

金融市場パネル
40回記念カンファレンス
長期金利コントロール

2017年1月11日

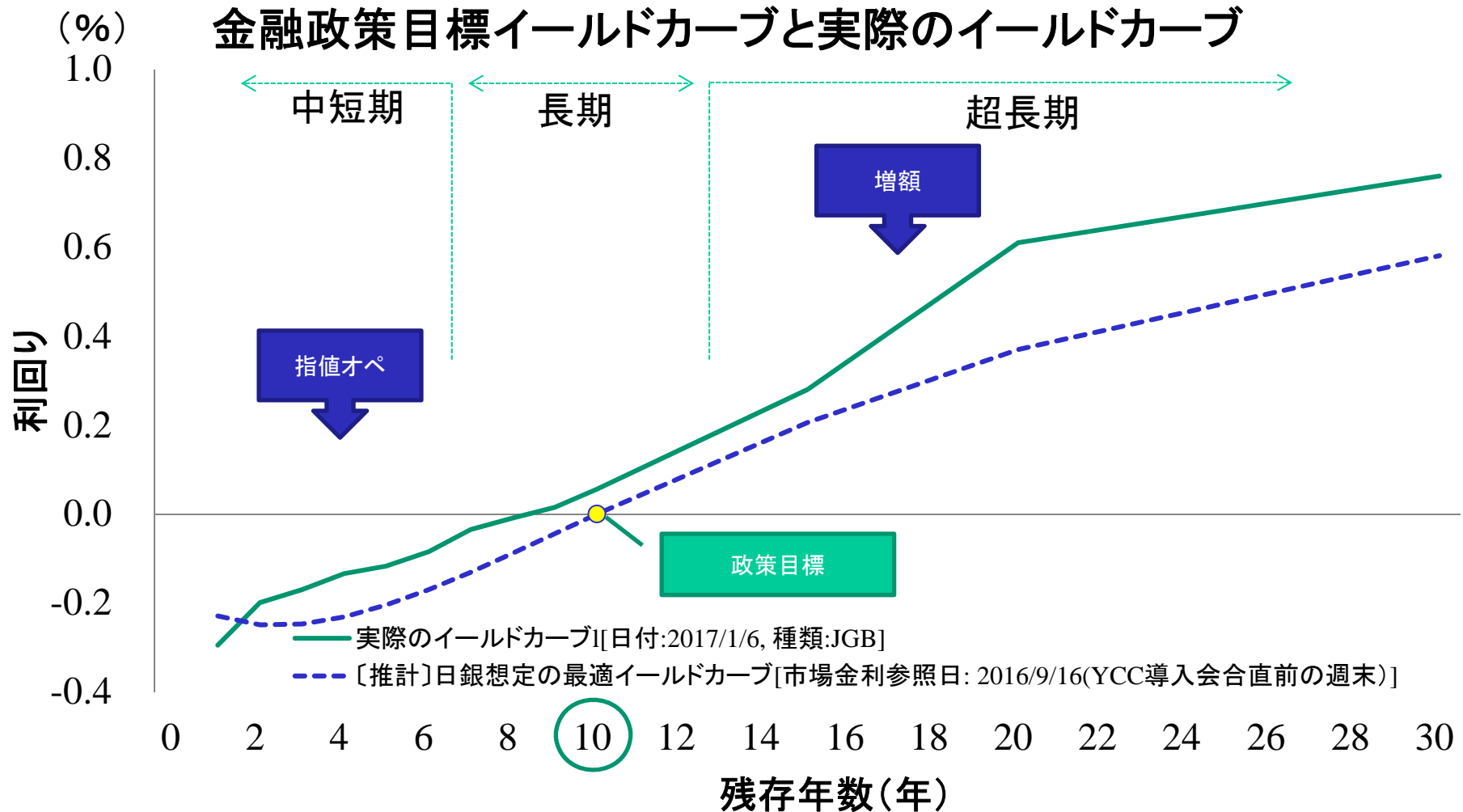
三菱東京UFJ銀行
常務執行役員 内田和人



ポイント

- ◆ 長期金利コントロールは、大規模な国債買い入れ継続を前提とし、先行きの金利上昇リスクが小さい場合には可能。通常オペや指値オペを通じて一定の長期金利レンジ形成のメッセージを市場に伝え、金利上昇を抑制する効果がある。但し、10年ゾーンの指値オペは実施せず、中短期ゾーンや超長期ゾーンの前後で需給調整する傾向があり、ディレクティブの明確性という点では疑問が残る。
- ◆ 一方、インフレ率、米国金利等を説明変数とした長期金利の推計モデルを参照すると、適正な長期金利水準との乖離幅が0.6%と過去20年間で最大に拡大している。現在の米国長期金利の水準及び今後の国内消費者物価の上昇(原油安要因の剥落+円安遅行ラグ)を勘案すると、今年後半に向けて乖離幅が1%程度に拡大する可能性がある。
- ◆ また、現在の長短金利水準で長期間固定することは、日銀の資金収支上も問題がある。日銀が、マイナス金利水準下において購入する国債はオーバーパーとなる為、保有債券期間に応じて償還損を計上することになる。日銀が市中から購入する中短期ゾーン国債を、概ね▲20bp程度を購入レートとして試算すると、2020年度には「資金収益－償還損(償却額)」がマイナスとなる可能性がある。
- ◆ もとより、日本のイールドカーブは欧米対比で大幅にフラット化している。中央銀行当座預金及び自国債の保有構造の違いから、邦銀への収益影響が大きい。先行してマイナス金利政策を実施しているユーロ圏では、長短金利差が2%近くあり、相応の長短利鞘を確保している。
- ◆ 以上の勘案すると、日銀は年後半にかけて長期金利の目標水準を上方へ調整する可能性があるとみられるが、①先行きの金利上昇リスクを意識した動きをどのようにコントロールするか(含む国債入札等)、②新たな長期金利の目標水準をどのように説明するか、③国債管理政策との整合性をどのように取るか、④日銀の巨大なバランスシート調整にどのような道筋を付けるのか、等の課題が現出する。
- ◆ その場合、日本版アコード(金融政策と国債管理政策の役割分担)、1950年代の米国超金融緩和の出口政策(ツイストオペ)や日銀保有国債の変動金利化等が議論されよう。

長期金利コントロール～長期金利目標vsイールドカーブ



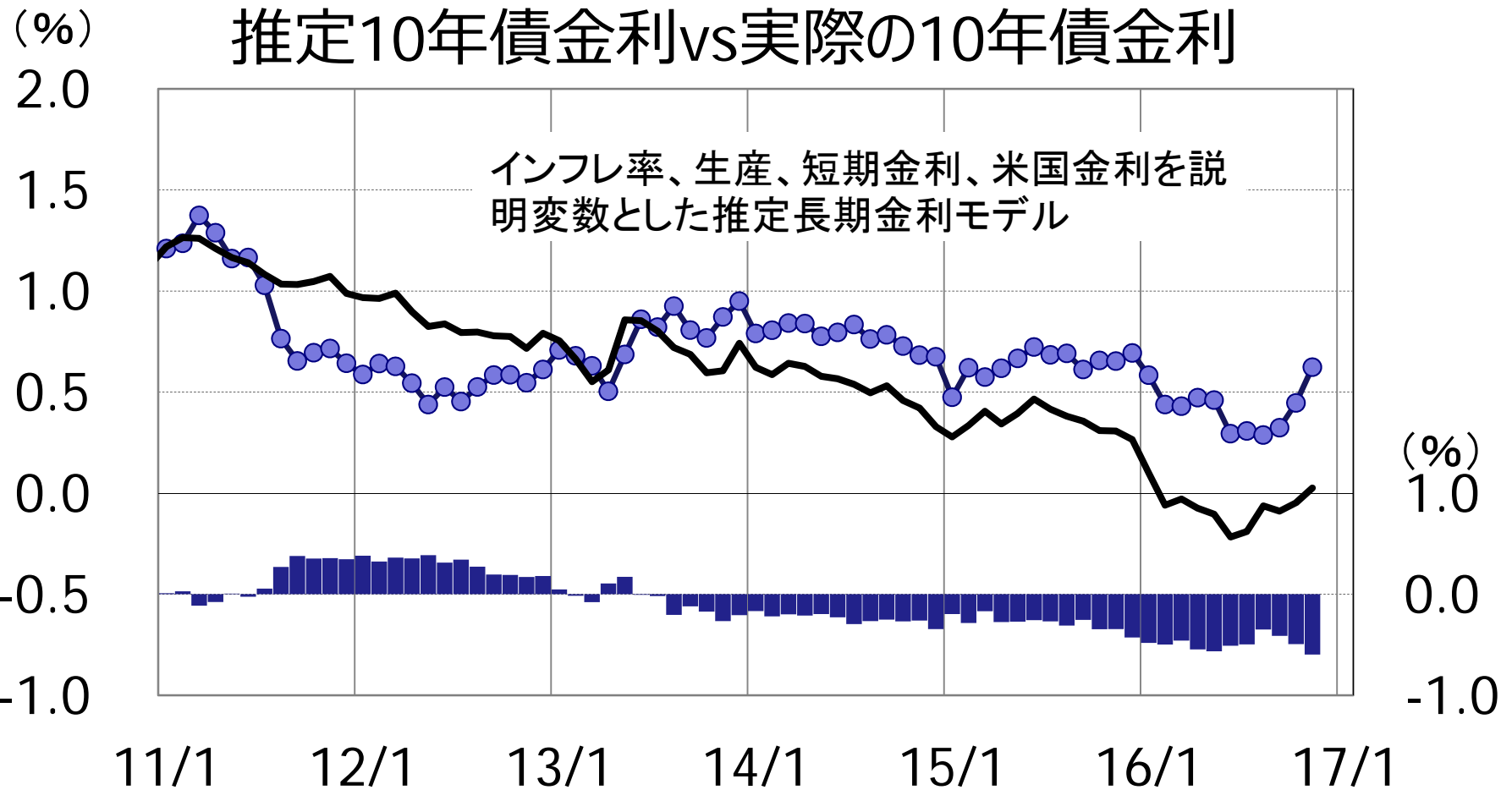
(注) 金融政策目標イールドカーブはNelson-Siegel modelを用いた推計値
(資料) 日銀、Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成

長期金利コントロール～推計値(フェアバリュー)対比①



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成

長期金利コントロール～推計値(フェアバリュー)対比②

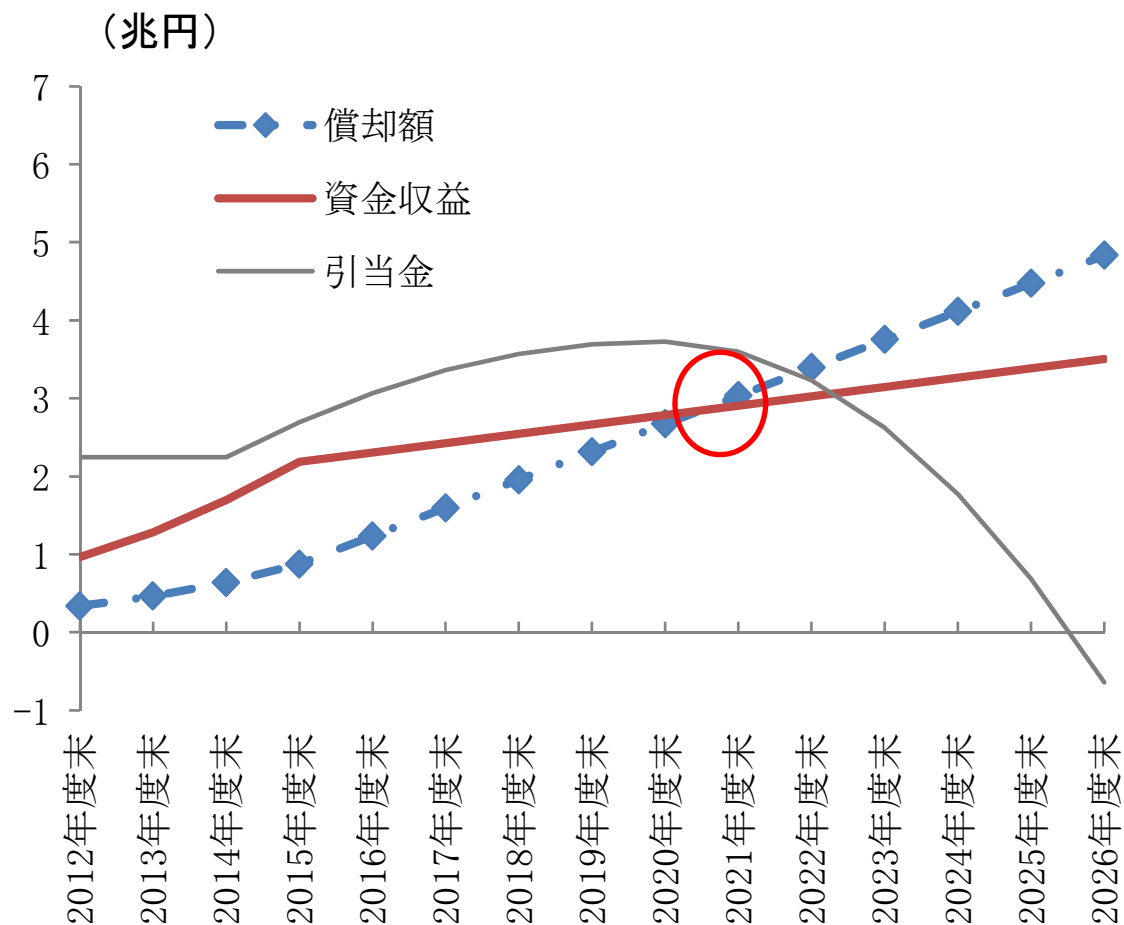


■実績値 - 推定値 (右軸) ●推定10年債金利 —10年債金利

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成

長期金利コントロール～日銀の資金収支予想

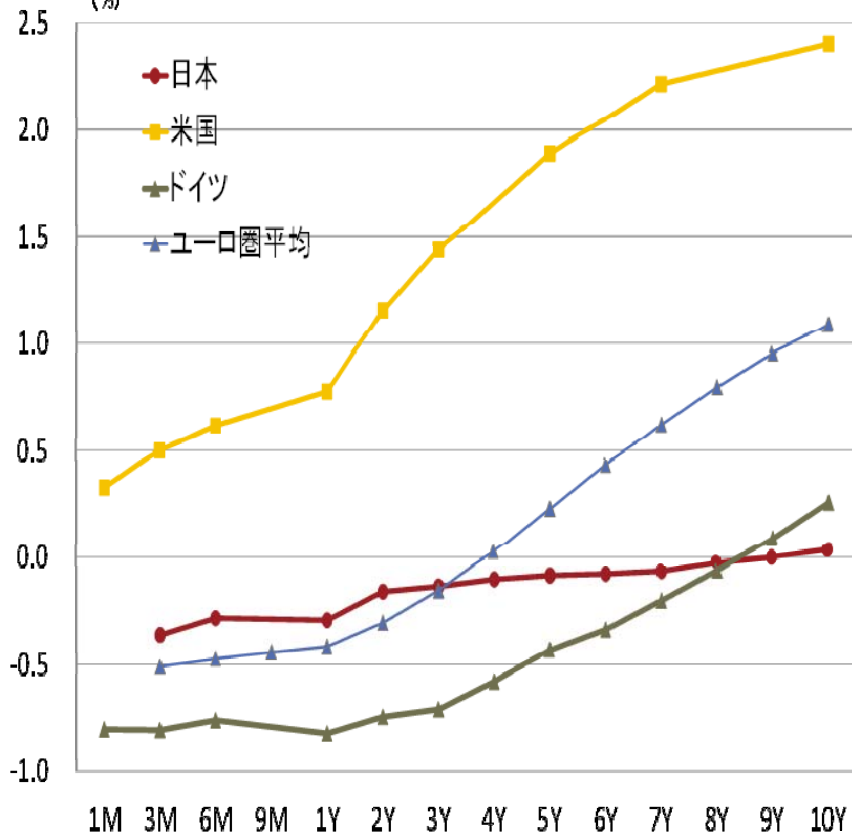
日本銀行の資金収益と償却額(試算)



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成

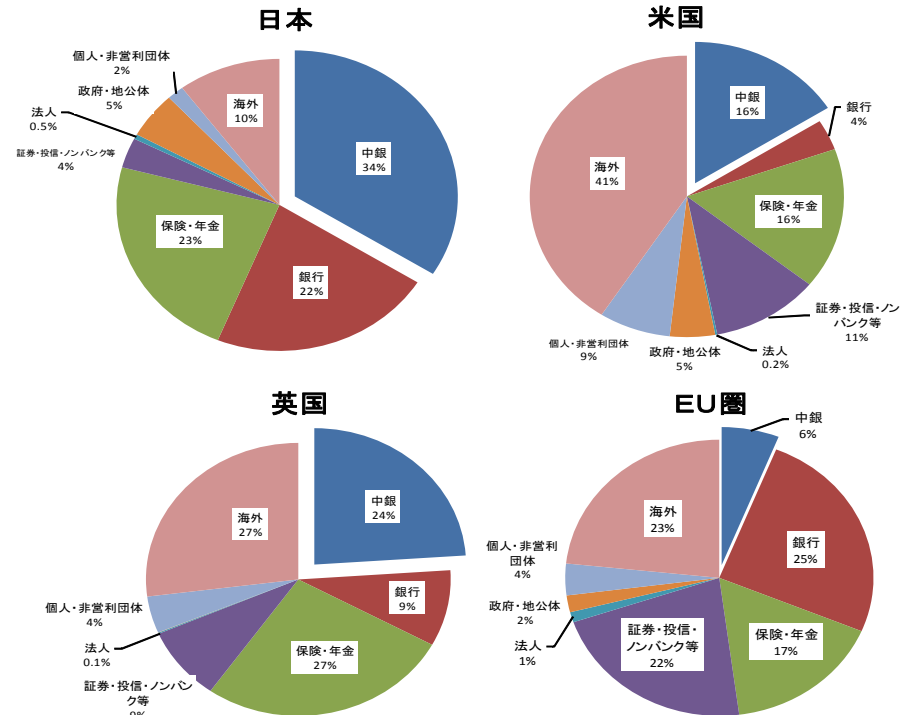
長期金利コントロール～日米欧のイールドフラット化影響

日米欧イールドカーブ(2016年12月14日)



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成

日・米・欧国債の保有者構成比較(2016年3月末)



注) EUは民間債含む。

(出所) 日本銀行、FRB、DMO、ECB

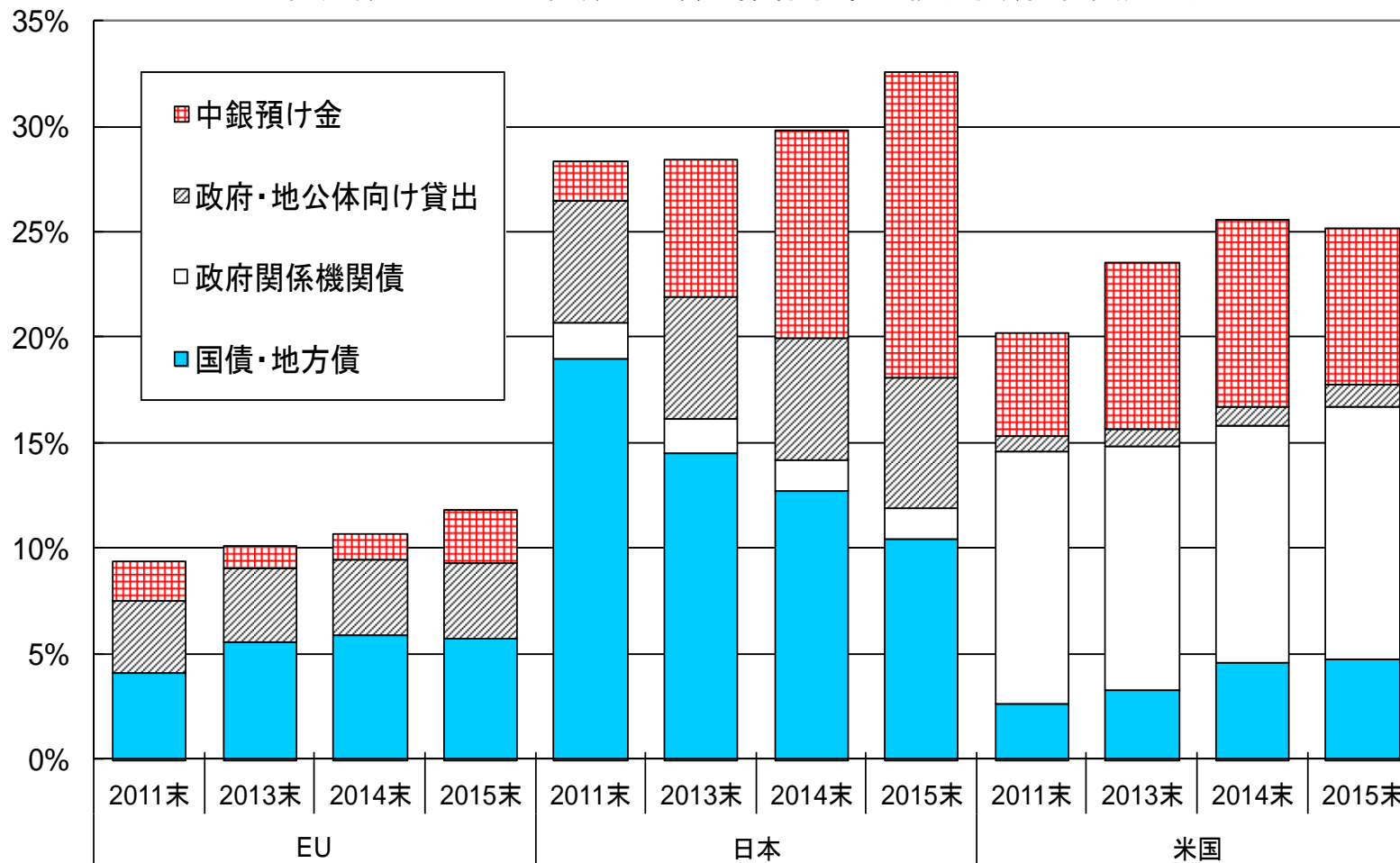
主要国における国債投資効率の比較

	シャープレシオ最大化		収益最大化	
	該当する国債 (年、残存期間)	年換算Total return (%)	該当する国債 (年、残存期間)	年換算Total return (%)
日本	17	1.7	19	1.8
米国	2	1.7	30	3.8
ドイツ	9	1.4	30	1.8
フランス	8.5	2.5	24	3.5
英国	5.5	1.6	16.5	2.9

(注) Buy and Hold, 期間6ヶ月, Risk free rate 0%, 2~30年で試算 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成

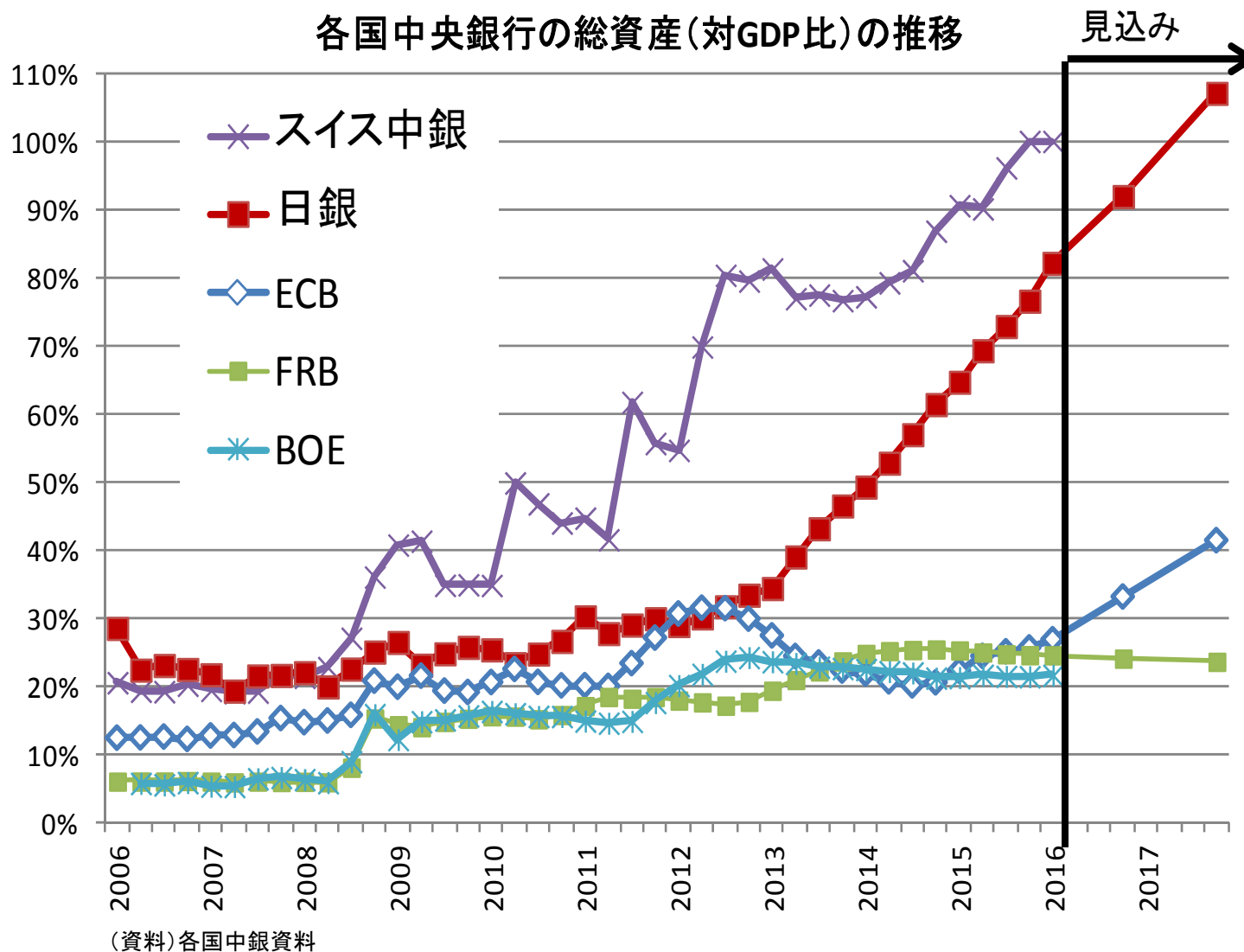
長期金利コントロール～国債・中銀当座預金の保有構造

日米欧銀のソブリン・中銀当座預金保有水準比較(対銀行総資産比)



(出所) 日銀、ECB、FDIC資料よりMURC調査部作成

長期金利コントロール～世界最大の日銀総資産の行方



長期金利コントロール～中期的課題と出口政策論

○中期的な課題(長期金利の目標水準の上方調整)

- ①先行きの金利上昇リスクを意識した動きをどのようにコントロールするか(含む国債入札等)
- ②新たな長期金利の目標水準をどのように説明するか
- ③国債管理政策との整合性をどのように取るか(日本版Accord, Operation twist等)
- ④日銀の巨大なバランスシート調整にどのような道筋を付けるのか

○1950年代の米国出口政策からの教訓

- ✓ Fedは1942年に低金利政策下で”Pegging Operation”(国債価格支持政策)を実施(短期国債のオペ金利を1947年まで0.375%に固定化する一方、長期国債を金利2.5%で買い支え)。
- ✓ 1951年には、Fedと米財務省の間で”Accord(政策協定)”が成立。インフレ抑制と国債の円滑な借換えの両立を企図し、米財務省とFedが、国債管理政策と金融政策の領域で明確に棲み分け、FedはPegging Operationを廃止し、金融政策のフリーハンドを取り戻した。
- ✓ 1950年代末頃にFedは国際収支安定と経済成長促進を企図した、“Operation Twist”を導入。短国売りオペと長国買いオペを実施し、短期資本の流出を抑制する一方、長期金利安定によって投資促進を図った。日銀も出口政策において日本版Accord(金融政策と国債管理政策の棲み分け協定)や同様のツイストオペなどが検討される公算。

○出口政策下の長期金利コントロールは困難、抜本的な激変緩和策の検討も

- ✓ 出口政策の下での長期金利コントロールは極めて困難。リフレ派は、インフレに下ではベースマネーのシフト(現金から他の金融資産シフト)が起きて、ベースマネー減少と通貨発行益減少が同時に生じ、日銀B/Sが正常化(縮小均衡)する姿を想定しているが、長期金利が急騰すれば、日銀の財務健全性や円の信認、国債消化への懸念が強まる可能性大。激変緩和措置として、日銀保有国債の変動金利化や無利子の永久国債転換等が遡上に上る可能性有。

-
- 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、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。