

## 出口政策の誤解

発表日：2017年6月1日（木）

～日銀が問題なのではない～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀の出口戦略が実行されると金利上昇のリスクが襲ってくるという見方がある。筆者は、金利上昇そのものが問題なのではなく、金利上昇でも回っていく経済を展望することが本筋と考えている。日銀のバランスシートが傷つくという議論も、民間金融機関の代わりに日銀が損失を引き受けるのならば仕方がない。何が問題かを冷静に考えてみたい。

### 問題の本質は何か

黒田総裁が出口戦略に言及してから、様々な反応が起こった。そのことは健全だと思えるが、少し間違った出口のイメージが流布していると感じる。「日銀がバランスシートを縮小させるために国債を売却すると、長期金利が急上昇する。これは大変だ」という理解である。日銀自身が金利上昇を促すことによって経済・金融を破滅させる自爆のボタンを押すことは絶対にない。これは筆者が断言できる。

出口のところで問題なのは、ごく短期間で長期金利の上昇が進んで、含み損が膨らむことである。そうした激変を日銀が防止しながら、時間をかけて出口を探っていくべくだという議論は成り立つ。金利上昇そのものが問題ではなく、ショックをどう消化していくかが問われている。そうした懸念に対して、イールドカーブ・コントロールの中で長期金利上昇を抑える仕組みになっている。

冷静に話を整理するために、日本経済が出口からうまく抜け出した未来を想像して欲しい。どうなれば出口を出たと言えるのか。それは、「金利も上がるし、収入も増える」世界だ。これを正常経済と呼ぼう。経済は、一気に正常化するのではなく、ゆっくりと正常化する。正常経済では、長期金利が上昇して債券価格は下落するから損失も大きい。しかし、インカムゲインも大きく、国債を保有する銀行など金融機関は、損失を穴埋めするのに十分な利益を確保している。また、預金も活発に増えるので、ニューマネーで高利回りの長期国債を増やすことができる。つまり、名目経済成長率が高まって、成長力で金利上昇コストの急増を消化できるのが正常経済の姿である。日銀は正常経済に移行するのを確認して出口を出ようとする。

このことは、コインの裏表のように、財政が歳出増を上回る税収増によって利払費を十分に支払えるという健全な姿を前提にしている。財政の黒字が、政府債務残高を減らしていき、量的な金利上昇コストが小さくなっている状態である。一口で言えば、かなりの程度、財政再建が進んでいなければ出口を出られないのだ。

一方で、金融機関が保有する長期国債のボリュームが大きい場合、損失に対して収入（ないし預金増）が十分に大きくなければ、インカムゲインによって金利上昇コストを消化できない。

出口の先にある正常経済の世界とは、①名目経済成長率が十分に高まっていること、②財政再建が相当進んでいること、の2つが満たされているはずである。多くの人が「出口戦略を始める」と聞いて、畏怖するのは、①と②の前提が満たされないうちに日銀が自爆ボタンを押すと早合点するからだ。本題の本質は、未だに名目経済成長率が十分に高まらず、財政再建も危ういことにある。

### 金利上昇のイメージ

日銀が出口戦略の着手を宣言して、すぐに保有国債を売却することはあり得ない。そもそも、保有国債の売却と、買入れ額の縮小（テーパリング）は原則、同じことだ。長期金利が債券需給によって決まるとすれば、テーパリングは市場で消化する国債の増加であり、売却と同様に需給を悪化させる。従って、ことさらに「売却」を強調するのは、金利上昇のイメージを演出したい意図があるからだ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

現状のイールドカーブ・コントロールは、10年の長期金利0%の水準をターゲットにしている、それが安定しているのならば長期国債の年間買入れペースを60兆円にしてもよいではないかという発想である。金利上昇を容認するテーパリングとは一線を画する。むしろ、量を減らすために長期金利ターゲットを0%から0.1~0.5%へと引き上げると宣言したならば、事実上のテーパリングとなる。

ならば、長期金利ターゲットを引き上げる条件は何かという議論になる。黒田総裁の考え方に倣うと、2%のインフレ目標が達成できる目処がついて来たときになろう。無論、それは手が届かない。テーパリングの時期はそれほど至近距離ではないと考えられる。日銀は、イールドカーブ・コントロールを導入したことによって、「量だけには拘らない」と方針変更したとみられる。このことは、テーパリングを決定したものではない。長期金利上昇を容認することと、出口戦略を論じることはまだ直結してはいない。

### 歳出拡大しながら出口を探す？

2%の物価目標も未達。名目成長率も低い。それなのに出口戦略を論じるのは奇異に感じる。何よりも、財政再建はまだまだである。

これまで筆者は、多くの金融関係者と話していて、「日銀の出口戦略は限りなく実行が難しい」という認識で一致してきた。そうした共通認識の背後にあるのは、国債残高がますます膨らんで、収入増ないしは経済成長力では金利上昇のショックを消化することが困難になっているという理解である。黒田総裁は就任当初は2年で2%のインフレ率と言っていた。短期決戦のつもりで長期戦の泥沼に踏み込んでしまった。多くの識者が長期戦を余儀なくされることを予感して、出口を心配した。恐ろしいのは国債残高がますます膨張することである。今また教育・人材・子育てのテーマで歳出を膨らませようという政治的圧力が強まって、2020年度の財政再建が漂流しかねないことが警戒されている。黒田総裁は、出口が近づいたから出口論を論じようとしているのではなく、出口の条件たる財政再建が危ういから出口戦略を自分の退任までに規定路線にしておきたいのだろう。こう考えると、いくつかの疑問に合点がいく。財政規律の喪失を感じるから、出口戦略を論じ始めるのだと筆者は見ている。

もうひとつ、日銀を取り巻く環境に変化があるとすれば、海外の経済学者が再び日本に財政出動を促す提言をし始めたことだ。歳出拡大を賄うために、特殊な国債を日銀が購入することで財政不足をカバーする。こうしたオピニオンは、日本の財政再建を脅かし、歳出拡大の誘惑を強めるものだ。そうした思惑へのカウンターパワーは弱い。黒田総裁は、出口を論じながら、金利上昇のプレッシャーを取って意識させて、歳出拡大へ対抗しようとしているのだろう。歳出拡大をしながら出口を探すというのは、いかにも奇妙だ。経済学者達には、正常経済への道を模索するアイデアをひねり出す方向で尽力していただきたいものだ。

### 経済が正常化すると金利上昇コストを誰かが追う

「金利上昇によって日銀のバランスシートが傷つく」ということを警戒する人は多い。筆者は、金利上昇による損失は結局誰かが負担することになり変わらないと考える。銀行・保険・年金または公的機関。いずれにしても、金利上昇リスクは保有者のどこかに回っていく。この点を踏まえると、膨張する国債残高の多くを日銀が保有して、将来の金利上昇コストを引き受けるのは、仕方ないと考える（無論、財政規律ありきだが）。もしも、日銀が債務超過になれば、政府が増資すればよい。あと忘れてならないのは、短期金利を引き上げればベースマネーを創出できる日銀はその利益を拡大させていくことができる点である。経済が正常化して、その先に短期金利の引き上げが行えるのならば、時間をかけて日銀は自身のバランスシートを修復できる。平時には、政府に剰余金を納付している関係を考えて、日銀への出資は何の違和感もない。日銀のバランスシート問題は、金利上昇リスクを民間にシェアさせるのか、日銀が身代わり地蔵になった方がましかという議論に過ぎない。

もっと考えた方がよいのは、今後、日銀が買入れを減らし、代りに民間がどのくらい多くの国債消化をするのがよいかという問題である。仮に、長期金利が上がっていくときには、民間金融機関は国債をより多く買ってくるだろう。確かに、ボラティリティが大きいと、しばらくは買いは消極的であろうが、少し時間が経つと民間消化は進んで長期金利は下がってくる。そうした時に、民間金融機関が積極的に買いに転じるためには、

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日銀がテーパリングを行い、民間取引の厚みを増やした方がよい。逆に、実体と不釣り合いな金利上昇は、民間の代りに日銀が損失を引き受けた方がよい。そう考えると、当分の間は、金利上昇が起こったとき、日銀のバランスシートがまず損失を吸収し、どこかで民間の購入が進んでいく姿を正常化の道筋と考えるのが合理的である。従って、日銀のバランスシートだけを守ろうとする議論は意味がない。もっと先の正常化まで頭に入れた方がよい。

まとめると、議論の本質は、金利上昇の問題視ではなく、その先に正常な金利と収入のバランスが描けるかどうかである。金利上昇リスクを心配するのならば、むしろ財政規律を心配すべきだ。需給バランスを崩すようなショックは、日銀発では起こらない。