

## 日銀はFRBに学べるか

発表日：2017年6月20日（火）

～ 出口戦略で先行するFRB～

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

日銀にとってFRBがバランスシート圧縮の計画を発表したことは出口戦略を考えるうえで極めて参考になることだろう。FRBは長期間かけて債券の再投資額を減らすことを市場に伝えている。もっとも、日銀とFRBではバランスシートの大きさが格段に違うので、日銀の出口はそう簡単でないことは容易にわかる。

### FRBは時間をかける

6月15・16日の日銀決定会合は、無風だった。現状維持を続け、2名の政策委員は資産買入れ方針にいつも通り反対票を投じた。むしろ、前日のFOMCで決まったバランスシート縮小の方針の方が日銀の出口戦略を考える上では示唆に富んでいるように思える。

FRBの出口戦略はすでに金利の引き上げを終えて、引き上げ+ストックベースでの量的縮小へと移行しようとしている。すなわち、保有国債の償還分の再投資を減らすことでFRBのバランスシートを小さくする段階に移ったのである。FRBは年内に国債・MBSの再投資の見送りを当初100億ドルに設定して、3ヶ月毎に月額100億ドルずつ増やし、15ヵ月後に月額500億ドルで固定する。すなわち、もしも、2017年12月に着手したとすれば、2019年3月には月額500億ドルの減少に達する計算だ。この時点で累計▲3,000億ドルの減少、2020年3月には累計▲9,000億ドルの減少になる。それでも、4.5兆ドル程度にもなるFRBのバランスシートは▲20%しか縮小しない。FRBはバランスシートの適正水準を示していないが、仮にリーマンショック直後の2兆ドルまで持っていくのに、5年以上（2022年後半）もかかる。FRBでさえ長期間に亘る正常化を念頭に置かざるを得ない（もちろん縮小ペースの変更がない前提）。なお、2012年9月～2013年12月のQE3では、毎月850億ドルの国債・MBSの買入れを行っていた。それを2014年1月から9ヶ月間かけて月平均▲100億ドルほど減額した。今回は、当初3分の1のペースで再投資額を減らす方針ということになる。

ここで日銀とFRBを比較すると、FRBのバランスシートは対名目GDP比で25%程度である。日銀は対名目GDP比100%を超えようとしている。日銀のバランスシートが正常化することは想像ができないほど先か、あるいは途中で断念するのかわいずれかであろう。手が届く範囲で年間80兆円を目処にしているフローの買入れをゼロにするのが関の山だろう。日銀が早期に量的緩和を止めない限り、日銀のバランスシートは膨らみ続ける。だから、今、FRBが着手しようとしているバランスシートの縮小は、日銀は到底たどり着けない地点にいると筆者は考える。

### どう考えても難しい出口戦略

経済的な効果として、バランスシートの縮小は何を意味するのか。中央銀行が買わなくなった国債は、民間部門が消化する。テーパリングでも同じことである。国債発行額の消化は、日銀か、公的機関か、民間部門のいずれかが担うしかない。民間部門の消化が能力を超えたとき、長期金利は上昇する。だから、そもそも財政当局が市場の能力を超えるほどの国債発行を続けるのはまずいという理解になる。日本の場合、不安視されるのはプライマリーバランス（以下、PB）黒字化の目標さえ守られずに国債発行の膨張が続くことである。筆者は、長期金利上昇を起こさないで、日銀がバランスシートの拡大を止めることはそもそも不可能ではないかと感じてしまう。おそらく、出口政策では一時的な金利上昇リスクを覚悟して、日銀は長期金利の中長期的な低位安定を狙っている。債券需給が緩和状態を続けている前提で、日銀が国債買入れを減らすことは中長期的な長期金利の安定すら得られないと感じられる。最低限、政府のPB黒字化の目途が立っていなければ、具体

的な出口戦略に着手することはできないだろう。こうした見解に基づくと、①日銀は出口に言及しつつも具体的な行動はずっと先になる。②テーパリングするとしてもゆっくり進めざるをえないし、バランスシートの縮小はその次の課題として存在する。③出口戦略の主演は、実は政府の財政再建となる。

## FRBに学ぶ

筆者は、日銀とFRBの出口戦略はハードルの高さが違うので、日銀はFRBよりも遥かに厳しい環境で出口を模索しなくてはならないという認識だ。それは一旦横に置いておいて、FRBの正常化プログラムについて学習してみよう。

まず、FRBのメッセージは、計画を発表して市場を驚かせることがないように慎重に実行するということだ。今まで、FRBが金融政策の正常化の方針を示すことは、2011年と2014年にあった。しかし、今回のように再投資額を何億ドル減らしていくのかは明らかでなかった。FRBはバランスシートの圧縮を何度も練り直して、現在に至ったのだろう。しかも、2015年12月に開始した利上げ後も、ひとまず国債・MBSの再投資は継続している。これは、債券需給への影響を与えないようにして、長期金利が上昇しにくいように配慮するものだ。今回はそれを見直すことになる。

次に、再投資額の縮小には長い時間をかける。これは債券需給を緩和させるペースは緩やかだという意味である。機械的に減額幅を広げていき、それを粛々で行っていく計画だ。ふと感じるのは、減額を3～4年かけて行っている間に不況が来たならば、FRBはバランスシートの正常化を続けられるだろうかという疑問である。多くの人々は、FRBは量的緩和のツールは使わずに次の不況は利下げだけで応じるだろうと予想するだろう。今回の正常化プログラムは、量的緩和を本格的に終了させ、もうそこには戻らないことを前提にしている。

3番目に、FRBはトランプ政権とはあくまで独立して政策を進めていることだ。以前、トランプ政権は、法人税などの大減税を打ち出し、さらに潜在成長率を無視して4%成長を目指すと過大なプランを掲げていた。最近はやり現実的なものに落ち着きそうだが、FRBの利上げとバランスシートの正常化はこれと逆行する。つまり、イエレン議長は、トランプ政権に対して付度などせず政策を決める構えである。むしろ、2018年2月にイエレン議長が退任したとしても、今回のプログラムは規定路線として進められるのだろう。FRBは、中央銀行の責務に忠実であることの表れだ。

日銀がFRBに学ぶとすれば、市場とのコミュニケーションの重要性である。長期金利への介入を止めて、市場に任せるに当たっての方針を事前に示しておく。この方針は、政治的意向でころころ変わらないので、市場参加者に信じてもらえる。日銀の年間80兆円の国債買入れは、市場メカニズムを量の威力でねじふせる政策だ。それを再び市場に委ねることは過剰な介入から一転して市場メカニズムを重要視することになる。中断した市場とのコミュニケーションも復活させる。実際、FRBに学ぶことは極めて難しいチャレンジになりそうだ。

## 長期金利上昇のない出口はあるか

日銀がFRBの出口戦略に学ぶとすれば、どのように波乱なくバランスシートの正常化を進めることができるかである。奇しくも、現在のFRBは長期金利を上昇させることなく、出口政策に着手できたようにみえる。多くの人々は、「FRBがインフレ率が鈍化しているのに利上げを継続しているから、利上げの先行きはもっと慎重なのだ」と長期金利安定の理由を考えている。FRBにとって利上げ継続に反応して長期金利が動かないことは、果たしてそれほど予想外なのだろうか。発想を変えると、長期金利が2%そこそこから上昇しなくなっていることは、実質長期金利が低位にある。そうなると、住宅・設備投資を抑制しなくて済む。

通常、FFレートが上昇してきて長期金利に接近すると景気後退が時間の問題だと受け止められる。FRBは2018年中にさらに3回の利上げを想定しているが、景気はそれまでに停滞して、2018年に3回の利上げはできないかもしれない。長期金利が動かないのはそれを見越しているとも言える。

頭を柔軟にして考えると、FRBは景気や物価が必ずしも万全でないから、長期金利を過度に上昇させることなく、出口を模索できるということになる。日銀は物価2%を達成してから出口戦略に移るというが、実はその前提に矛盾がある。よく考えたいのは、2%のインフレの下で長期金利を上昇させないという理屈に無理

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。

があることだ。黒田緩和は、その無理筋のところを巨大な国債買入れによって抑え込もうとしている。需給コントロールによる長期金利の低下である。だから、①2%インフレと②巨大な国債買入れの停止と③長期金利の低下は絶対に成り立たない3条件なのである。筆者は、なるべく長期金利を上昇させないで済ませるにはインフレ目標を停止して、国債のテーパリング、その後バランスシートのスリム化をするしかないと考える。

黒田日銀は、FRBの出口戦略から様々な教訓を学ぶことだろう。そして筆者と同じように、2%インフレが長期金利の低位安定と両立しないことに気付くに違いない。そうした中、どのように出口戦略を構想していくのが注目である。