



BNP PARIBAS

金融学会・中央銀行パネル

デフレ脱却と中央銀行－非伝統的金融政策の効果と限界－

異次元緩和は金融抑圧への道？

2013年5月25日

BNPパリバ証券

チーフエコノミスト 河野龍太郎

日銀の異次元緩和の帰結は？

2%インフレは達成可能か

- ゼロ金利の下では伝統的なトランスミッションメカニズムは機能しない。そもそもゼロ金利の下では、QEが依拠する貨幣数量関係は成立しない。金融機関が日銀に国債を売却した資金は、日銀の当座預金に滞留。
- 期待の変化で変わるのは、株価や不動産価格、為替レートなどのストック価格のみ。サービス価格や賃金などは、期待が変わったからといって変化するわけではない。2%のインフレ達成まで金融緩和を続けるとすれば、資産価格が大きく上昇した後、大きな調整を迎え、マクロ経済が不安定化するだけ。
- 2%のインフレ達成は、金融緩和だけなら無理。ただし、大幅な円安誘導やマネタイゼーション政策の組み合わせなら達成可能。アベノミクスの本質は中央銀行ファイナンスによる積極財政。想定される需給ギャップの改善だけなら1%程度のインフレ率の上昇に留まるが、120円程度の円安が加われば、2%インフレは達成可能。

アベノミクスの帰結は？

マネタイゼーションがもたらすのはバブルと財政破綻確率の上昇

図1: 名目成長率と政府の資本コスト(年度、%)

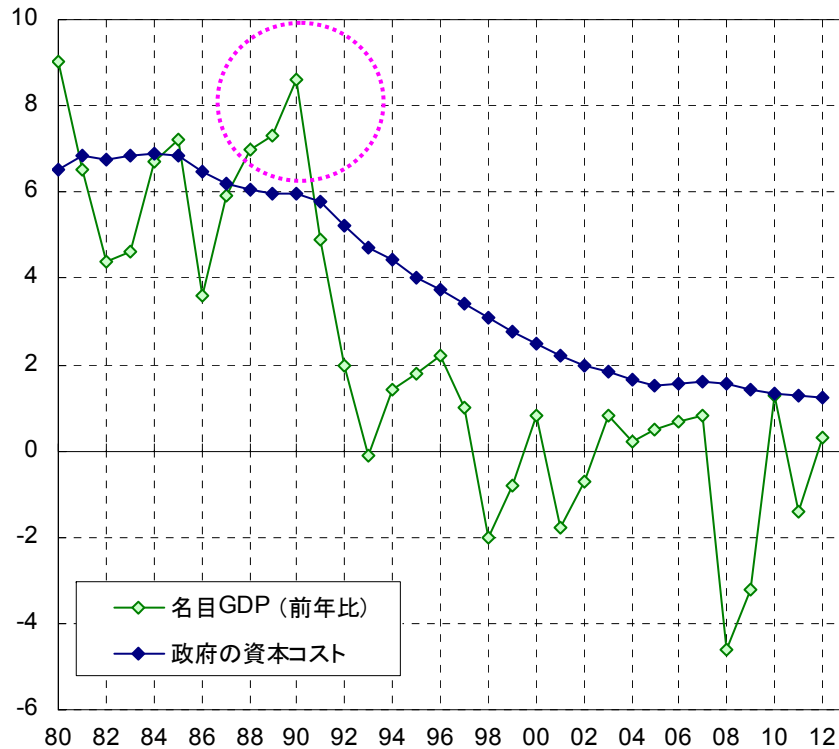
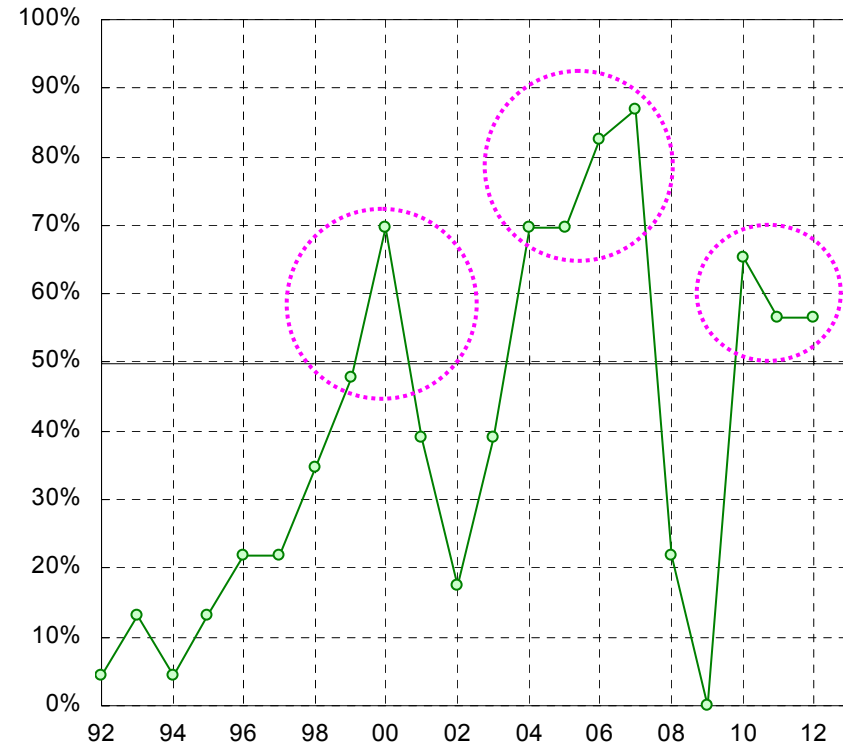


図2: 「名目成長率 > 名目金利」となっている先進国の割合 (OECD 23カ国)



(出所)EcoWin、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

「デフレ均衡」崩壊のシナリオ その1

- 「デフレ、円高、低い長期金利」で特徴付けられるデフレ均衡に陥っているから、低いトレンド成長率でも、財政破綻を回避。円高デフレから脱するため、アグレッシブな財政・金融政策を行うと、長期金利が大幅に上昇し、財政危機が始まるリスクがある。
- ケース1: 構造改革でトレンド成長率を高める政策は、経済が不安定化する可能性が最も低く、デフレ均衡からの脱却策として望ましい。しかし、民主主義国家の下で、選択される可能性は小さい。
- ケース2: マネタイゼーション政策では3つのケース(ケース2~4)が考えられる。アグレッシブな金融緩和がもたらす円安誘導で、デフレ均衡から抜け出すことができるかもしれないが、円安と長期金利上昇のスパイラルに陥る可能性がある。例えば、FEDが出口に向かう際、歯止めの効かない円安・長期金利上昇が進む可能性がある。

「デフレ均衡」崩壊のシナリオ その2

- ケース3: マネタイゼーション政策の初期局面では資産価格が大幅に上昇。バブル崩壊後、公的債務が将来の税収で返済できないことが明らかになり、長期金利が上昇。
- ケース4: マネタイゼーション政策が継続され、トレンド成長率を上回る高い成長が続くと、2015年半ばに完全雇用状態に到達。インフレ率と長期金利の上昇が始まる。
- ケース5: 大幅な円安による輸入価格上昇で実質所得が毀損し、家計部門が反発。歴代政権と同様、安倍政権も1年程度で行き詰まる。
- 日本の均衡実質金利は1%であり、2%のインフレでは、長期金利は少なくとも3%まで上昇。長期金利が3%を超えると、中小企業金融機関などの経営が困難に。4%では地銀が自己資本比率を維持できなくなり、金融システムが動揺。金融危機を避けるため、低い金利の国債を半強制的に金融機関に購入させる金融抑圧が採用される可能性も。

長期金利上昇の金融システムへのインパクト その1 シミュレーション

金利上昇の影響(※2012年3月末時点の長期金利＝1%を前提に試算)

	大手金融機関				地域金融機関			
	保有債券 価格	含み損失	損失/ 純資産	普通株等 Tier1比率	保有債券 価格	含み損失	損失/ 純資産	普通株等 Tier1比率
長期金利が 2%へ上昇	▲2.3%	3.2兆円	12.4%	7.5%	▲3.8%	2.7兆円	16.3%	5.7%
長期金利が 3%へ上昇	▲4.6%	6.4兆円	24.5%	6.5%	▲7.4%	5.4兆円	31.9%	4.6%
長期金利が 4%へ上昇	▲6.9%	9.4兆円	36.2%	5.5%	▲10.9%	7.9兆円	46.8%	3.6%
長期金利が 5%へ上昇	▲9.0%	12.4兆円	47.5%	4.5%	▲14.2%	10.3兆円	61.0%	2.7%
長期金利が 6%へ上昇	▲11.1%	15.3兆円	58.6%	3.6%	▲17.4%	12.6兆円	74.9%	1.7%

(注)バーゼルⅢが要請する自己資本比率(普通株等Tier1比率)は、大手金融機関が4.5%、多くの地域金融機関が該当する国内行は4.0%。ただし、大手金融機関については、2016年以降は資本保全バッファ一分の上積みが必要となり、基準自己資本比率は2016年が5.125%、2017年が5.75%、2018年が6.375%、2019年以降が7.0%と段階的に引上げられる。

(出所) 全国銀行協会、日本銀行、Bloombergより、BNPパリバ証券作成



長期金利上昇の金融システムへのインパクト その2

どの程度まで上がったなら金融危機が訪れるのか？

1. リスクプレミアムが発生せず、長期金利が3%程度に留まれば、大手金融機関、地域金融機関ともに、必要とされる自己資本比率を維持。
2. 1ポイントのリスクプレミアムが発生し、長期金利が4%まで上昇する場合、大手金融機関は必要とされる自己資本比率を維持するが、地域金融機関が必要な自己資本比率を割り込み、金融システムは動揺。
3. 2ポイントのリスクプレミアムが発生し、長期金利が5%まで上昇すると、自己資本不足に陥る金融機関が増加。地域金融機関は必要とされる自己資本比率を大きく割り込み、大手金融機関の一部も達成できない。金融システムは危機的様相に。6%では殆どの金融機関が自己資本不足。
4. 中小企業金融機関等は長期金利が3%を超えると経営が困難に。90年代のように猶予政策(Forbearance Policy)を採ると、結果的に公的資金の投入額が膨らみ、国債価格暴落の引き金に。

金融抑圧の復活？

- 金融抑圧とは、中央銀行の大量の国債購入を含め、国債市場への公的関与を強めることで、インフレ率を下回る低い長期金利を維持し、マイナスの実質金利で公的債務の対GDP比を徐々に圧縮していく政策。マイナスの実質金利に直面する預金者や保険契約者、年金契約者の犠牲によって、公的債務の圧縮を図る。
- 増税や歳出削減は議会の決議を必要とするが、一種のインフレタックスである金融抑圧課税は、議会の決議を必要としない。潜在成長率の低下をもたらすなど副作用は相当に大きいですが、短期的な痛みを伴う政策を決定できない現代の議会制民主主義の下では、政治家の目には魅力的な政策。
- 中央銀行の積極的な国債購入の継続に加え、時価会計停止や非市場性の国債発行、国債購入への優遇税制等の導入が行われる可能性もある。

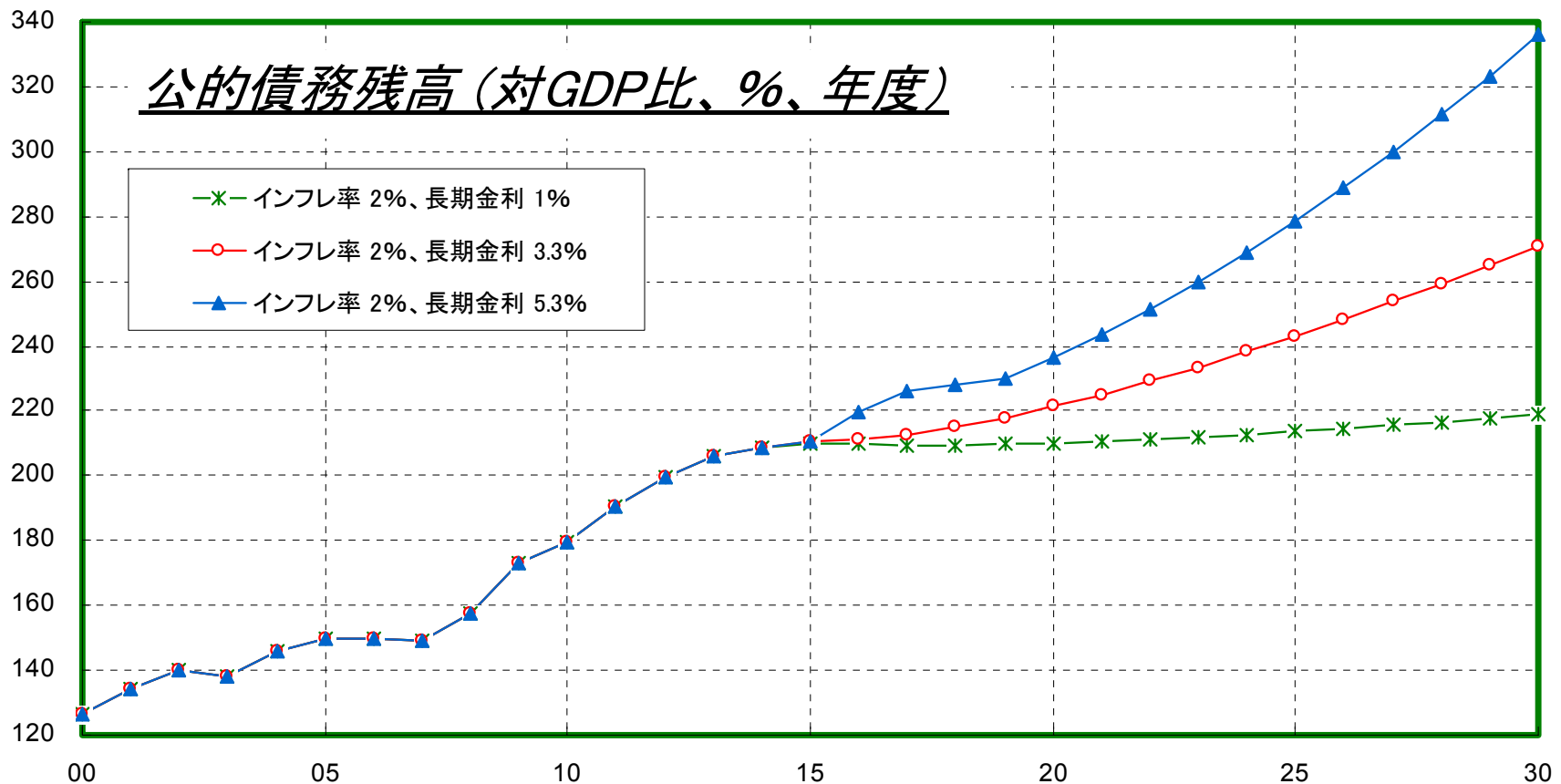


異次元緩和も金融抑圧の第一歩か

Fiscal Dominanceで出口は相当先

- デフレから脱却した後、大量に国債を購入した日銀による利上げや国債売却が困難になり、物価安定が犠牲にされるリスクがある。
- もし、今回のアグレッシブな金融緩和が金融抑圧の第一歩であれば、デフレから脱却しても、出口は直ぐにはやってこない。公的債務圧縮のため、マイナスの実質金利を維持する必要がある、ゼロ金利政策と国債購入政策を継続しなければならない。出口のタイミングは、公的債務の圧縮が進捗してから。
- 出口を語ることと出口のタイミングを語ることは別のこと。金融市場参加者の不安を取り除くためには、出口について政策当局が適切に説明する必要がある。

利払い費増大で公的債務は急膨張 金融抑圧によるマイナス実質金利が切り札？



(出所)内閣府、財務省資料より、BNPパリバ証券作成



アベノミクスを前提とした財政のシミュレーション

財政のシミュレーション				
【対GDP比、%】	追加財政がないケース	2013年度、2015年度にも大型補正が編成され、デフレが終結		
	ケース1	ケース2 スムーズなマネタイゼーションからの離脱	ケース3 金利が大幅に上昇	ケース4 金融抑圧により マイナス実質金利を実現
16年度以降の想定				
インフレ率	-0.3	2.0	2.0	2.0
長期金利	1.0	3.3	5.3	1.0
実質成長率	0.3	0.3	0.3*	0.3
名目成長率	0.0	2.3	2.3*	2.3
			*ただし、16~17年度は 深刻なりセッション	
プライマリーバランス				
2010年度	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
2015年度	-3.9	-4.8	-4.8	-4.8
2016年度	-3.6	-3.8	-4.4	-3.8
2020年度	-4.1	-3.3	-3.6	-3.3
2023年度	-4.5	-3.5	-3.9	-3.5
2030年度	-5.5	-4.1	-4.4	-4.1
財政収支				
2010年度	-8.3	-8.3	-8.3	-8.3
2015年度	-5.4	-6.8	-6.8	-6.3
2016年度	-5.1	-6.0	-7.0	-5.3
2020年度	-6.1	-8.3	-11.4	-5.1
2023年度	-6.8	-9.5	-14.1	-5.4
2030年度	-8.2	-11.9	-19.7	-6.1
国及び地方の長期債務残高				
2010年度	179.5	179.5	179.5	179.5
2015年度	215.1	210.3	210.3	209.7
2016年度	219.1	211.0	220.0	209.7
2020年度	241.8	221.3	236.5	210.2
2023年度	261.4	233.5	259.8	212.0
2030年度	314.7	271.1	335.9	218.7

(注) 全て震災の復旧・復興対策の経費及び財源の金額を含んだベース

(出所) 財務省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成





BNP PARIBAS

商号等/ BNPパリバ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2521号
加入協会/ 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

この文書は有価証券・外国為替等の購入、売却その他の取引を勧誘し、または推奨するものではありません。ご提供いたします情報は、十分信頼できる情報源に基づいておりますが、BNPパリバ証券株式会社は、情報の正確性および完全性について、保証はいたしません。本資料に記載された意見は表記時点での当社の判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。当社ないしは当社の関連会社またはそれらの従業員は本資料の情報に基づき有価証券・外国為替等を保有し、または自己勘定で、または他人の委託を受けて売買を行うことがあります。本情報を使用することにより生ずる、直接または間接のいかなる種類の損失に対しても、弊社は責任を負いかねます。この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものです。投資に関する最終決定はお客様ご自身でなさるようお願い申し上げます。