
金融市場パネル5周年記念カンファレンス

非伝統的金融政策の評価と正常化

2014年7月3日

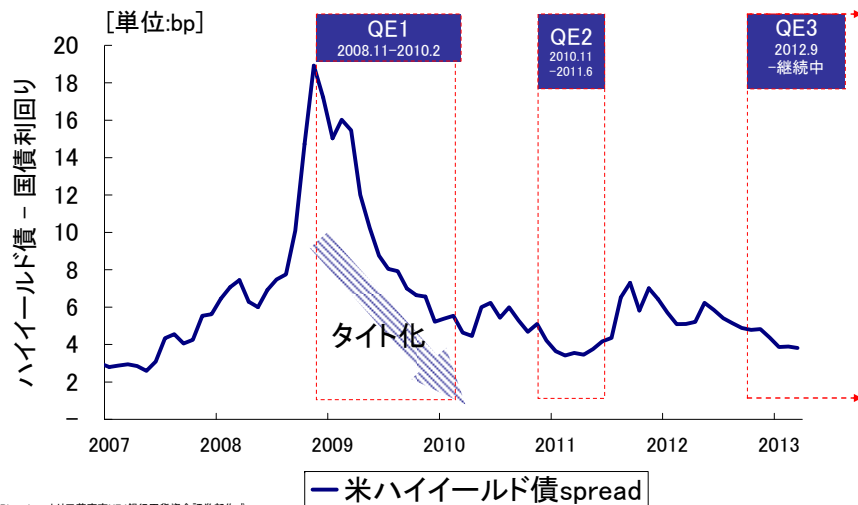
三菱東京UFJ銀行

執行役員 融資企画部長 内田 和人

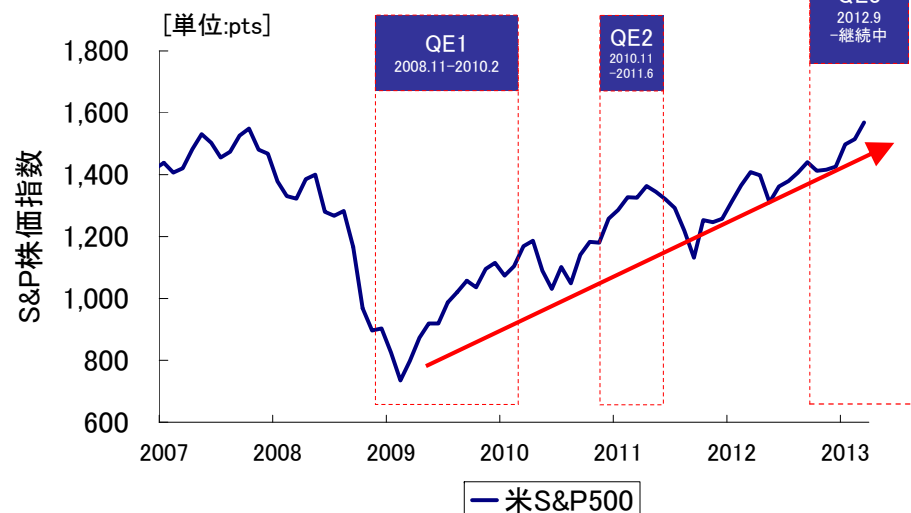
非傳統的金融政策(評價)

非伝統的金融政策(評価)～米国QE(信用・流動性P・VOL低下、株高)

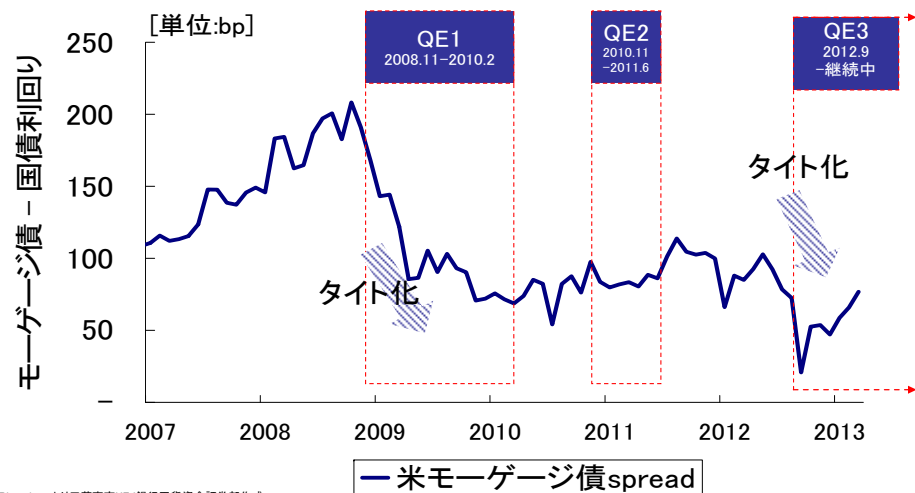
米QEと金融市場
- クレジットスプレッド -



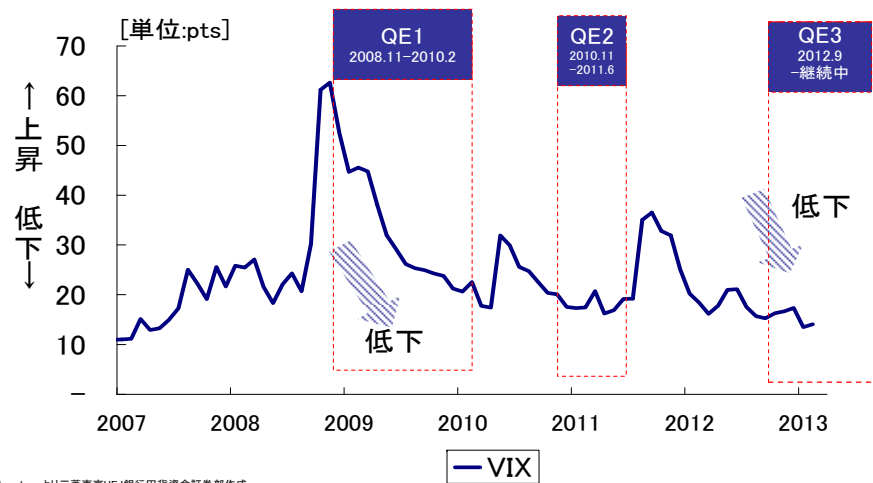
米QEと金融市場
- 株価 -



米QEと金融市場
- モーゲージ債 -



米QEとボラティリティ
- S&P500ボラティリティ・インデックス "VIX" -



非伝統的金融政策(評価)～欧州ECB(Signaling 政策効果)

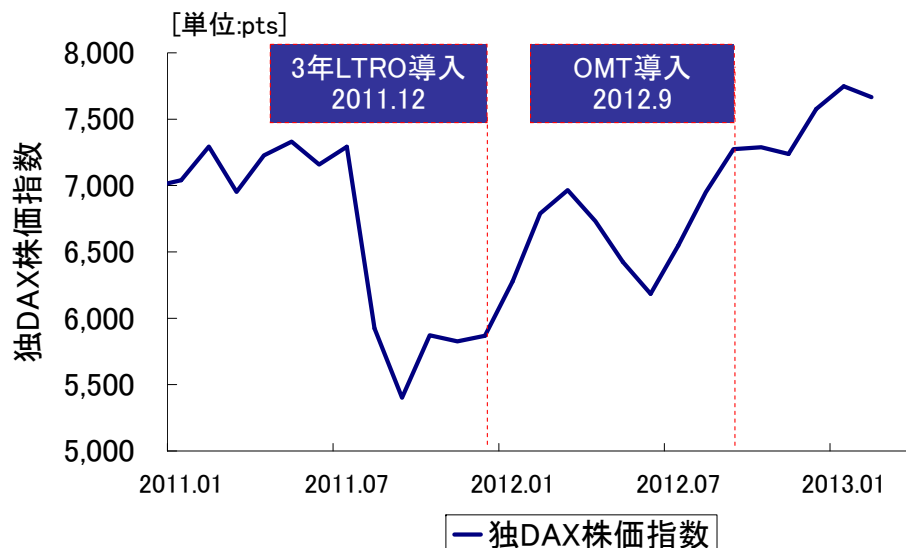
ECBのSignaling政策

- *3y Long-Term Refinancing Operation*
-2011.12.8
- *Outright Monetary Transactions*
-2012.9.6

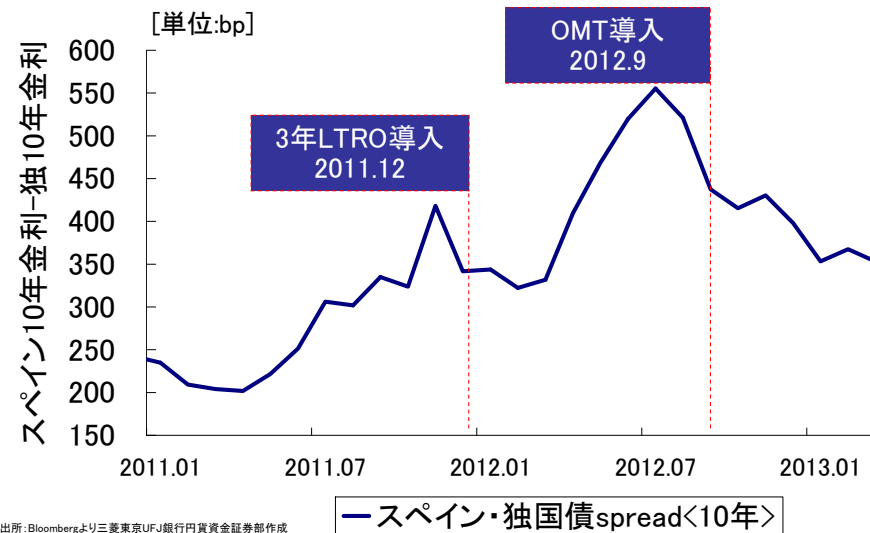
市場の変化と期待への作用

- 担保の適格要件を緩和した上で 3年物無制限資金供給(LTRO)を実施。
- 優先弁済権を付与せず、南欧諸国の国債購入(OMT)を表明。OMTは実際に一度も国債買入を実施することなく、債務危機を沈静化。
- 中央銀行が国債の信用リスクを軽減させる強い意志表明を行ったことでスペイン国債の対ドイツ国債上乗せ金利は200bp以上も縮小(実質的なFinancial repression)。

ECBと金融市場
- 株価 -



ECBと金融市場
- ソブリスプレッド -



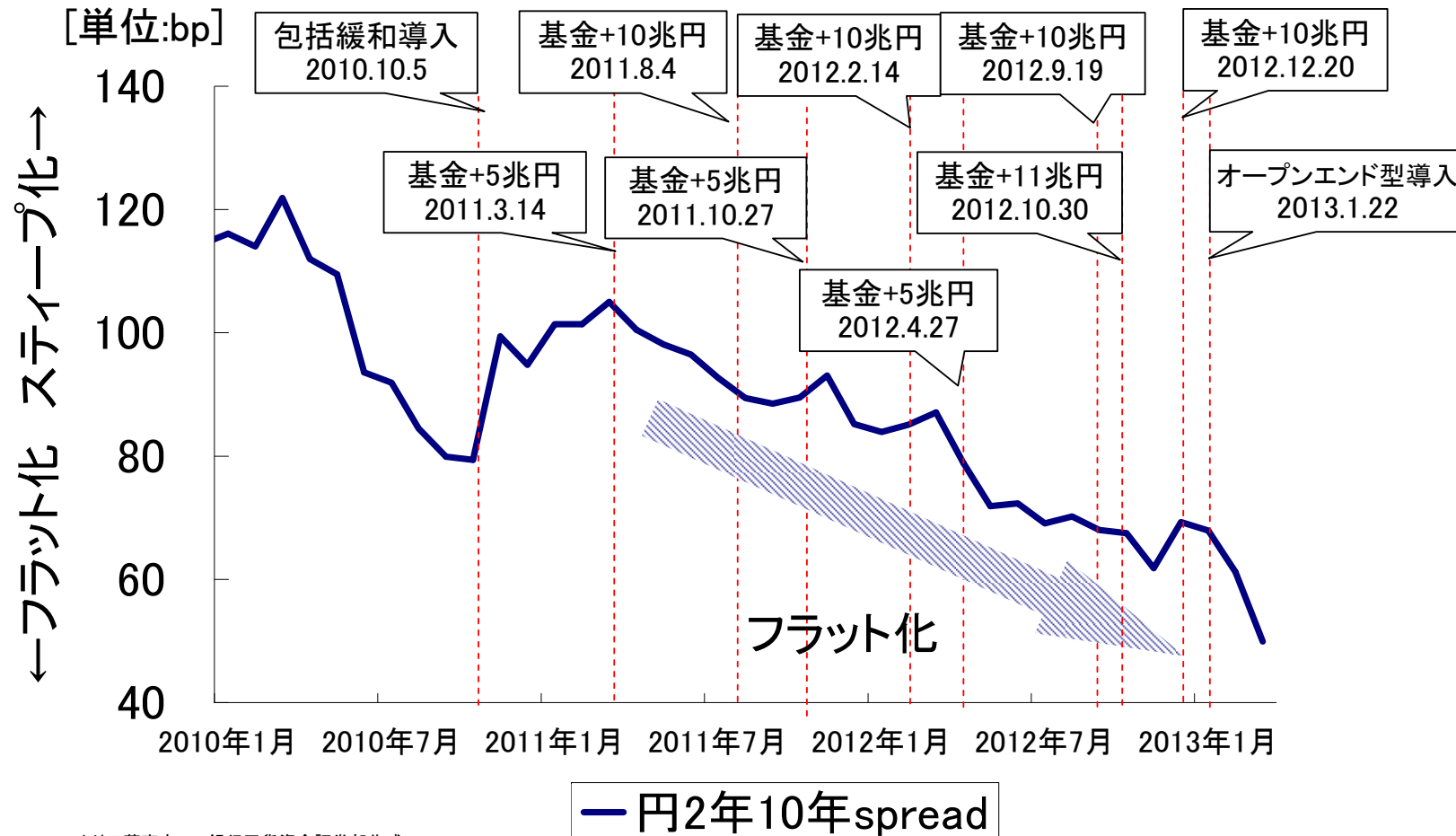
出所: Bloombergより三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

出所: Bloombergより三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

非伝統的金融政策(評価)～日銀包括緩和(Search for yield)

◆ ボラティリティ低下を通じた「Search-for-yield」=イールドカーブフラット化、信用スプレッド縮小

日本の包括緩和と金融市場 - イールドカーブ -



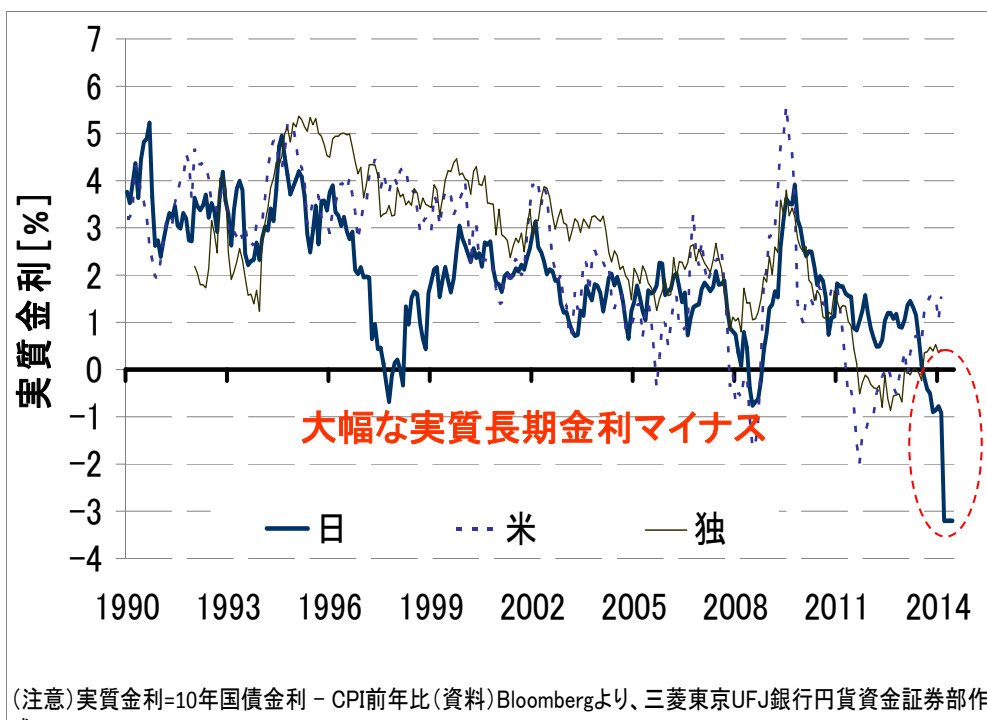
出所: 日銀、Bloombergより三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

非伝統的金融政策(評価)～日銀異次元緩和①(実質金利・信用P低下)

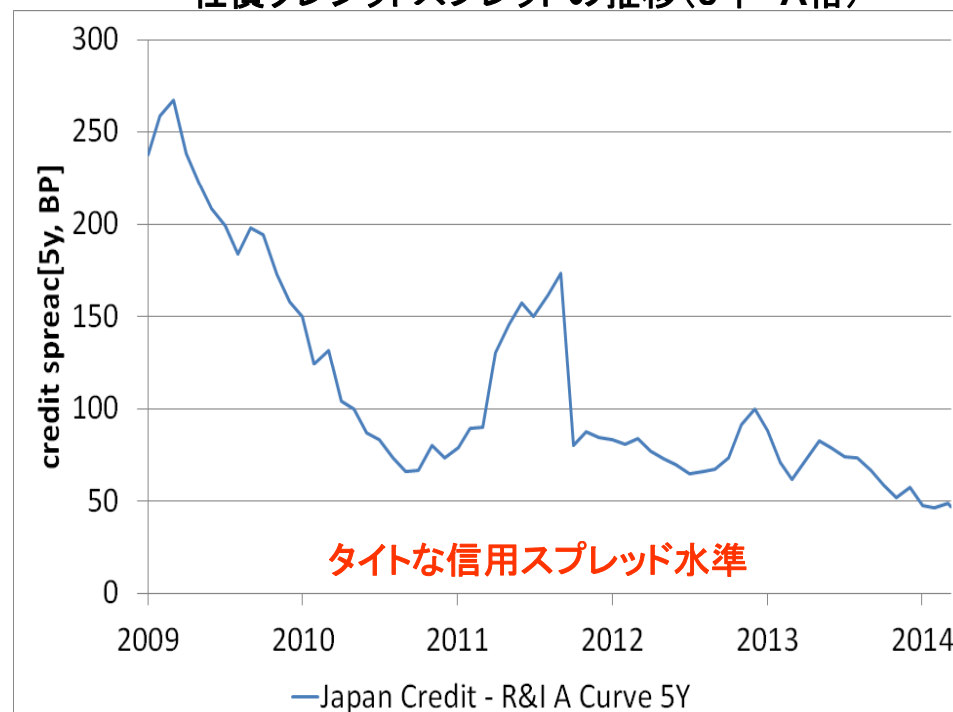
消費増税の影響もあるが、日本の実質長期金利は石油危機等のインフレ時を除けば、過去最大のマイナス水準となり、欧米との実質金利格差も拡大。

過去最低水準の名目長期金利及び日銀の社債買いオペを背景に社債の信用スプレッドのタイト化が継続。

実質長期金利の推移

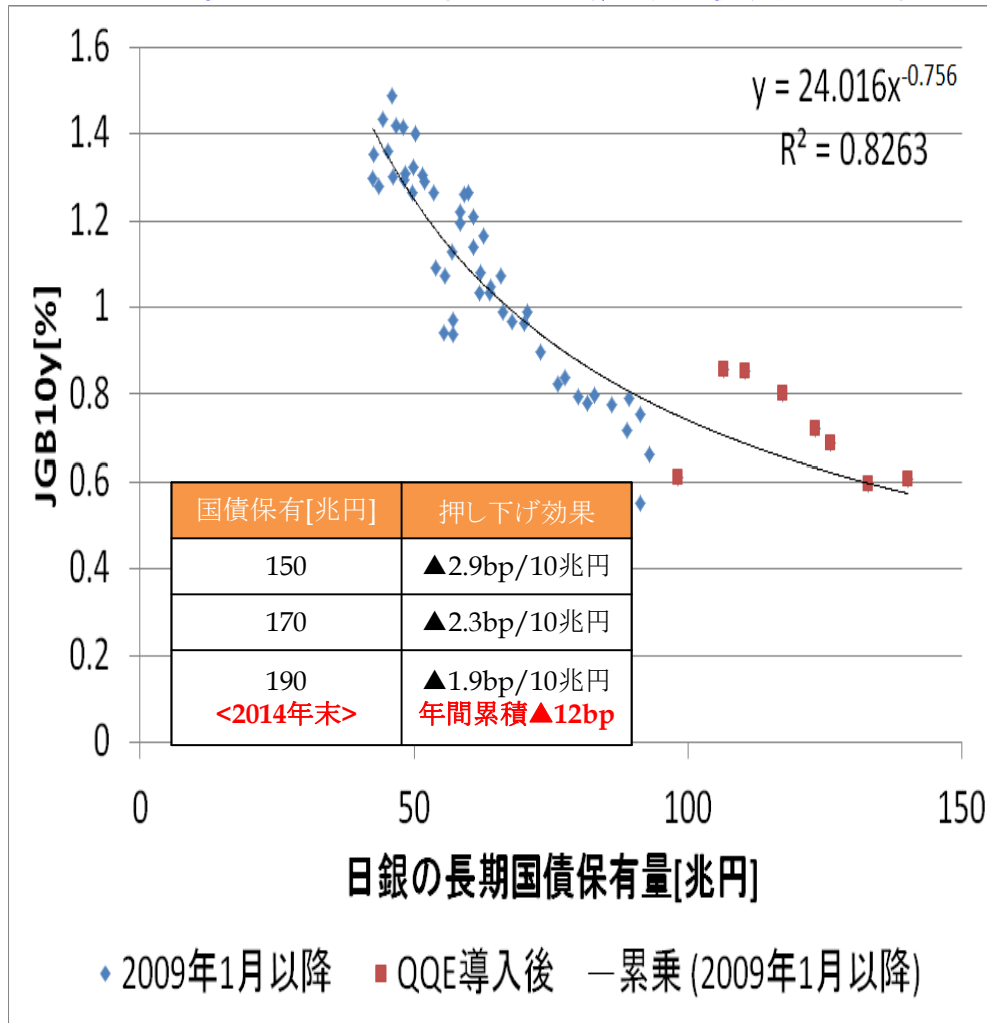


社債クレジットスプレッドの推移(5年 A格)



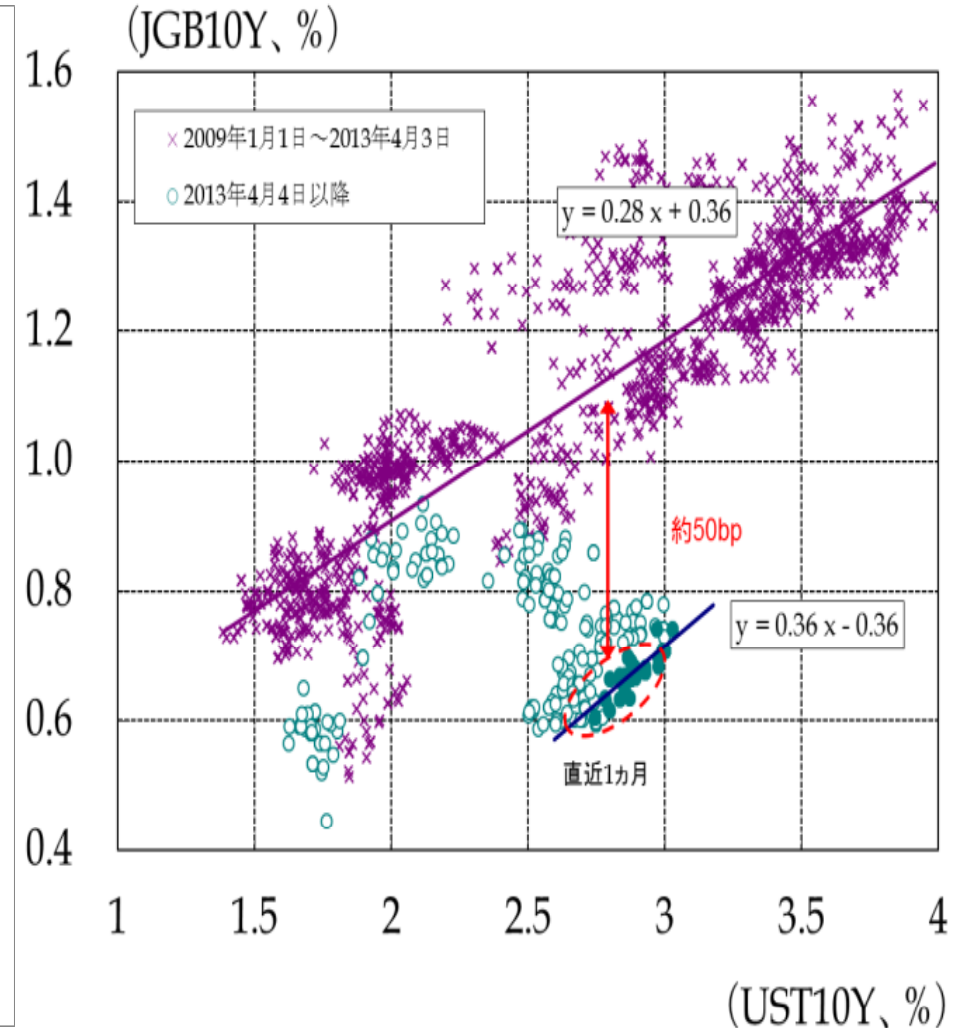
非伝統的金融政策(評価)～日銀異次元緩和②(金融抑圧効果)

日本国債利回り(10年物)と日銀長期国債買入れの関係



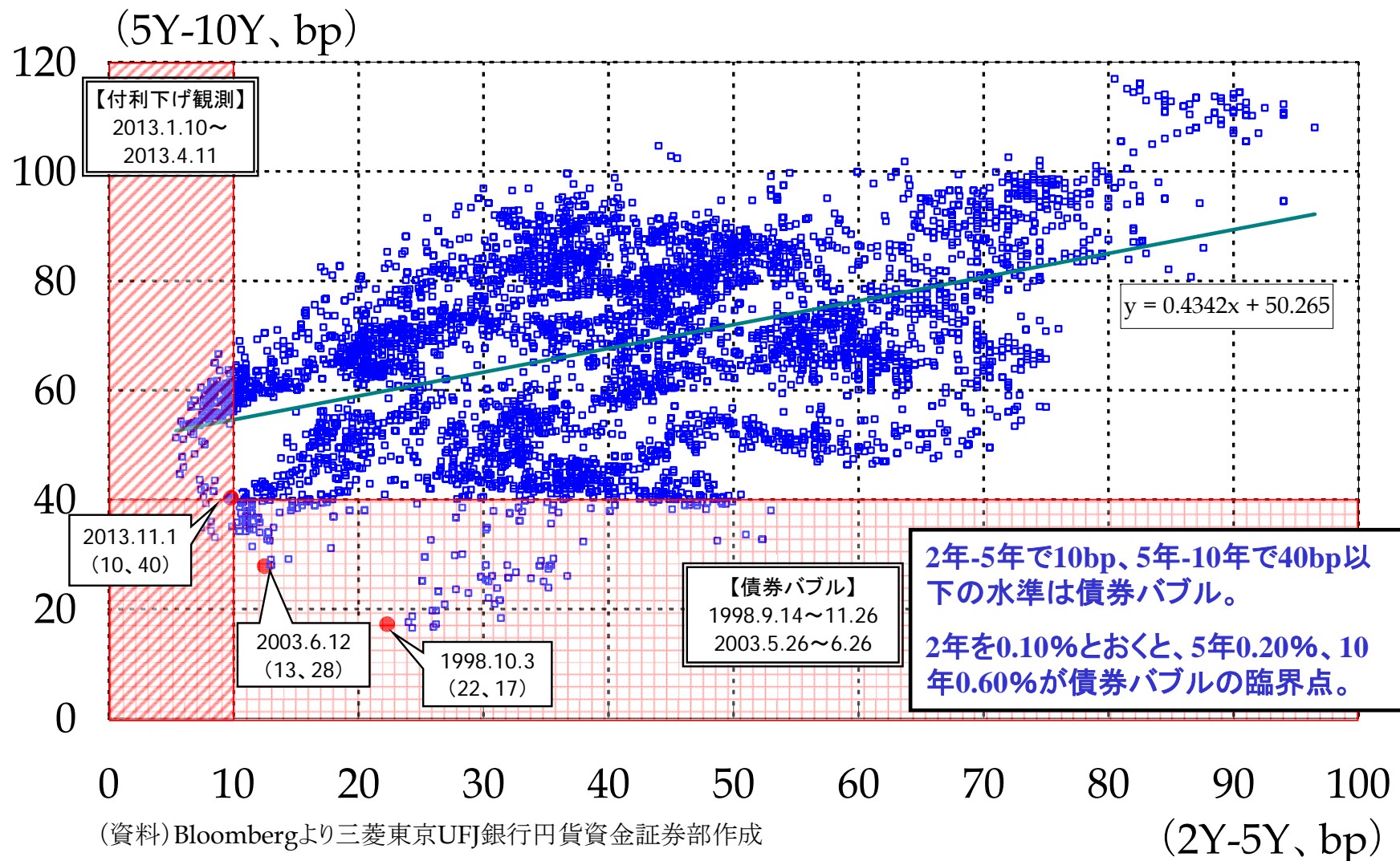
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

日米長期金利の相関関係



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

非伝統的金融政策(評価)～日銀異次元緩和③(債券バブルの臨界点)



非伝統的金融政策(評価)～市場流動性の低下(短期金融・債券市場)

短期金融市場の流動性

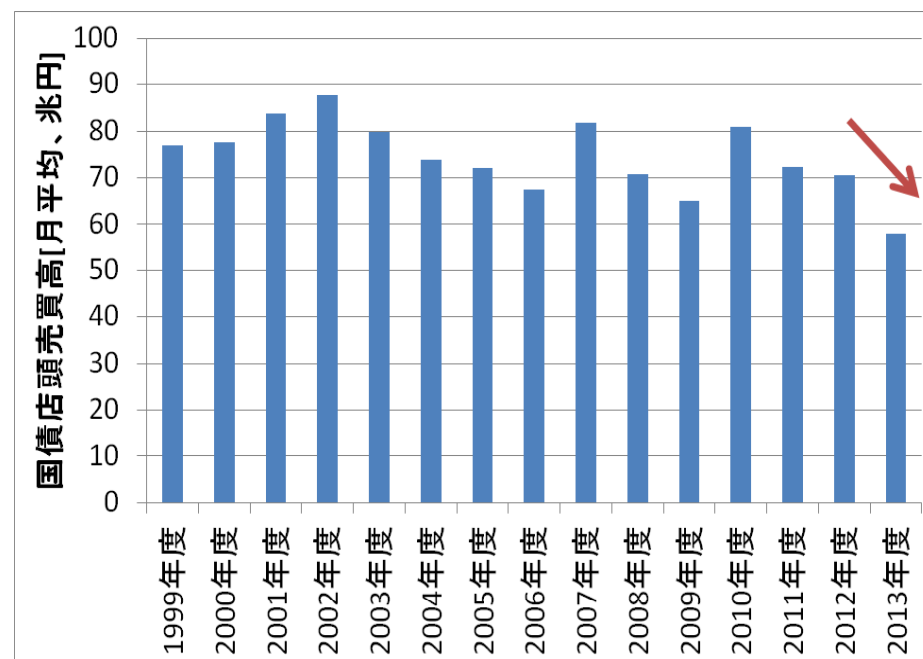


(注意)米国はMTN・CD・BKNT・DPNTのターム物取引高、欧州はEONIA市場取引高、日本はコール市場総残高を使用して6ヶ月平均を指数化 (出所)Bloombergより、三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

短期金融市場の取引高も低迷している。

量的緩和政策が長期化することにより、過剰準備預金が常態化するとともに、金融機関の資金繰り運営の相対先が中央銀行となるため、インターバンク市場での取引高が急減している(特にターム物取引)。

長期国債の店頭売買高



(資料)日本証券業協会より三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

市場流動性低下+価格変動率(ボラティリティ)上昇⇒非連続的な金利急騰リスク

長期金利を投資採算に見合わない水準まで押し下げるため(国債運用利回り<経費率・リスク・目標基準利回り)、市場取引は細り、ボラティリティが上昇。市場流動性の低下とボラティリティ上昇の悪循環に陥るリスクがある。

非伝統的金融政策の正常化

非伝統的金融政策(正常化)～巨額な資金流入の変動リスク

【日本の国際収支 (2002年から2011年の平均(兆円))】

貿易収支	+9.7	投資収支	△9.9
		直接投資	△4.9
サービス収支	△3.2	証券投資	△6.6
		デリバティブ	+0.5
所得収支	+11.2	その他	+1.1
		その他資本収支	△0.5
経常移転収支	△1.0	外貨準備増減	△6.8
		誤差脱漏	+0.5
経常収支(黒字)	+16.7	資本収支(赤字)	△16.7

【2013年】

貿易収支	△10.6	投資収支	+5.4
		直接投資	△12.9
サービス収支	△1.6	証券投資	+25.5
		デリバティブ	△5.5
所得収支	+16.5	その他	△1.7
		その他資本収支	△0.7
経常移転収支	△1.0	外貨準備増減	△3.9
		誤差脱漏	△4.0
経常収支(黒字)	+3.3	資本収支(赤字)	△3.3

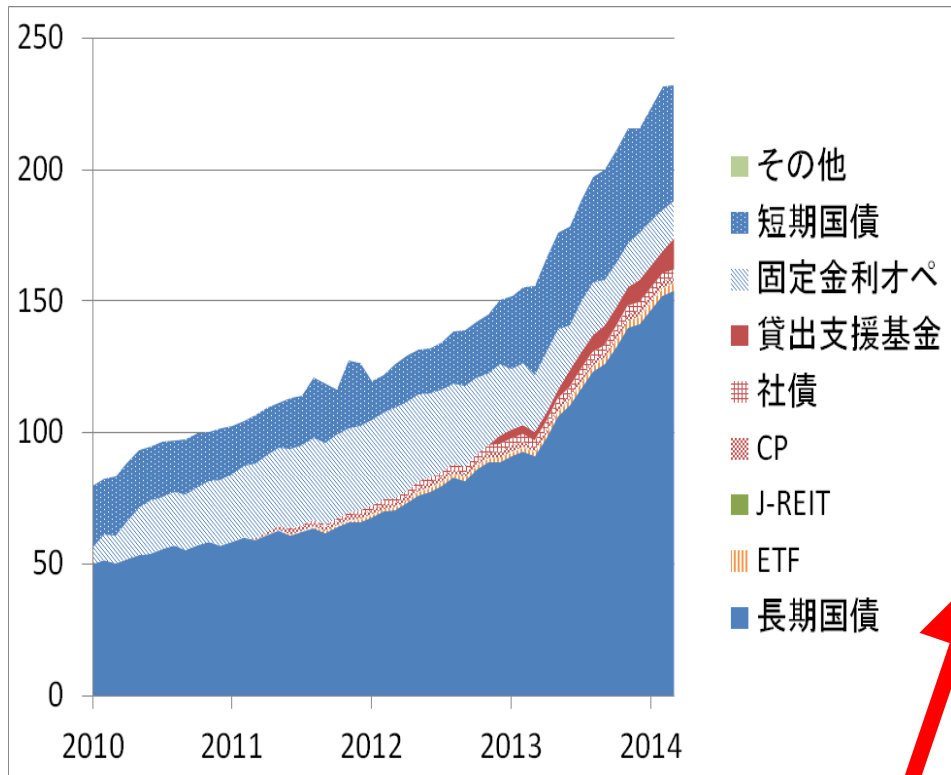
(資料)財務省、
日銀より三菱東京
UFJ銀行作成

■経常収支は、貿易収支の大幅な赤字化(9兆円黒字⇒10兆円赤字)から黒字が急縮小

■資本収支は全体は3.3兆円の赤字だが、中身を見ると大幅な構造転換が顕著。対外直接投資は拡大傾向を強まる(4.9兆円赤字⇒12.9兆円赤字)一方、証券投資が流出超(6.6兆円の赤字)から大幅なネット流入超(25.5兆円:国内投資家の対外証券投資を勘案すると、海外投資家の流入超は30兆円規模)に大転換。
⇒巨額の資金流入とともに円売りヘッジ(デリバティブ)も拡大。先行き急激な資金流出リスクには要注意。

非伝統的金融政策(正常化)～ベースマネーコントロールの困難性

(兆円) 日銀マネタリーベース—資産側



(資料) 日銀、Bloombergより三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

質的・量的金融緩和は、民間の資金需要が回復する過程で金融レバレッジ効果が最大限発揮されるが、実際にそのような状況が実現した場合に、**米国**と違ってベースマネーのコントロール(抑制・圧縮)が難しい。

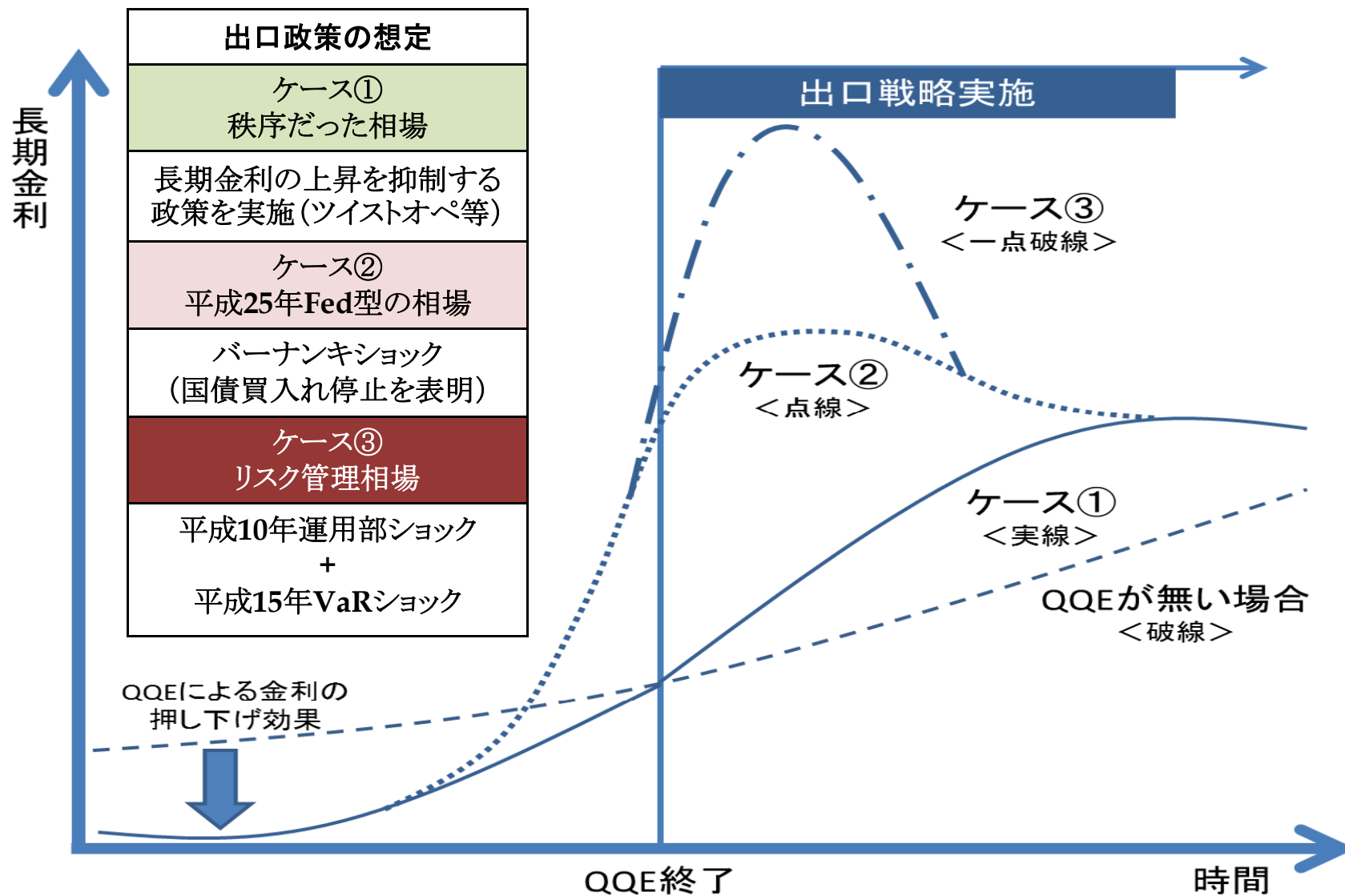
量的・質的金融緩和の出口政策のオプション

長期国債購入の停止	日本版Taperingは米国以上の金利急騰リスクがあり、ツイストオペ等の検討が必要。
短期国債購入の停止	ベースマネー抑制の有効手段であるが、貸出支援基金が急増する場合には効果減退。
貸出支援基金の停止	出口政策が意識される局面で予防的貸出需要が急増し、4年固定金利の資金供給が根雪化。
資金吸収オペ	手形オペ、リバースオペ等、柔軟な資金調節が可能だが、資金吸収額は限定的(数十兆円)。
付利引き上げ	日銀の保有国債利回りと付利金利が逆ザヤとなる可能性があり、財政負担が発生。
保有資産売却	長期金利急騰⇒財政悪化⇒日本国債大幅格下げのリスクがあり、難しい選択肢。

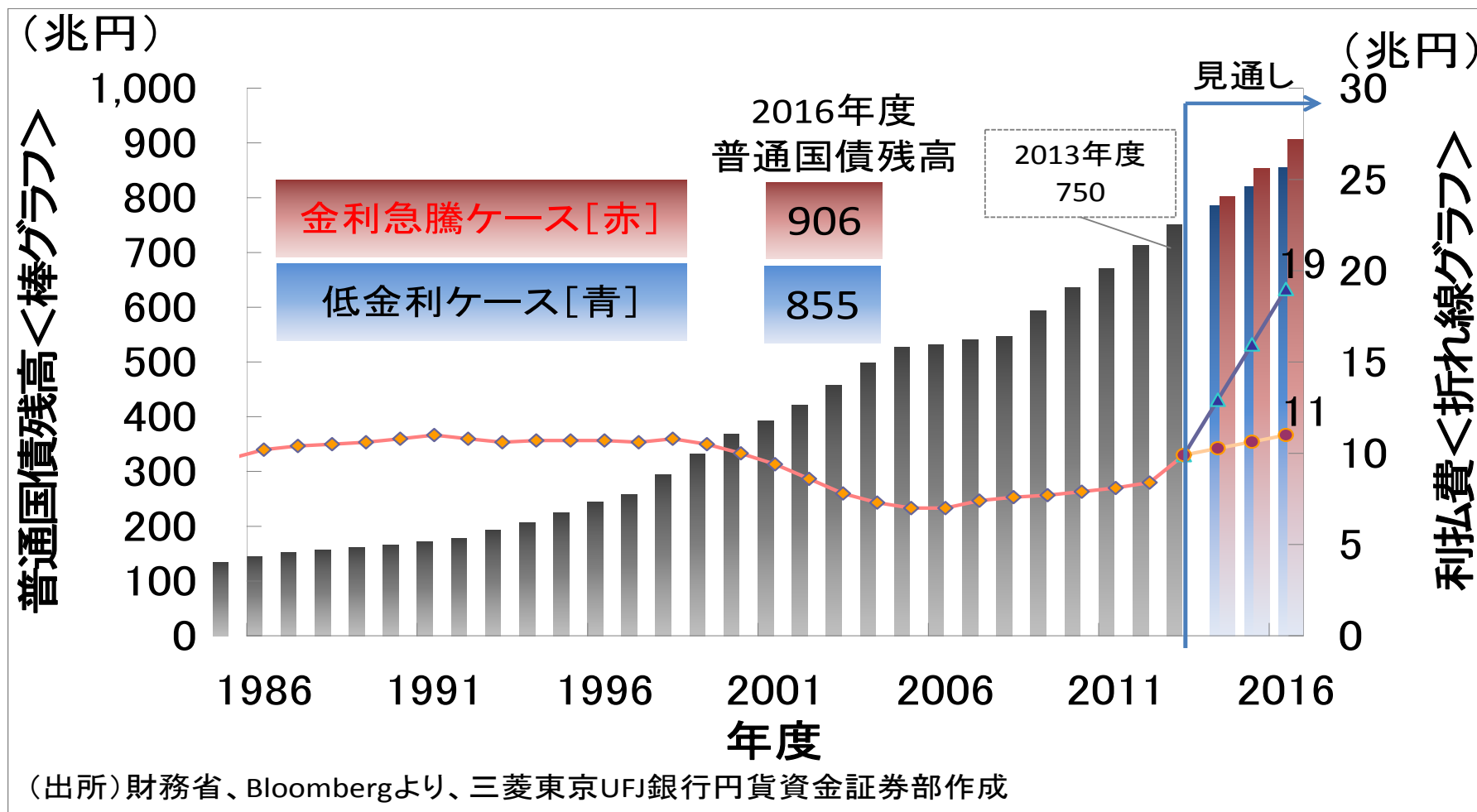
米国金融政策の正常化プロセス(QE⇒利上げ)

資産購入プログラム停止	買入れ減額を実施済み。今秋には購入額がゼロとなる見込み。
準備預金以外の流動性吸収	ターム物預金、リバースレポ、Financial Market Utility等
保有資産の売却	バランスシートの正常化プロセス。但し、長期金利急騰リスク有り。
付利の引き上げ	短期金融市場のフロー金利を引き上げることで市中O/N金利を上昇させる
政策金利引き上げ	FF金利、GCLレポ金利の引き上げ

非伝統的金融政策(正常化)～非連続的な金利急騰リスク



非伝統的金融政策(正常化)～財政発散リスク(Fiscal dominance呪縛)



非伝統的金融政策(評価と正常化)～論点ポイント

- ◆非伝統的金融政策の効果検証・リスク分析においては、マクロ経済から国際投資フロー、市場流動性、国債管理政策、PCP(Policy Continuity Planning)など広範囲にわたって行う必要。
- ◆非伝統的金融政策が実体経済・マネーフローの好循環を加速させることができるか、それともインフレ・金融抑圧のマイナス面が顕現化し息切れるか、その帰趨は、需要サイド(金融・財政面の刺激)から供給サイド(潜在成長力の引き上げ)の政策に移行できるかが鍵を握る。
- ◆当該政策の継続性や出口政策を検討する際には、金融緩和のモラルハザード(いわゆる中央銀行プット)を排除しつつ、金融政策・国債管理政策を総合的に管理する枠組み(アコード)を構築することが重要。

-
- 当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、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。
 - 当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。
 - 当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。