスシート調整に伴うドル安圧力により再び超円高傾向になっていた。

これにより**1990年以降のバブル崩壊後、日本企業はB/Sの対応だけでなく、円高傾向に対処しP/Lベース、収支面でもリストラを余儀なくされた。債務・設備・雇用の「過剰3兄弟」を徹底して圧縮し、筋肉質な企業体質を作り上げてきた**。そして、こうした企業行動はマクロベースでは信用収縮に伴う資産デフレをもたらし、徹底したコスト圧縮により物価のデフレをもたらしてきた。一方で、長年にわたる債務負担の肩代わりの結果、政府は巨額な国債残高を抱えることになった。

こうした状況から日本は深刻なデフレという怪物と戦わなければならなくなった。しかし、高度成長期、バブル期の高インフレを経験してきた日本人にとってどのようにデフレ退治をすればいいか全くつかめない状態が続いた。その間、超円高により日本経済はさらに深刻な低迷期に入ってしまったのである。民主党政権時代の混乱から安倍政権が誕生して、ようやくアベノミクスというデフレ退治の壮大な実験が始まった。

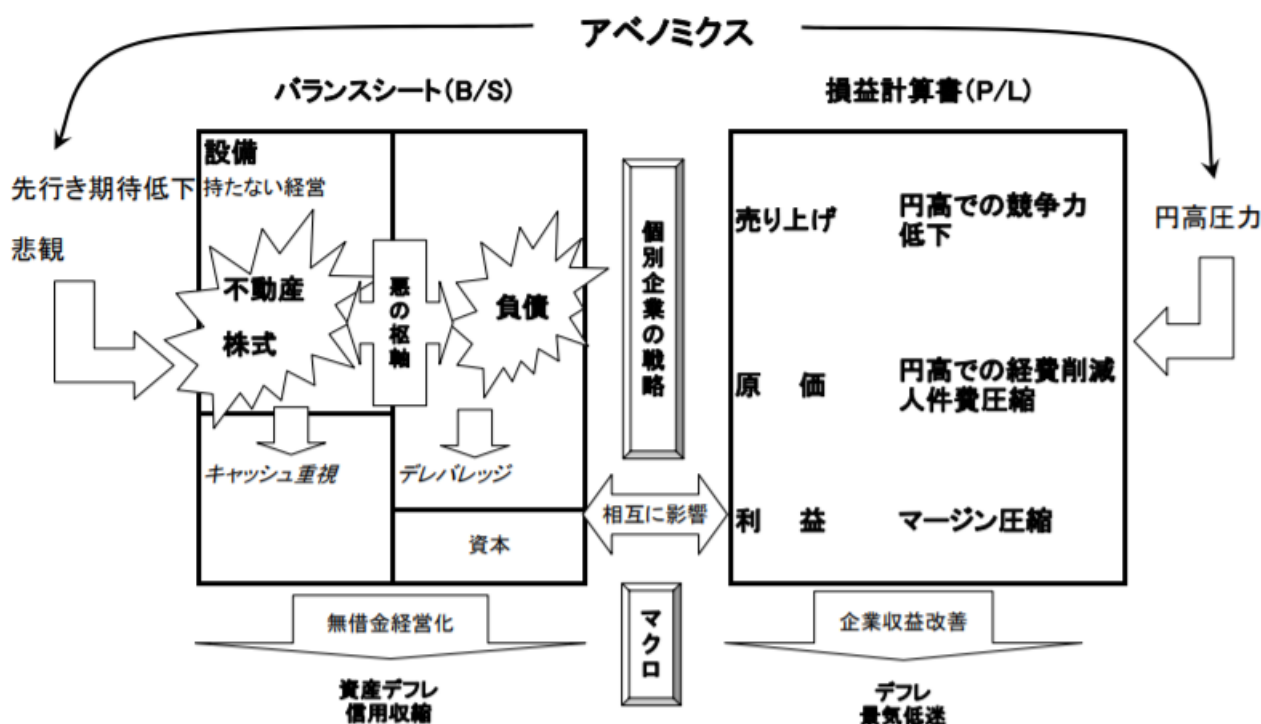
Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



アベノミクス当初3年の2015年までは、日銀の異次元の金融緩和により、円安・株高で、円高によるリストラのトラウマと資産デフレを払しょくし、持たない経営を脱することに主眼が置かれた。景気拡大も戦後最長となりその目的はある程度果たされた。しかし、物価水準はまだ目標には到底達していない状況で、2015年12月から米国はいち早く利上げに転じ、欧州中央銀行も出口を模索する段階になり、日銀はどのように出口戦略を考えているのか、市場が催促する形でマーケットにも動揺が生じているのが現状である。

■図表:バブル崩壊後の日本企業の生き残り戦略の概念図



(資料) みずほ総合研究所

Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



それでは、これからはみずほ総研がまとめた「日本の出口政策の『3つの不都合な真実』と『3つの提言』」についてみていこう。

日銀が抱える「3つの不都合な真実」

日銀は2016年9月の総括的検証で、短期から中長期の金利までの金利形成を低めに抑えるイールドカーブコントロールに転じることで、長期にわたる緩和を可能とする枠組みへの転換に成功した一方で出口に向かう糸口をつかめずに「永遠のゼロ」が続く不安も大きい。

みずほ総研のいう「3つの不都合な真実」とは、

- (1) 日銀の「5回のジンクス」—日銀の出口は米国が利下げになるまでの限られた猶予期間であること、
- (2) 日銀は「エンジンのないヨット」—日銀は量から金利ターゲットに転換することで長期緩和維持を可能としたがその反面、追加緩和を放棄した状況にあり、「デフレ脱却」は米国の景気回復に依存する風任せ状況にあること、
- (3) 日銀の「犬のしつけ」—銀行の日銀当座預金へのマイナス金利適用と、イールドカーブコントロールで金利を抑え込み市場機能に麻酔をかけた状況にあることで、市場との対話は難しくなっていること。

日銀の「5回のジンクス」
<ul style="list-style-type: none"> ・ 日銀の利上げは米国の利上げ期間に限られる ・ 米国が利下げを行うと利上げの猶予期間切れに ・ 世界的な金利低下で6回目は日本の利上げがパスされることも
日銀は「エンジンのないヨット」
<ul style="list-style-type: none"> ・ 日銀はイールドカーブ・コントロールで量から金利にシフトし長期緩和の持続を可能に ・ 米国からの回復の風を受けたプラス効果はあるが、量の拡大を放棄し自力での緩和策の可能性を捨象 ・ イールドカーブ・コントロールは海外からの追い風に依存した政策。米国の財政期待の「FTPL」
日銀の「犬のしつけ」で市場は麻酔が掛けられた状態
<ul style="list-style-type: none"> ・ 市場は「犬のしつけ」の如く、日銀から飼い馴らされた状況、すなわち麻酔が掛けられた状態で、市場の野生機能が低下 ・ 日本版ベギングは管理フロートの性格 ・ 長期金利コントロールと日銀の金利見通しとは両立困難（市場との対話は困難） ・ 麻酔状況と水中生活の副作用として、金融システム毀損への不安

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 異次元緩和の出口戦略



3つの不都合な(1)5回のジンクス

真実の中でも「5回のジンクス」は特に留意する必要がある。

1970年以降の日米欧の中銀による利上げ局面において、日銀はいつも最後に利上げを行ってきた。それは、日銀の利上げは、米国の利上げ継続が前提で、米国がいったん、利下げに転じれば、日銀の利上げの猶予期間が終わることを意味した。

例えば、2000年代半ばに実現した5回目の利上げサイクルにおいては、まず2004年に米国が利上げを行い、次いで、2005年に欧州中央銀行が利上げを行い、最後に2006年に日銀が利上げを行なった。そして、2007年にはサブプライムで世界的同時減速が始まり2008年のリーマンショックで世界的金融恐慌の状態に陥ったのである。さらに、未曾有の原油価格の高騰も生じた。

このように、過去5回のジンクスとは、

- ①1970年代以降、日米欧の中央銀行の政策金利引き上げサイクルは一致
- ②上記の連動サイクルで日銀は常に最後の利上げ
- ③日銀の利上げの翌年は全て世界同時減速
- ④同時に、世界的な金融市場の変動が生じ、新興国問題も生じる
- ⑤以上の4局面全て原油価格の高騰期と一致

【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(EU)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%	1988/9(二番目) 3% → 3.5%	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	1999/5(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

Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



こうして過去を振り返ると、日本経済の立ち直りの悪さ、日銀の政策実行のタイミングの悪さが目立つ。これもやはり日本経済が大きく欧米の経済状況に影響を受けている構造であることが原因となっている。

その中でも4回目(2000年のITブーム)、5回目(2006年のサブプライムブーム)の日銀の利上げは、世界的な景気ブームに牽引されて出口・利上げを果たしたのであるが、いずれもバブル崩壊後のバランスシート調整の中で行われたもので、のちにこの利上げは時期尚早であったと非難されたトラウマがある。今回の局面は、米国の利上げで6回目のサイクルに突入しているが、世界の景気は、先述の4回目(2000年)や5回目(2006年)のような力強い上昇局面には達していない。

そうしたなかで、「2%」という、過度に高い物価目標を掲げ続ける一方で、経済の底上げを実現する強力な政策手段が不在な中では、**6回目の猶予期間には出口を実現できず、再び米国が利上げに向かう7回目になっても出口を展望できない状況に陥る可能性がある。**

(2) エンジンのないヨット

みずほ総研のスタンスは、日本で金融政策はもうすでに機能を果たしたとするもので、米国からの追い風にはプラスで機能するが、米国からの動きが逆風になった場合、**自律的な金融緩和策が事実上なくなった「米国頼み」の状態にある。**ということを「エンジンのないヨット」と表現している。

6回目の利上げ局面で日本が脱し切れず、再び米国が利下げに踏み切ったような場合、日銀にはすでにこれ以上の追加的金融政策の余地が残っていないのである。マイナス金利政策という手段もあるが、それによって、円安効果を期待できる状況にはもうないというのが「不都合な真実」である。

(3) 犬のしつけ

日銀は**イールドカーブコントロール**を通じて、長期金利を一定の範囲に止めようとする政策をとっている。市場がそれからハミ出そうとすれば指値オペを利用してまた引き戻そうとする。このようなことで市場金利はほぼゼロ金利が保たれているが、逆に市場の機能が麻痺している状況にある。

将来的に米国の長期金利上昇圧力が強まった場合、このような日銀の操作は、円安誘導策とみなされ批判的になる可能性もある

Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



出口に向けた「3つの提言」

こうした「3つの不都合な真実」を前提にした場合、日銀の量的緩和策のが出口を展望するのは極めて難しいが、今回、みずほ総研が示した「3つの提言」とは、

(1) 日銀OKルール

世界経済の今の局面に即した新たな物価目標水準を日銀が採り得るように、政府や市場の間でのコンセンサスの醸成する。

(2) 日本版アコード

政府と日銀が「日本版アコード」を結んで、で政府と日銀が一体となった景気対策を進めるで経済の代謝底上げと同時に、日銀のバランスシート上の損失負担を共有化することを約束するをコミット。

(3) 日銀版ロードマップ

「日銀版ロードマップ」を作り、とした出口に向けた道筋(テイパリング、長期金利・政策金利引き上げ・バランスシート縮小等の見通し)の明示、にある。

(1) 日銀OKルール

これは、ゴルフで用いられる、グリーン上のカップに近づいた時にカップインにならなくても周囲の参加者がOKと宣言することでカップインしたことにするに倣ったものだ。(このみずほ総研の著者はできる限り易しい例えのつもりで考えた言葉が多いが、それがかえってわかりにくくしている。簡単な例えの後に難しい専門用語が此処彼処に散りばめられて読みづらかった。一読書感想)

この提言は、インフレ率2%というのは欧米でもいまだ達成していない非常に高い目標であることから、このままこの目標を達成するまでは・・・と言いつけた場合、永遠にゼロ金利を続けざるを得なくなるという心配が現実であり、まずは、この目標を少し下げると総研は考えている。ただ、プライドの高い日銀だけに自ら振り上げたこぶしを下すこともできないであろうことから、**厳密に2%の物価目標に達しなくても、長期的にその方向が志向できる状況にあれば、日銀の周囲からOKを宣言してもらうこともあるという認識を醸成する必要がある**というものである。

もとより、出口を急ぐことが目的化されるべきものではないが、マイナス金利の超低金利の継続がもたらすコストも勘案する必要がある。コストとして、(1) **マイナス金利で金融機関が収益を圧迫されて「水中生活」を余儀なくされるなかでの金融システム毀損リスク**、(2) **日銀の財務上のリスクが挙げられる。**

そもその問題は、出口に向けて過度に高い目標水準が続くなか、その目標に達するべき経済の水準が上がっていないことにある。「OKルール」というのは、**高過ぎた物価目標水準を、現実に即したものに事実上、修正するための方策と考えればいい。**

Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



「日銀版OKルール」、インフレ目標の弾力化

- ・金融緩和長期化のコスト(金融仲介機能低下、日銀のバランスシート拡大による出口政策の困難化)を勘案、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が重要
- ・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、需給ギャップをプラス化、賃金上昇率の引き上げ等)させて目標達成の基準を総合判断に切り替えることも

「日本版アコード」で政府・日銀の一体的な対応による出口戦略

- ・日銀の金融政策への過度な依存から、政府も回復策を共同で担うコミットメントを確認
- ・日銀は政府と連携して財政政策や成長戦略へのパトンタッチを志向
- ・出口政策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)

「日銀版ロードマップ」の明確化

- ・物価目標・成長率見通しは明示できても金利目標提示は困難
- ・アベノミクス達成が政策の最終目標であり、出口戦略へ向かう前提に
- ・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
- ・出口における財政負担のシミュレーション(金利1%上昇の時価下落額は2020年度末に約29兆円と試算)
- ・出口戦略と緩和長期化のコストベネフィットに配慮しつつ出口戦略の実施へ

Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



(2) 日本版アコード

バブル崩壊以降のバランスシート調整における負担を日銀—政府—金融機関が三位一体となって負担していくことが、今後の出口戦略には不可欠である。

実際、出口において政府・日銀・金融機関の負担は拡大するが、金利上昇による影響は3者で異なる。具体的には、金利上昇によって日銀は、保有する国債の時価下落(評価損)での負担は確実に増加するが、一方で、景気回復で企業収益も増えると考えられるので保有株式の値上がりで損失は一部減殺される。

一方、政府はこれまで発行してきた長期固定債務の時価の価値は小さくなるが、フローでの調達コストは上昇する。また、金融機関は保有国債が時価評価損となる一方、預金と貸し出しの収支の正常化を受けてフローの収益は回復する。

いずれにしろ出口においては、政府・日銀・金融機関の3者への配慮が不可欠になる。それだけに、三つ巴で負担が拡大するリスクは回避すべきだろう。従って、金利急上昇、国債急落による金融市場の混乱や政府の国債費増加を緩和する点からも、国債残高が減少する局面に至らないうちは、本格的な出口戦略は時期尚早だろう。と総研は考えている。

また、日銀は、量的緩和策の出口を目指す際は、出口に関し市場との対話を慎重に行う必要があり、国債管理政策の重要性が高まる状況にある。

ただし、今日の状況は、金融政策だけで経済を回復させることが困難になったなか、政府サイドの成長戦略や財政政策への重要性が高まる状況でもある。

経済活動を活発にするには、金融政策単独では単体で難しく、「日本版アコード」として、政府と一体での総合対策が不可欠になる。

こうした経済再生・デフレの克服が、アベノミクスの目的であるとするれば、この過程で不可避免的に生じる日銀のバランスシートの毀損といった問題を、政府と一体として対応することも、「日本版アコード」の重要な論点であり、同時にロードマップのなかでの重要なプロセスになる、としている。

このように日銀の出口戦略は、アベノミクスという政治体制そのものの総力戦となるだけに、日銀と政府の財務体力と政治判断が出口戦略の在り方を左右するだろう。

日銀は政府と一体性を強めながら、

①国債買い入れの減額(テーパリング)→②長期金利目標の引き上げ→③マイナス金利解除→④バランスシート縮小、といったプロセスを歩むことになる。

Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



(3) 日銀版ロードマップ

次に日銀に求められることは、金融緩和におけるコストとベネフィットを踏まえたうえで出口におけるロードマップを示すことだ。

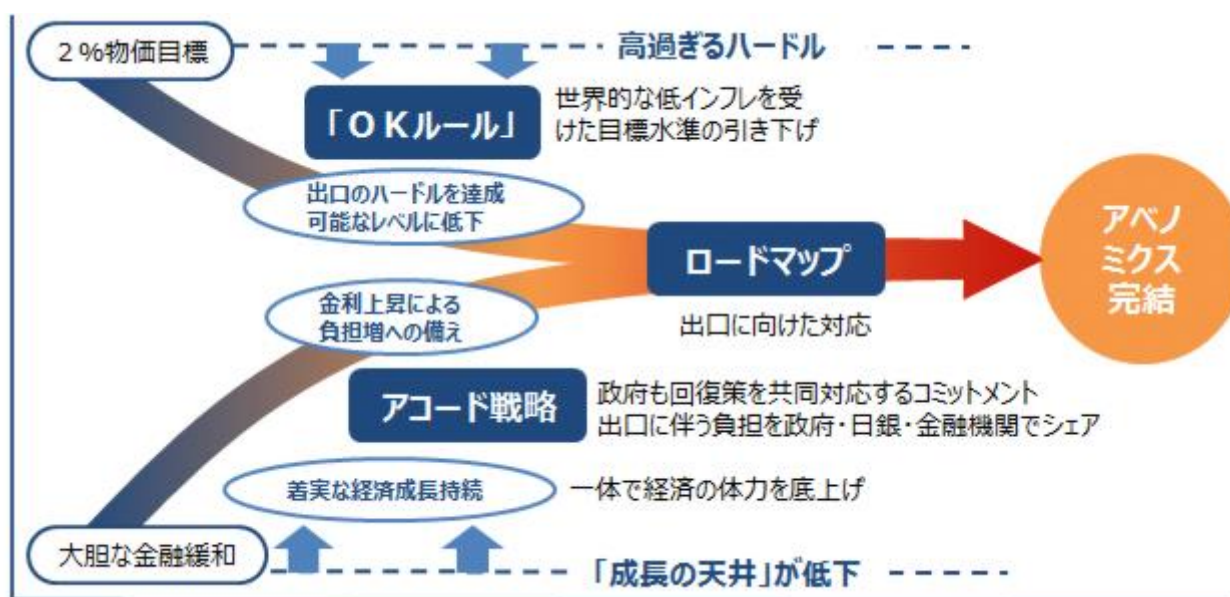
ここまでの不都合な真実と提言を考慮した時、出口に向かうだけの経済的基盤が出来上がっていない状況で、出口に向かうことは確かに日銀が言うように時期尚早である。しかし、過去のジクスの過ちを繰り返すことなく、経済基盤を崩すことなく、再び日本経済を確固たる進路に導くには、政府、金融機関と一体となった戦略を立てることが不可欠であることは明らかであろう。

そして、そのロードマップを示すためには、様々なシミュレーションを行い広く議論することが必要である。その過程の中では、日銀の収支が赤字になる、債務超過になるといったことだけが、市場に取り上げられるようなことがあってはならない。中央銀行が一定の信認を確保することは重要であり、そのためには、市場参加者に日本銀行が置かれた環境への認識を深めてもらうための様々な議論も必要であろうと総研は述べている。

三位一体での対応などについて国民的な合意形成のためにも長い準備が必要であることを議論する必要があるとしたのが、今回総研があえてロードマップを示すべきとした提言の趣旨である。

以上がみずほ総研の行った、「不都合な真実」を踏まえての「3つの提言」である。

次回は、もう少し踏み込んだ出口戦略のコストにかかわるシミュレーション結果をご紹介します。



Market Flash

日銀の苦悩 異次元緩和の出口戦略



「日銀危機に備えよ」 藤巻健史著

この藤巻氏の本は、はっきり言って好きではない。藤巻氏といえばマーケットの世界では超有名人であり、シティバンク時代の国債ディーラーとして市場を席卷した人物であり、今でも政府・日銀へのご意見番となっている。

この本に書かれている藤巻氏の見解は、簡単に言えば、**今後日銀は債務超過に陥り、ハイパーインフレ、それも30-40%のハイパーインフレが日本を襲い、それによって国の債務が帳消しにされる。日本経済は一時的に崩壊するが、ハイパーインフレのおかげで超円安になり日本経済はすぐに大復活する、と主張しているのである。そして、最後には、「だからドルを買え」とポジショントークが入るのである。**

この根拠になっていることは、大昔に世界でそのようなことが現実起こったからというものだ。例えば、1923年のドイツにおけるハイパーインフレの例や日本の太平洋戦争中に軍艦を拡張するために発行された戦時国債がハイパーインフレで暴落し、紙くずになってしまった例などを挙げ、だから日本もハイパーインフレが起こる可能性があるという。何も理論的ではない。

ただ、一方で、日銀の保有する400兆の国債が売りに出されたら、国債の金利が数十%にも暴騰し、日本経済が破たんするというのもある意味真実である。一挙に売却に走ればそれは買い手がいなくなり金利が上がるというのはマーケットの理論ではあるが、ではそれが現実起こるかといえば到底そうは考えられない。

藤巻氏の論述は議論のための議論のような気がする。本の中で記せられている様々な数字は事実であり、それが何を意味するかを極端な言い方をして議論を吹っかけているようである。

ただ、藤巻氏がベースにした数字などには重要なリスクが潜んでいることも事実である。

藤巻氏が日銀の2016年の決算から今後キーになる数字を挙げている。

- ◆ 国債保有額 417.7兆円
- ◆ 国債保有から上がった利息収入 1兆1869億円
- ◆ 保有国債の平均利回り 0.301%
- ◆ 日銀当座預金残高 333兆円
- ◆ 日銀当座預金に支払った利息 1873億円
- ◆ 自己資本残高 8.1兆円

このような数字から、金利が1%受賞した場合には、2.14兆円の損失が生じ、2%上昇すれば5.4兆円の損失が毎年生じるとしている。

数字上の計算はそうであるが、だからこそみずほ総研の提言のように、そうならないための方策を説明してほしいと感じた。

ご興味ある方はご一読ください。

■ 日銀の通貨発行益(損)のシミュレーション

2017年3月末		(兆円)	
資産		負債・資本	
利息収入 1兆1,869億円		発行銀行券	99.8
国債 417.7		支払利息 1,873億円	
(うち長期国債 377.1)		日銀当座預金 342.7	
保有国債の平均利回り 0.301%		(うち法定準備預金 約9.4)	
貸付金 44.6		政府預金	21.7
		引当金勘定	4.9
		準備金	3.2
		資本金	0.0001
資産合計	490.1	負債・資本合計	490.1

2016年度
通貨発行益=1兆1,869億円-1,873億円=約1兆円

付利金利を上げた時の日銀の年間損失

- ・1%引き上げ → △2.14兆円
- ・2%引き上げ → △5.4兆円
- ・12.7%になると → △41兆円 (1980年有担o/n)