

日本経済中期見通し 2019

-失われた金利を求めて-

目 次

- | | |
|---|--|
| <p>I. はじめに―意識される中央銀行金融政策の限界とその背景</p> <p>II. 中央銀行が平均インフレ率を決定できない世界</p> <p>1. くすぶるインフレ目標引き下げ観測</p> <p>2. インフレ目標未達が意味する根本的な問いかけ</p> <p>III. 新しい金融政策の指針</p> <p>1. 名目成長率の平準化を目指す「名目成長率ルール」</p> <p>2. 「名目成長率ルール」を巡る論点</p> <p>IV. 日本における「名目成長率ルール」導入の際の論点</p> <p>1. 金利の上昇目途</p> <p>2. 金利引き上げが実現するための国内的条件</p> <p>3. 金利引き上げが実現するための国際的条件</p> <p>V. 現実的な日銀金融正常化の経路</p> <p>1. 「名目成長率ルール」に依存しない現実的金融政策正常化手法</p> <p>2. 緩和長期化の副作用論</p> <p>3. 自然利子率の水準論―日銀による自然利子率の推計</p> <p>4. インフレ目標見直し論―「2%」の物価安定目標の意義</p> <p>5. 正常化に向けた根拠活用の前提と局面</p> <p>VI. 金融政策正常化と日本銀行自身への影響</p> | <p>1. 日銀金融政策正常化の特異性</p> <p>2. 金融緩和「出口」のモデル手順</p> <p>3. 既に始まっている日銀金融政策の正常化</p> <p>4. 正常化ステップの封印に繋がる政策修正</p> <p>5. 真の「出口」局面において日銀が直面する課題</p> <p>6. 出口局面における日銀損益シミュレーションとその前提</p> <p>7. シミュレーションの結果</p> <p>8. 「出口」問題の本質</p> <p>VII. 金融政策正常化と財政の維持可能性</p> <p>1. 日本国債のファイナンス構造と金利上昇時のリスク</p> <p>2. 金利上昇のインパクト：簡単なシミュレーション</p> <p>3. 家計金融資産が増加している理由</p> <p>4. 金利上昇のインパクト：家計金融資産が増加する場合</p> <p>VIII. シナリオ別の中期経済見通し</p> <p>1. 世界経済の前提</p> <p>2. 原油価格の前提</p> <p>3. シナリオ区分の考え方</p> <p>4. メイン・シナリオ</p> <p>5. 正常化シナリオ</p> <p>6. ヘリマネ・シナリオ</p> <p>IX. 終わりに</p> |
|---|--|

野村証券金融経済研究所 経済調査部

美和 卓、桑原 真樹、水門 善之、棚橋 研悟、高島 雄貴、大越 龍文

要約と結論

1. 今回の中期見通しでは、インフレ目標未達ながらも日本銀行が金融政策正常化に踏み切るシナリオを明示的に取り入れた。ただしそれが成功するためには多くの条件が必要である。そこで最も確度が高いと判断される「メイン・シナリオ」では正常化は始まらないとし、正常化ケースは「サブシナリオ」とした。
2. 2%のインフレ目標達成が遠い中、日本銀行による事実上の目標引き下げ観測がくすぶっているが、それは「中央銀行は長期的な平均インフレ率を思い通りに決定できない」ことを認めるに等しい。その場合、金融政策は事実上名目成長率の短期的な変動平準化を目的とする「名目成長率ルール」に移行するのではないかと。金利は引き上げに向かうが、それが成功するためには、国内的には金利収入の増加（期待）により個人消費が堅調に伸びること、国際的には他国・地域でも2%目標の達成が困難との認識が広まる必要がある。
3. もちろん現時点で日本銀行は、2%の物価安定目標を維持しつつ目標到達以前に正常化を進めるための理論構築を行っているように見える。1)現実のインフレ率が2%から遠い段階では、副作用論に基づく長短金利操作(YCC)の柔軟化、2)インフレモメンタムが回復する局面では、自然利子率の上昇に依拠した長期金利誘導目標の引き上げ、そして YCC からの離脱・短期金利操作への移行が検討されよう。3)インフレ目標引き下げのハードルは高そうだ。
4. 大規模緩和からの「出口」においては、日銀自身が損失を被る可能性がある。負債である当座預金の金利は速やかに上昇する一方、保有資産にかかる金利は徐々にしか上昇しないためであり、その損失は緩和が長期化するほど、保有資産のデュレーションが長いほど大きくなる。もっとも、日銀の財務内容悪化自体が金融政策の運営を困難にする直接的な経路は見出しにくい。
5. 「出口」における問題の本質は、政府財政の持続可能性にあり、金利上昇は政府債務の増加ペースを速め、国内消化が困難となるタイミングを早める。この点について我々にとっての朗報は、家計金融資産が増加を続けていることである。多少の金利上昇であれば、財政再建に踏み出す時間がある程度は残されていると考えられる。

I. はじめに一意識される中央銀行金融政策の限界とその背景

2018年に入り、グローバルに景気循環の減速が意識されはじめている。その一方で、景気減速が今後さらに進んだ場合の政策対応余地が議論の俎上にのぼりつつある。資産購入の停止、政策金利の引き上げ、中央銀行バランスシートの縮小、という3つの観点で、既に正常化を徐々に進めている米FRB(連邦準備制度理事会)を別として、日本銀行、ECB(欧州中央銀行)など他の先進地域中央銀行における金融政策の正常化はようやく緒についたばかりか、全く糸口が見いだせていないかのいずれかに留まっている。

2008年のリーマンショックに端を発する世界的金融危機に対応し、先進地域中央銀行はこぞって非伝統的金融緩和策を打ち出した。その効果は、一定の経済成長の回復として実現しはじめている一方、政策目標として掲げられた2%を軸とするインフレ目標の実現、達成という点では、必ずしも成果を挙げたとは言いがたい。現状、主要インフレ指標が2%に到達しつつある米国も、政策正常化に着手したのは目標が未達の段階であった。ユーロ圏、日本に至っては、基調的なインフレ率が2%に及ばない段階にある。

「非伝統的」と称されるような異例の金融緩和を実施しながら、物価上昇率押し上げが必ずしも実現しない背景にはさまざまな要因がある。ここでは、インフレ率の低迷持続をもたらしている背景のうち、経済、社会構造の変化によって生じている要因については詳しくは論じない。ただ、その中には金融政策に関連する事情、要因も存在していると考えられる。

それを象徴するのは、近年、先進地域において顕著な中央銀行準備預金における超過準備の増加であると考えられる(図表1、2)。同現象が厄介なのは、超過準備の拡大そのものが金融政策の効力、物価への働きかけを弱める要因となる一方、結果として生じた物価上昇率の低迷そのものがさらに超過準備拡大の要因となり、金融政策の効力を弱める作用をもたらすという悪循環であろう。換言すれば、超過準備の拡大が金融緩和を通じた信用創造能力の低下を意味し、その分、物価への働きかけが弱まっているとともに、物価上昇率が低迷すると市中金融機関には超過準備を保有する動機がさらに高まる、というジレンマが発生しているとも言える。

もちろん、超過準備拡大を量的金融緩和など非伝統的金融緩和自体が加速させている、というのが何とも皮肉な点ではある。

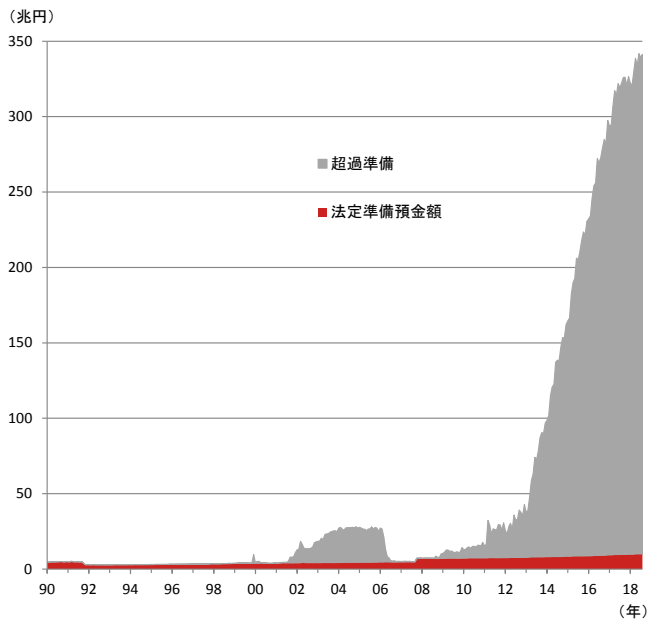
超過準備の増大は、金融政策正常化、金融引き締め局面において、逆の問題を生じる要因ともなり得る。超過準備のない世界では、金融機関は新規の信用創出を行う際、常に資金制約に直面していることになり、政策金利引き上げによる資金調達コスト引き上げは、直接的に金融機関の信用抑制に寄与することになる。ところが、超過準備の存在と増大は、こうしたメカニズムを弱め、政策的な金利引き上げによる信用抑制効果も弱まっていると考えられるからである。

以上の問題を組み合わせると、大量の超過準備の存在する世界で中央銀行は新たなジレンマに直面することになるはずだ。すわなち、物価上昇率が安定、さらには低迷を続ける中において、信用創造の抑制を迫られた際、果たして政策

金利を引き上げるなど金融政策の引き締めを行うべきなのかどうか、という問題である。こうしたジレンマへの対応も含め、2%のインフレ目標にはこだわらずに、非伝統的金融緩和からの正常化を進めるべきだとの議論は、次第に勢いを増しているようにも見える。

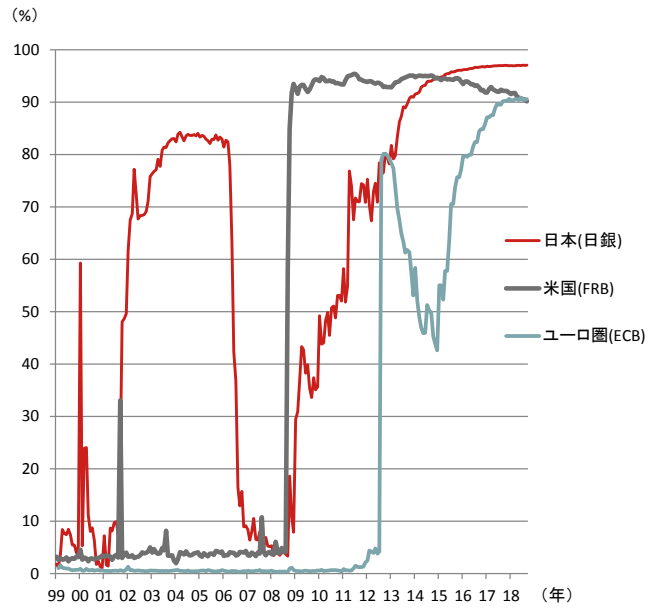
日本経済中期見通し 2019 では、2%に代表されるインフレ目標未達成を前提に、中央銀行が金融政策の正常化に着手し、それを進める論拠を探る。そして、実際にインフレ低迷が持続する下で金融政策の正常化が開始され進行した場合の問題点を、中期経済見通しの一つのシナリオとして検討することにしよう。

図表 1: 日銀当座預金に占める法定準備と超過準備



出所: 日本銀行より野村作成

図表 2: 主要先進3地域中央銀行の超過準備率



注: 超過準備率 = 超過準備 ÷ (法定準備預金額 + 超過準備)

出所: 日本銀行、FRB (米連邦準備理事会)、ECB (欧州中央銀行)より野村作成

Ⅱ. 中央銀行が平均インフレ率を決定できない世界

1. くすぶるインフレ目標引き下げ観測

日本銀行が金融政策を正常化させたいと考えているとして、その理由には事欠かないであろう。金融緩和が効果を発揮できないとしても、弊害がなければ急いで正常化する必要はない。しかし実際には、金融政策には様々なコストがかかる(V章で議論)。

大きな問題はもちろん、2%のインフレ目標に達成のめどが立っていない点にある。金利の引き上げは、インフレ目標達成の観点からは逆向きの動きである点は否めない。16年9月のイールドカーブ・コントロールの導入や、18年7月の「枠組み強化」は、事実上長期金利の上昇を容認する政策を金融緩和の強化だと位置づけるために、「長く続ける」ことが金融緩和を意味するというロジックが導入された。しかし、インフレ目標が未達のまま、「長く続ける」ために金利を引き上げていくという矛盾した対応を、果たしていつまで続けることができるだろうか。

最も素直なのは、2%のインフレ目標を引き下げる、あるいは柔軟化する措置である。確かにインフレ目標を2%ではなく、たとえば1~3%のレンジにすれば、レンジの中心値は2%なのでインフレ目標をあきらめたわけではないとの姿勢を示すことができ、かつインフレ率が1%程度でもレンジの範囲内なので金融政策を正常化できることになる。インフレ目標の達成が見通せない中、今後の金融政策の方向として確かに一つの選択肢ではあろう。市場でも、日本銀行による事実上のインフレ目標引き下げ観測は常にくすぶっている。

2. インフレ目標未達が意味する根本的な問いかけ

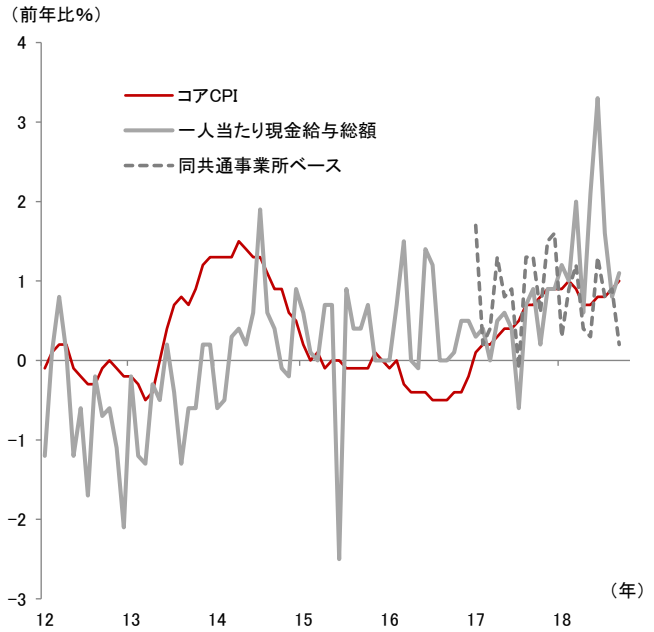
しかし、日本銀行が2%のインフレ目標を事実上引き下げる措置は、中央銀行の役割について根本的な問いかけとなっているように思えてならない。金融政策の大前提は、インフレ率は短期的には様々な要因で変動するとしても、長期的な平均インフレ率は中央銀行が自由に決定することができる、という考え方であろう。ミルトン・フリードマンの「インフレはいついかなる場合も貨幣的現象である」との格言がよく知られている。一度設定したインフレ目標を放棄することは、この大前提に疑問を呈することを意味しないだろうか。2%が難しい場合に、1%なら達成できると考える根拠はあるだろうか。

実際のところ、日本の実情を見ていると、中央銀行がインフレ率を決定できるとの前提には疑問を持たざるを得ない。13年4月の量的・質的金融緩和導入から5年半以上が経過しているが、直近のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数)は原油価格上昇の助けを借りてなお1%程度であるし、一人当たり賃金上昇率は均してみれば0%台半ば程度である(図表3)。

面白いのは、世界的に見ても、インフレ率は上がりにくくなっているように見える点である。主要国・地域のCPIインフレ率をGDPで加重平均すると、原油価格上昇の影響を受け最近ではやや上向き動きが見られるものの、それでも過去と比べればまだ低い水準にとどまっている(図表4)。野村では、[「日本経済中期見通し 2018 - 『なくなる仕事』が意味する世界」](#)(「財界観測」)

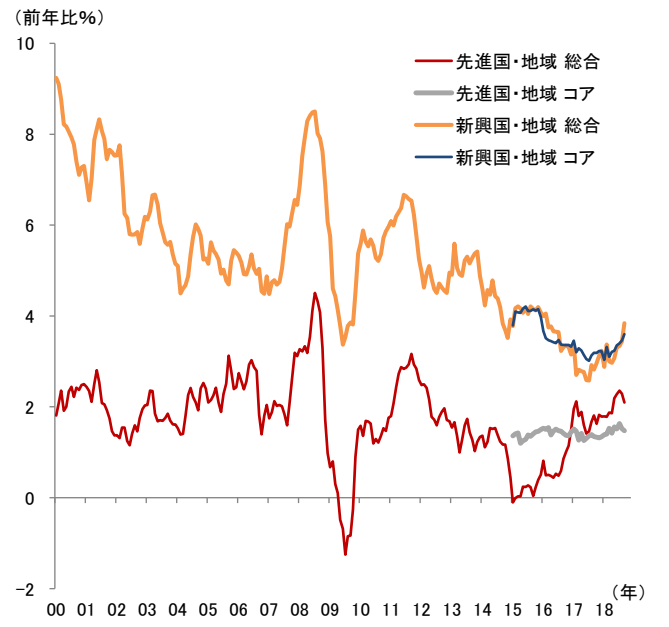
2018年新春号)においてAI(人工知能)やビッグデータがマクロ経済にもたらす影響を考察し、インプリケーションの一つとして物価が上がりにくい点を指摘したが、あたかもそうしたグローバルなインフレ押し下げ要因が働いているかのようである。

図表 3: 日本のインフレ率と賃金上昇率



出所: 総務省、厚生労働省より野村作成

図表 4: 先進国・地域、新興国・地域の CPI インフレ率



注: 先進国・地域は、米国、ユーロ圏、英国、日本、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド。新興国・地域は、中国、インド、ブラジル、ロシア、韓国、台湾、香港、シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、メキシコ、トルコ、南アフリカ。CPI インフレ率を、購買力平価ベース名目 GDP で加重平均した。コアの定義は国・地域によって異なるが、食料・エネルギーを除くものが多い。ニュージーランド、ブラジルは刈込平均、香港は総合を用いた。
出所: ブルームバーグより野村作成

インフレ目標を事実上引き下げるという選択肢を掘り下げて考えると、結局のところ、長期的な平均インフレ率は中央銀行が決めるという大前提に対する疑問に行き着く。インフレがいついかなる場合も貨幣的現象であるのはその通りかもしれないが、貨幣があればいついかなる場合もインフレになるわけではないのかもしれない。

そこで以下では、日本銀行が金融政策の正常化を志向する場合に、インフレ目標を単に引き下げるのではなく、「中央銀行が長期的な平均インフレ率を思い通りに決定できない」可能性まで掘り下げると想定してみよう。

Ⅲ. 新しい金融政策の指針

1. 名目成長率の平準化を目指す「名目成長率ルール」

「中央銀行が長期的な平均インフレ率を思い通りに決定できない」場合、金融政策は何を目的に運営されるだろうか。仮に平均インフレ率が思い通りにならなかったとしても、依然として中央銀行は債券売買を通じて市場金利をコントロールすることができるだろう。金利が大きく上がれば企業の投資需要が減少し、需給ギャップが拡大して一時的ではあっても物価に下落圧力をもたらすと考えられる。金利が大きく下がれば、需要が拡大し、需給ギャップが縮小して一時的に物価に上昇圧力をもたらすことになる。

金利の上げ下げを通じて実質成長率やインフレ率に一時的な影響を与えることができるのだとすれば、長期的な平均インフレ率を決定できないとしても、短期的な景気やインフレ率の平準化は依然として可能であろう。国民の厚生を考えても、一般的には景気やインフレ率の振幅は小さい方が望ましいとされている。

もともと実質成長率については、金融政策は長期的な平均値、つまり潜在成長率を左右することはできないが、短期的な平準化を行うことは可能とされていた。中央銀行が長期的な平均インフレ率を決定できない世界では、インフレ率も同様の扱いになると考えることができる。

結局、金融政策は、実質成長率についてもインフレ率についても、長期的な平均値ではなく、短期的な振幅の平準化を主眼に置いたものになると考えることができるのではないか。実質成長率とインフレ率のどちらの平準化をより重視するかは論点の一つとなるが、最もシンプルなのは、両者を合わせた名目成長率の平準化を目指す政策であろう。中央銀行が長期的な平均インフレ率を決定できない世界においては、何らかの形で名目成長率と連動する金融政策が、自然な選択肢の一つとなると考えられる。

中央銀行が金融政策を実行する際に、何を直接コントロールし、何をターゲットとするかについては多くのバリエーションが提示されてきた。現在主流なのは、短期金利をコントロールし、それをインフレ率と連動させる、いわゆるテイラー・ルールである。一方で、名目成長率をターゲットとする枠組みにも議論の積み重ねがある。著名なのは、マッカラム教授が提唱したマッカラム・ルールであろう。ターゲットが名目成長率なのは、それを実質成長率とインフレ率へと正確に分解できるとは限らないこと、実質成長率とインフレ率との関係(フィリップスカーブ)を正確に推計できるとは限らないことなどの理由に基づく。

一般的にマッカラム・ルールは、直接の操作変数としてベースマネーを想定している。いわゆるマネタリストが主張していたマネーサプライよりも、より直接的に操作できることが大きな理由と見られる。ただし、中央銀行による操作性が重要なのであれば、短期金利でもよいことになる。

本稿の議論においてはさしあたり、名目短期金利をコントロールして名目成長率の平準化を行う枠組みを想定し、それを簡単のためにここでは「名目成長率ルール」と呼びたい。

2. 「名目成長率ルール」を巡る論点

中央銀行は平均インフレ率を自由に決定できないとの仮定の下で、名目短期金利を名目成長率に連動させる「名目成長率ルール」が事実上導入されるとして、その一般的な論点を考えてみよう。

デフレのリスクは高まらないか？

「名目成長率ルール」においては、インフレ率を直接的なターゲットとしない分、インフレ・ターゲットと比較してデフレに陥るリスクが高まるように思われるかもしれない。この点についてまず確認しておきたいのは、金融政策の最終的な目的はインフレではなく、国民の厚生であるという点である。日本銀行法第二条にも、「日本銀行は・・・物価の安定を図ることを通じて」とはあるものの、結局は「国民経済の健全な発展に資する」ことが謳われている。極端に言えば、いくら物価が下がっても、数量景気の面で国民生活が豊かであれば、(日銀法との齟齬以外には)何ら問題はないことになる。

「名目成長率ルール」は、この考え方を表現したものとも言える。インフレ率がマイナスだが実質成長率が大きくプラスで、結果として名目成長率がある程度のプラスである場合には、「名目成長率ルール」に基づく金融政策は必ずしも金融緩和に動かない。すなわち、「名目成長率ルール」は潜在的にはデフレを許容するフレームワークであり、その限りにおいてデフレになりやすいとは言えるかもしれない。

ただし実際には、物価の下落は負債の実質的な増加や通貨高を通じて景気を悪化させる、あるいはそもそも物価下落が景気悪化の結果である可能性が高く、その場合には名目成長率も低下していると考えられる。結局のところ、「名目成長率ルール」においても、デフレ的な状況に対してはそれに対抗するための金融緩和が行われることになるだろう。その後名目成長率がある程度高まれば金融緩和は解除されるが、その時にはインフレ率も景気悪化を招かない程度までには持ち直していると考えるのが自然であろう。

円高のリスクは高まらないか？

購買力平価仮説によれば、インフレ率が低い国の通貨は上昇しやすい。同仮説は、長期的に見れば実証的にも実際の為替レートを良く説明できるとされている。インフレ率を直接ターゲットとしない「名目成長率ルール」を採用した場合、円高のリスクは高まらないだろうか。

この点についての回答は、デフレのリスクに対する回答とほぼ同じである。金融政策は、為替レートのためではなく究極的には国民の厚生のためにある。いくら円高になっても、数量面で景気が良ければ問題ない。もちろん、実際に円高が進めばインフレ率、実質成長率ともに低下すると考えられるため、「名目成長率ルール」の下でも結果的には、通貨高に対抗するための金融政策が行われることになると考えられる。

名目成長率について適切な参照値を設定できるか

インフレ・ターゲットにおいては、目標とすべきインフレ率が決まっており、実際のインフレ率がそれを下回れば金融緩和、上回れば金融引き締めを行えばよい。一方、「名目成長率ルール」は、実質成長率やインフレ率について、長

期的な平均値を一定の値にすることを目的とするものではない。しかしそれでも、たとえば政策金利を引き上げる際には、どの程度の成長率が適切であり、それと比較すると現在の成長率は行き過ぎである、といった判断が行われると考えられる。

その場合、現在の成長率と比較する参照値を適切に設定できるかという問題が生じるが、残念ながら、原理的にはできない、が答えであろう。実際には、これまでの経験、これからの見通しなどを前提に、人為的に判断していくしかないと思われる。

ただしこの点については、これまでの金融政策に比べて劣っているというわけではないと考えられる。もともと潜在成長率の推計は困難なものであり、何%の成長率が景気過熱を示唆する、といった線引きは難しい。インフレについても、本来的に達成困難な目標を追求するあまり金融システムの不安定化を招いてしまうのと比べれば弊害は少ない、との議論は可能である。別の言い方をすれば、インフレ・ターゲットから「名目成長率ルール」への切り替えは、間接的にマクロ・プルーデンスをより重視する姿勢を強めることも意味する。

IV. 日本における「名目成長率ルール」導入の際の論点

以上は、一般論としての「名目成長率ルール」についての問いであった。以下では、「名目成長率ルール」を現在の日本で導入する場合に、何が論点となり得るかを考えてみよう。

1. 金利の上昇目途

日本において、どこまで明示されるかは別として「名目成長率ルール」が導入される場合、もはや一定のインフレ率達成を目指して緩和を続ける必要はなくなる。そこで考えなければならないのは、新ルールの下での短期金利がどの程度になるかである。とりあえずの出発点として、一般的に知られている、名目成長率＝名目金利という関係を考えてみよう。実際、日本について1980年代以降の名目成長率と短期金利の平均値同士を比較すると、概ね等しくなっていることが分かる。10年毎に区切ってみても、同様の傾向が観察できる(図表5、6)。

ただし、2010年以降に限ってみれば、短期金利は当然ほぼゼロである一方、平均名目成長率は1%に近くなっており、金利引き上げの余地がありそうだ。もちろん、ここで名目成長率が明確にプラスになっているのは、低い短期金利を含む大規模金融緩和の結果という面もあるだろう。ここではさしあたり、「名目成長率ルール」の下での適正政策金利のイメージは概ね1%程度とおこう。

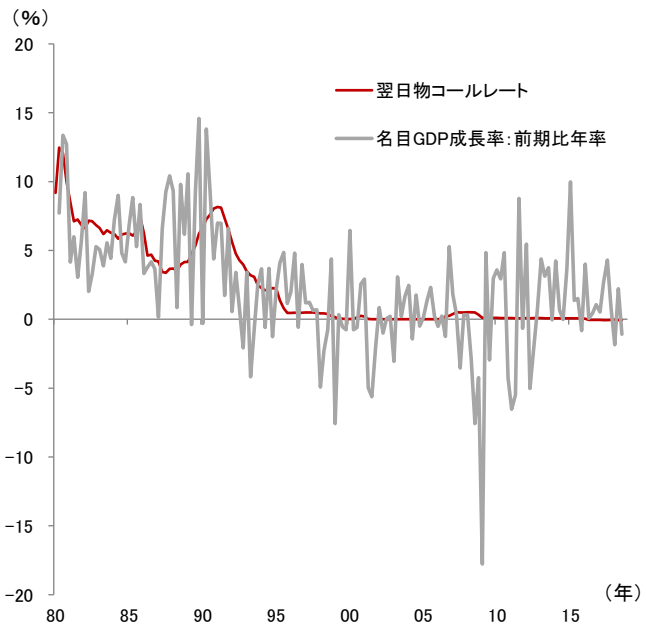
適正政策金利を仮に1%とした場合、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を行っている日本銀行は、それを目指して金融政策の正常化に動くことになる。常識的に考えれば、まずは長期金利の変動幅をさらに拡大し、その後長期金利誘導目標の中心値を引き上げ、イールドカーブ・コントロールそのものを撤廃し、最後に短期金利の引き上げに動くと考えられる。

短期金利が1%まで上がる世界では、長期金利はそれよりも高い水準になっていると考えるのが自然だろう。また、これまで日本銀行が大幅な国債購入によって長期金利の低下を促してきたことを考えると、日本銀行の国債保有額の想定によっても長期金利がどこまで上昇するかは変わってくると考えられる。

ここでは、後のシナリオ分析にも活用することを念頭に、日本の10年国債利回りを、コールレート、長期国債の日銀保有割合、鉱工業生産成長率、コアCPIインフレ率、米国10年国債利回りで回帰したものを示した(図表7、8)。当推計によれば、量的・質的金融緩和開始以降の日本銀行による国債買入で、長期金利は100bp程度押し下げられているとの結果となった。

当推計式に基づき、たとえばコールレートを1%、日銀の長期国債保有割合を現在の半分程度の22%、鉱工業生産成長率1%、コアCPI前年比1%、米国長期金利3%と仮定すると、日本の10年国債利回りは約1.3%と計算される。

図表 5: 名目成長率と翌日物コールレート



注: 翌日物コールレートは、1985年4-6月期までは有担保、同7-9月期以降は無担保。

出所: 日本銀行、内閣府より野村作成

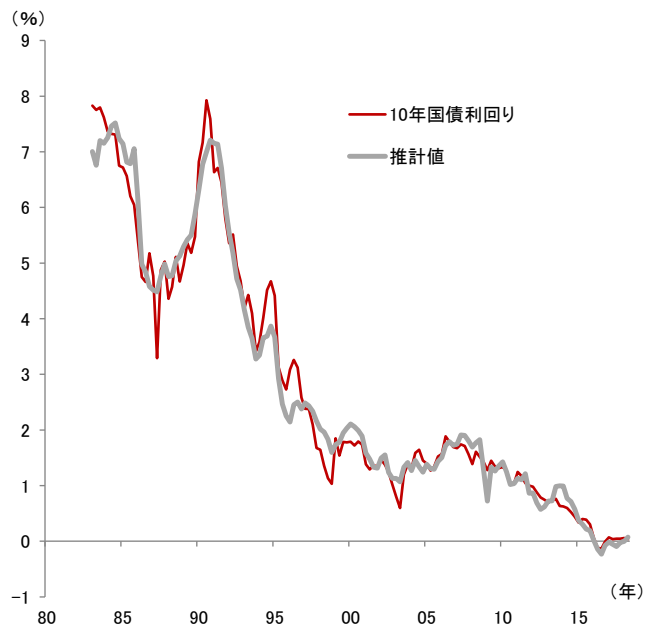
図表 6: 短期金利と名目成長率の関係

	翌日物コールレート	名目成長率
全期間	2.1	2.3
1980年代	5.6	6.1
1990年代	2.7	2.9
2000年代	0.1	-0.3
2010年代	0.0	0.9

注: タイムラグを考慮し、翌日物コールレートは81年Q2~18年Q2、成長率は80年Q2~17年Q2のデータを使用。名目成長率については、1980年代は81年Q2~88年Q4、1990年代は89年Q1~98年Q4、2000年代は99年Q1~08年Q4、2010年代は09年Q1~17年Q2の平均値を使用。翌日物コールレートは、1985年Q3以降は無担保、それより前は有担保。

出所: 短資協会、内閣府より野村作成

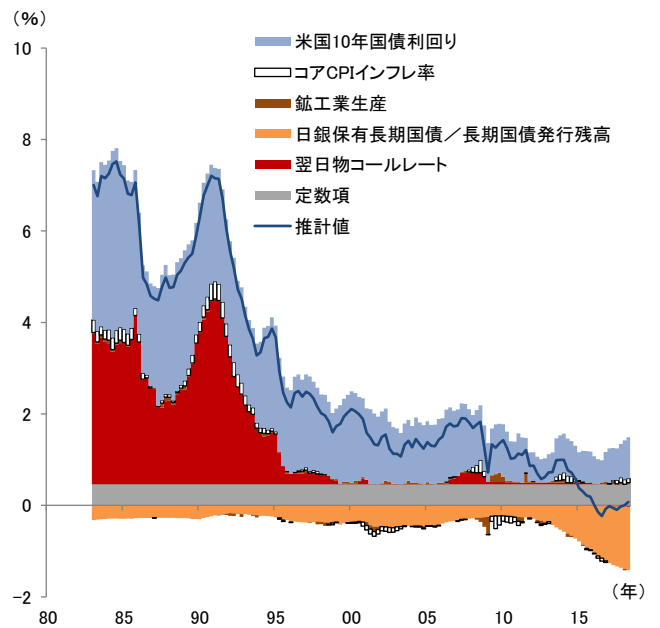
図表 7: 10年国債利回りの長期的推計



注: 推計式は、10年国債利回り=0.46+0.50×翌日物コールレート(%) -0.03×日銀保有長期国債/長期国債発行残高(%) +0.01×鉱工業生産前期比年率(%) +0.12×コアCPI前年比(%) +0.31×米国10年国債利回り(%)。推計期間は1983年4-6月期~2018年4-6月期。決定係数=0.97。

出所: 日本相互証券、短資協会、日本銀行、経済産業省、総務省、FRB(米連邦準備制度理事会)より野村作成

図表 8: 10年国債利回り推計値の分解



出所: 日本相互証券、短資協会、日本銀行、経済産業省、総務省、FRB(米連邦準備制度理事会)より野村作成

2. 金利引き上げが実現するための国内的条件

鍵を握る個人消費

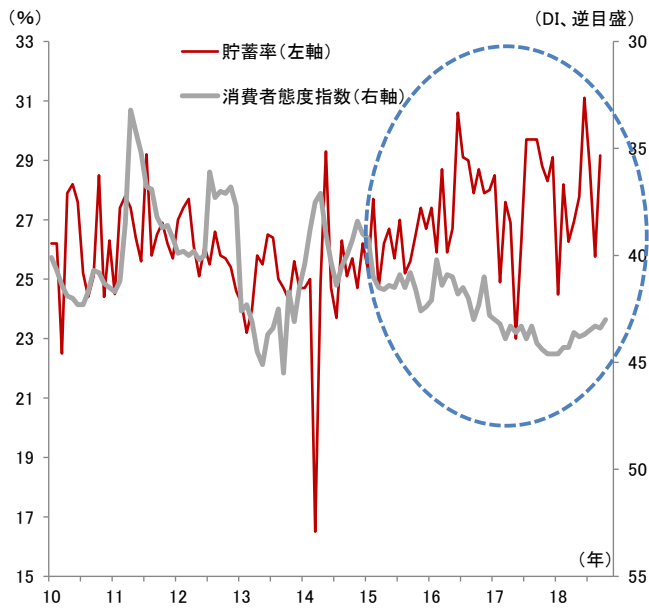
短期金利、長期金利が1%に向かって上昇していく場合に危惧されるのは、一つには成長率の大幅低下である。おそらくは緩慢なペースでの金利引き上げになろうが、短期金利を1%まで引き上げ、その過程で成長率が大きく減速してしまう場合には、1%の短期金利は日本経済の現状に即して高すぎたという評価になろう。2010年以降の平均名目成長率が1%近くに達していたのも、大規模金融緩和のおかげだったのかもしれない。この場合、「名目成長率ルール」に移行したとしても、結果的に金利引き上げはできないということになるかもしれない。

一般論としては、金利引き上げ時に成長率の足かせとなるのは、設備投資であろう(円高進行による輸出減速については後述)。だとすれば、金利引き上げが実現するか否かについての鍵を握るのは、家計消費ではないだろうか。理論上、金利が低下した場合に家計消費が増えるか減るかは、金利が低いので今使ってしまうという動機(代替効果)と、金利が低いのでより貯蓄する必要があるという動機(所得効果)のどちらが大きいかで決まる。

高齢化の影響により、日本の家計部門の貯蓄率は低下傾向にある。多くが無職である高齢者世帯の影響を除くため、勤労者世帯の貯蓄率の動きを見ると、2015年以降は消費者センチメントの改善にも関わらず家計消費は伸び悩んでおり、結果的に貯蓄率は高止まる傾向にある(図表9)。この時期が大規模金融緩和で長期金利が大幅に低下した時期にあたることを考えると、金利低下を見た日本の家計が将来に備えてより貯蓄を増やしている可能性は否定できない。実際、勤労者世帯の貯蓄率を推計しても、長期金利が低下すると貯蓄率は上昇するとの結果が得られる(図表10)。

だとすれば、金融政策正常化に伴う金利引き上げは、家計の将来所得に対する見方を改善させ、むしろ個人消費の拡大につながる可能性もあることになる。金利引き上げによる家計消費活性化が見込めるのであれば、政策金利引き上げの道も開けよう。別の言い方をすれば、「名目成長率ルール」が採用され、短期金利の引き上げが成功する世界では、家計消費が堅調に推移している可能性が高いのではないだろうか。

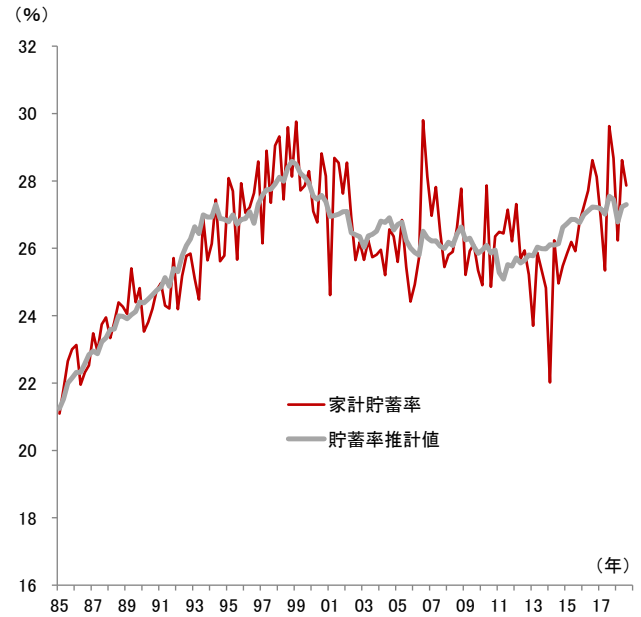
図表 9: 家計貯蓄率と消費者センチメント



注: 貯蓄率は、世帯人員二人以上の勤労者世帯（農林漁家含む）ベース。

出所: 総務省、内閣府より野村作成

図表 10: 家計貯蓄率の推計



注: 家計貯蓄率は、世帯人員二人以上の勤労者世帯ベース。推計式は、 $\text{家計貯蓄率}(\%) = -67.17 - 0.67 \times \text{実質金利}(10\text{年国債利回り} - \text{食料} \cdot \text{エネルギー除くCPIインフレ率、過去2年平均}) - 0.004 \times \text{日経平均株価}(\text{対数値} \times 100) + 0.16 \times \text{可処分所得}(\text{対数値} \times 100)$ 。推計期間は1985年1-3月期～2018年4-6月期。決定係数=0.68。

出所: 総務省、日本相互証券、日本経済新聞より野村作成

産業別の影響

産業連関表を用いて、家計消費の全体及びその内訳が一律1%増加した場合に、各産業の生産量がどうなるかを試算すると、農林水産業、飲食料品、繊維製品といった消費財に関連の深い業種や、対個人サービス、電力・ガス・熱供給・水道、不動産などの非製造業が恩恵を受けやすいことが分かる(図表11)。一方、設備投資と関連が深いのは、はん用・生産用・業務用機械や建設などだ。ここで、総額として設備投資の減少を個人消費の増加がちょうど相殺するように、個人消費1%増+設備投資4%減少と仮定すると、機械や建設の生産はマイナスとなる一方、やはり先ほどと同様の消費財関連や非製造業が恩恵を受けやすいという結果になった。

企業収益への影響を考える際には、金利上昇の影響も考慮する必要があるだろう。2017年度のデータを用いて、有利子負債及び金利が付く金融資産についての金利が1%上昇した場合にどの程度経常利益が減少するかを試算すると、電力・ガス・熱供給・水道や不動産などにおいては、影響が比較的大きくなる。個人消費増加の影響を受けやすく、金利上昇の悪影響が比較的小さいのは飲食料品製造業などであろう。

図表 11: 金利上昇の影響試算

	最終需要の変化に対する売上変化率(%)			金利1%上昇時の 経常利益の増減 率(%)
	個人消費 1%増加	設備投資 1%減少	個人消費1%増加 &設備投資4%減少	
全産業	0.5	-0.2	-0.1	-3.7
製造業	0.4	-0.2	-0.5	-1.7
非製造業	0.5	-0.1	0.0	-4.8
農林水産業	1.0	0.0	0.9	-3.8
鉱業	0.5	-0.1	0.1	-2.0
飲食料品	1.0	0.0	1.0	-3.2
繊維製品	1.3	-0.1	0.9	-7.0
パルプ・紙・木製品	0.4	-0.2	-0.5	-8.3
化学製品	0.4	-0.1	0.1	-1.1
石油・石炭製品	0.6	-0.1	0.3	-4.0
窯業・土石製品	0.2	-0.3	-1.1	-4.3
鉄鋼	0.1	-0.3	-1.0	-6.9
非鉄金属	0.2	-0.3	-0.8	-5.3
金属製品	0.2	-0.4	-1.2	-3.1
はん用機械	0.1	-0.5	-2.0	-0.9
生産用機械	0.0	-0.5	-2.0	-1.2
業務用機械	0.1	-0.6	-2.5	-1.5
電気機械	0.3	-0.4	-1.2	-1.0
情報・通信機器	0.3	-0.3	-1.0	-1.1
輸送機械	0.2	-0.2	-0.6	0.4
その他の製造工業製品	0.5	-0.2	-0.2	-2.3
建設	0.1	-0.5	-1.9	0.3
電力・ガス・熱供給・水道	0.7	-0.1	0.3	-17.1
商業	0.6	-0.1	0.1	-3.4
不動産	0.9	0.0	0.9	-10.9
運輸・郵便	0.6	-0.1	0.2	-8.2
情報通信	0.6	-0.2	-0.4	-0.2
教育・研究	0.3	-0.1	0.0	-7.5
医療・福祉	0.2	0.0	0.2	-10.8
その他の非営利団体サービス	0.9	0.0	0.8	0.0
対事業所サービス	0.5	-0.2	-0.2	-3.9
対個人サービス	0.8	0.0	0.8	-5.3

注: 「個人消費1%増加」「設備投資1%増加」は、個人消費、設備投資についてその内訳項目が全て1%増加した場合の各産業の生産変化率。「個人消費1%増加&設備投資4%減少」は、個人消費が1%増加し、総額としてちょうどそれを打ち消すだけ設備投資が減少した場合の、各産業の生産変化率。「金利1%上昇時の経常利益の増減率」は、 $(\text{金利がつく金融資産} - \text{有利子負債}) \times 0.01 \div \text{経常利益}$ として計算(2017年度の値を用いて計算。金利が付く金融資産=現金・預金+公社債(流動資産+固定資産)、有利子負債=受取手形割引残高+社債+長短期借入金)。

出所: 総務省、財務省より野村作成

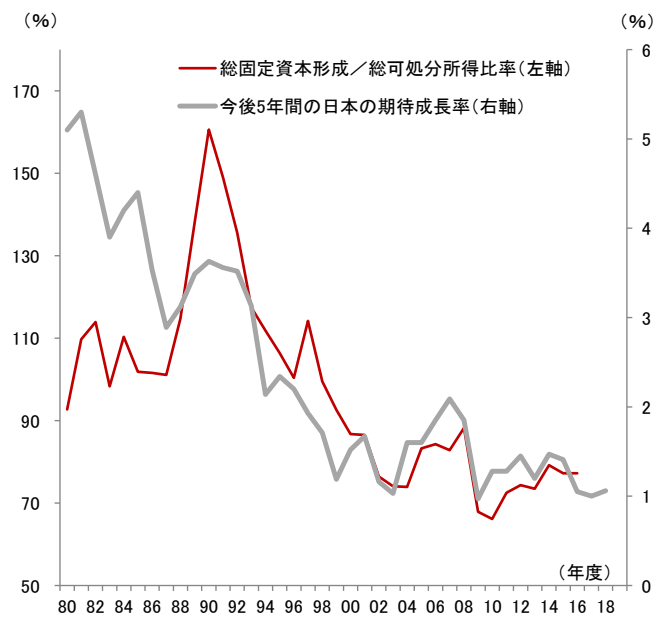
設備投資が底堅く推移する可能性

既に述べたように、一般的には、金利上昇時に成長率の足かせとなりやすいのは設備投資である。ただし以前より、日本の設備投資は内部キャッシュフローに依存する傾向が強くなり、その時の貸出金利に影響を受けにくい点が指摘されてきた。特に近年は、企業部門は全体として資金余剰主体となっており、その傾向は強くなっている可能性がある。実際、金利を説明変数の一つとした設備投資関数の推計を試みても、金利に係る係数について理屈通りの符号を得ることはそれほど簡単ではない。

国民経済計算ベースで見ると、民間非金法人企業の総固定資本形成はキャッシュフロー(ここでは国民経済計算の「総可処分所得」)に対して、かつては100%を上回る水準で推移していたが、1990年代末からは100%を下回っている。キャッシュフローを生み出しているにもかかわらずそれが設備投資につながりにくくなっているのは、企業が日本経済に対して抱く期待成長率が低下しているためと考えるのが素直であろう(図表 12)。1980 年度以降を平均すると、期待成長率の1%低下は設備投資/キャッシュフロー比率を12%ポイント低下させる傾向が読み取れる。

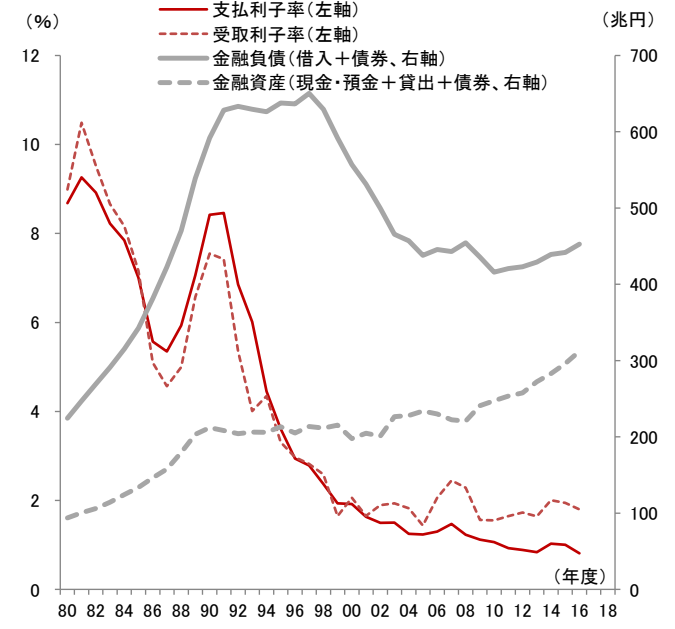
逆に、金利の上昇が家計の将来所得に対する期待を高めることで個人消費の伸びが活発化する場合には、企業の期待成長率も上昇し、設備投資はあまり減速しないかもしれない。

図表 12: 非金融法人企業の設備投資/キャッシュフロー比率と期待成長率



出所: 内閣府より野村作成

図表 13: 民間非金融法人企業の支払・受取利率



注: 支払利率=支払利子÷(借入+発行債務証券)、受取利率=受取利子÷(現金・預金+貸出+保有債務証券)

出所: 内閣府より野村作成

もちろん、企業の設備投資が外部から資金を取り入れる場合の金利に直接的に影響を受けにくく、内部キャッシュフローに依存するとしても、金利水準はキャッシュフローに影響することを通じて設備投資に影響を与え得る。国民経済計算ベースでは、民間非金融法人企業の有利子負債(=借入+発行債務証券)は16年末に約453兆円、利子がつく金融資産(=現金・預金+貸出+保有債務証券)は312兆円となっている(図表 13)。仮にこれらにかかる利率が1%ポイント上昇した場合、支払利子は約4.5兆円、受取利子は約3.1兆円増加し、差し引きでキャッシュフローが約1.4兆円減少する。企業部門のキャッシュフローは16年度に約102兆円であるから、それが約1.4%減少する計算だ。設備投資

／キャッシュフロー比率を一定とすれば、設備投資も1.4%減少することになる。

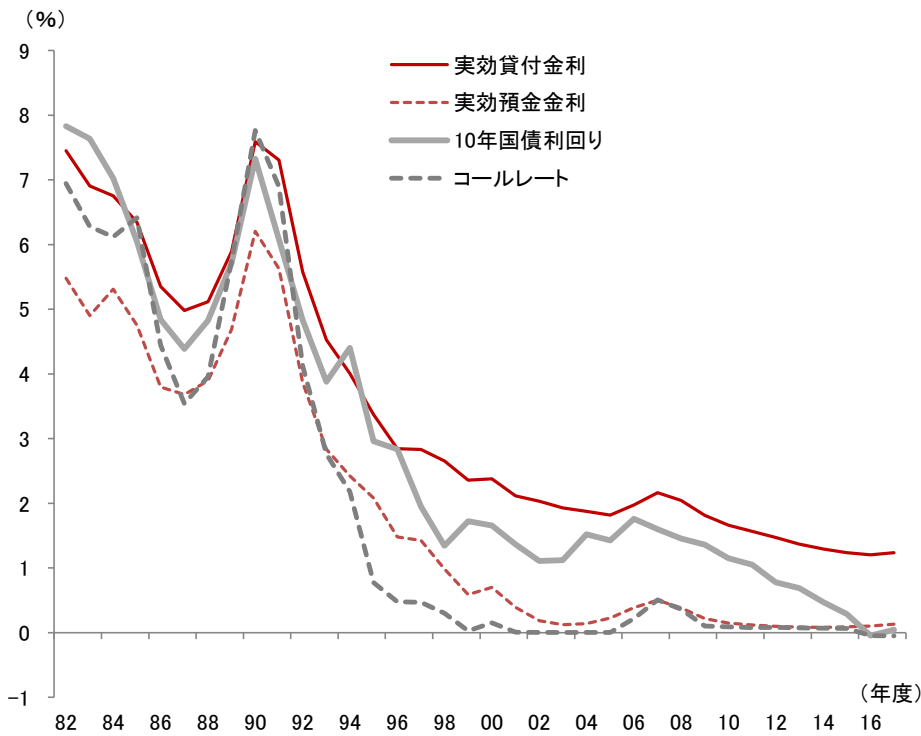
ここで、キャッシュフローが1.4%減少しても、設備投資／キャッシュフロー比率そのものが1.4%上昇すれば、差し引きで設備投資は減少しないことになる。過去の傾向に基づけば、同比率が1.4%上昇するためには、日本経済に対する期待成長率が0.1%ポイント上昇する必要がある。0.1%ポイントとはいえ期待成長率引き上げは簡単ではないものの、金利上昇時に設備投資がある低底堅く推移する可能性には注意を払っておいてよいだろう。

金融機関に対する影響

金利引き上げが実現した場合に、金融機関にとっての経営環境は大きく変わると考えられる。全国銀行協会のデータを用い、全国の銀行について実効金利を計算すると、2010年代に入って以降預金金利はほぼゼロ%で横ばいとなっている一方、貸付金利はある程度の水準を保ちながらじりじりと低下してきており、利ザヤが縮小しつつあることが分かる(図表14)。預金金利をゼロ%以下に引き下げるのが難しい以上、低金利状態が長引くほど貸出利鞘が縮小していくことは免れない。

逆に、今後金利が上昇する場合には、銀行にも金利を引き上げる余地が生まれることになる。どの程度の利ザヤが確保できるかは、貸出金利と預金金利をどの程度引き上げるかに依存することになるし、金利上昇とともに発生するであろう保有国債の価格下落による損失も考量しなければならないが、少なくとも現在よりも経営の自由度が増すことになろう。

図表 14: 銀行の貸付金利、預金金利



注: 「実効貸付金利」は貸出利息÷貸出金、「実効預金金利」は預金利息÷預金として計算。

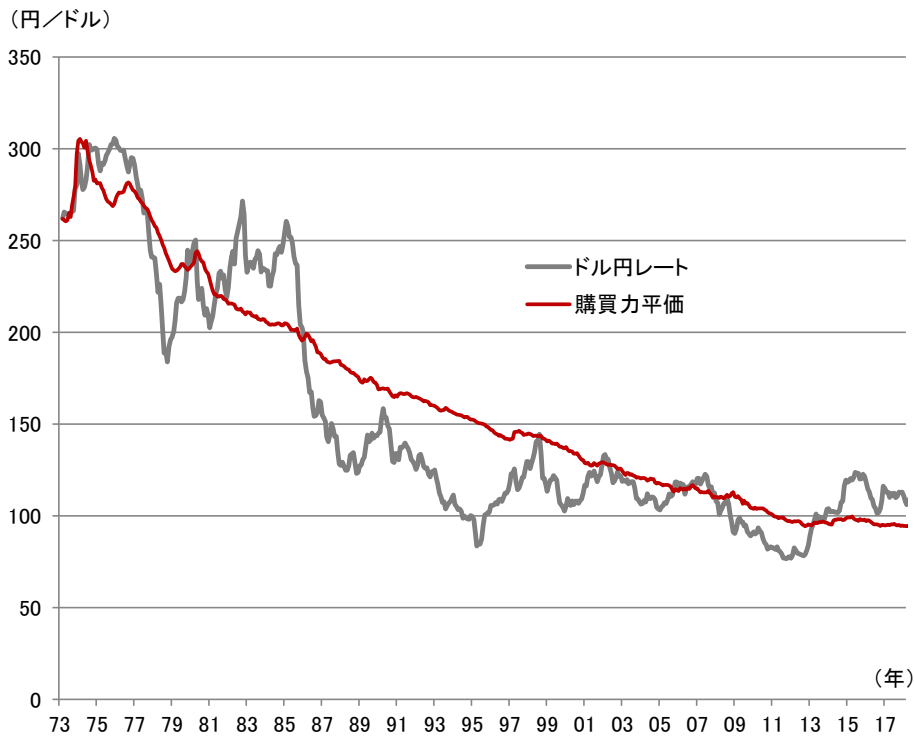
出所: 全国銀行協会、日本相互証券、短資協会より野村作成

3. 金利引き上げが実現するための国際的条件

日本が事実上「名目成長率ルール」に移行し、金利引き上げを始めた場合に懸念されるもう一つの展開は、円高が進んで景気が大きく鈍化してしまうシナリオであろう。もちろん、実際にそのような展開となるか否かは、海外経済の状況に依存する。

もし、海外においてインフレ率が順調に上昇しており、一般的に2%に設定されている目標の達成に困難が感じられていない場合、日本単独でインフレ・ターゲットを放棄すると、円高が大幅に進みかねない。為替レートが長期的には2国間のインフレ格差に沿って動くことを主張する購買力平価説は、少なくともドル円レートについては経験的に当てはまりが良い(図表 15)。日本銀行の執行部も、2%のインフレ目標を引き下げることによる円高を強く警戒していると見られる。

図表 15: ドル円レートの企業物価ベース購買力平価



出所: 日本銀行、米労働省より野村作成

このような場合には、最初から「名目成長率ルール」の採用は困難であろう。日本において物価が上がらないのは、「アマゾン・エフェクト」など世界共通の要因によるものではなく、むしろ労働市場の流動性が低いなどの日本固有の理由によるものとみなされている可能性が高い。その結果、労働市場改革などの構造改革への要求が強まるか、さもなければヘリコプター・マネーや FTPL(物価水準の財政理論)に基づく財政拡張などのショック療法の採用が現実味を帯びると見られる。

日本経済中期見通しにおいて、ヘリコプター・マネー政策的な政策ミックスへの転換を昨年に続きリスク・シナリオに置いているのは、こうした認識に基づくものである。

以上の文脈に基づくと、日本が「名目成長率ルール」の採用に踏み切れるのは、海外においても 2%インフレ目標の安定的達成は困難との認識が広まる場合だと考えられる。この場合には、海外の中央銀行でもマクロプルーデンスとのバランスをとることを念頭に「名目成長率ルール」と同様のフレームワークが選択肢として検討されているかもしれない。皆が同じ方向を向いていれば、為替レートがどちらかに大きく傾く可能性は小さくなる。

V. 現実的な日銀金融正常化の経路

1. 「名目成長率ルール」に依存しない現実的金融政策正常化手法

日銀が金融政策を正常化する正攻法は、2%のインフレ目標達成を射程に入れ、それを根拠として政策金利(現状の長短金利操作の下では、まず長期金利誘導目標、次いで短期金利目標となる可能性が高い)の引き上げに動くことである。しかし、現実には2%目標の達成が長期にわたり困難であり続ける中、金融政策の新たな指針としてインフレ目標から「名目成長率ルール」への移行が行われる可能性とその際の諸問題について、これまで論じてきた。

一方、日銀は、2%目標未達でも正常化を段階的に進めことを視野に入れ、それをより現実的に正当化できる理論構築を行い始めているようにもみえる。

現状、2%目標未達の状態でも正常化を正当化できる根拠としては、1)緩和長期化の副作用論、2)自然利子率の水準論と対応する実質金利ギャップ、3)インフレ目標そのものの見直し論、があると考えられる。以下、それぞれにつき日銀内外でどのような議論がこれまでになされてきたか、それぞれの論点が、いかなる形といかなるタイミングで日銀金融政策の正常化を正当化する可能性を有するのかについて、整理していこう。

2. 緩和長期化の副作用論

2%の物価安定目標を掲げ推進されてきた現行の金融政策のフレームワークであるが、目標未達が長引く中で、その物価を押し上げる影響よりも、むしろネガティブな影響が累積的に強まっているのではないかという指摘は少なくない。

これまでのそうした指摘を大別すると、a)金融機関の収益に対する悪影響、b)資産バブル、c)財政規律の弛緩、d)非効率な資源分配、e)市場流動性の低下になると見られる。

a)金融機関の収益に対する悪影響に関しては、特に16年1月のマイナス金利導入決定後、YCC(イールドカーブ・コントロール)導入後に若干緩和されたとはいえ長期金利も0%近傍での推移が続いており、金融機関の収益機会が減少している点が問題視されている。日銀の金融システムレポート(2018年10月)においても、金融政策との直接的関連には触れていないものの、「低金利環境の長期化に伴って、金融機関の基礎的収益力の低下が続いている」との警告がなされ、また、その下で「自己資本の増加ペースが、リスクアセットの拡大ペースに必ずしも見合わなくなって」きている実態や、「金融機関の損失吸収力には相応のばらつき」が生じはじめている実態が指摘されている。

この問題に対応した政策変更の方向性については、東京大学の渡辺努教授が、金融機関の収益悪化といった副作用が目立っていることから、どこかで物価目標を2%から0%に引き下げ、金利引き上げなどの正常化に向かうべきだ、と18年6月19日のブルームバーグのインタビューで述べている。

b)資産バブルに関しては、大規模金融緩和により供給された過剰流動性が不動産や株値などの資産に向かい、価格を裏付けの乏しい形で押し上げている可能性が考えられる。具体的な時期を特定することは難しいものの、現行の金融緩

和が長期化する中では 90 年前後の日本で見られたバブル崩壊のように、将来のいずれかの時点で金融市場に大きなショックを与える可能性は否定できない。

18 年 10 月の「金融システムレポート」では、ミドルリスク企業向けや不動産業向けの貸出増加に象徴される金融循環の拡張局面長期化が、長期的にみると、「わが国経済の成長力が高まらない場合には、むしろバランスシート調整圧力として働くことで、経済に負のショックが発生した際の下押し圧力を強める方向に作用する可能性がある」との警告を発している。同レポートで、金融仲介活動の過熱度を測る「ヒート」マップを用い、「GDP at Risk」という手法が導入されたのも、バブルのような不均衡の蓄積に対する警戒感の表れだろう。

c) 財政規律の弛緩については、政府の国債利払い費が金融緩和によって抑えられているため、政府にとっては財政再建を進めるインセンティブが低下している点が指摘されている。立正大学の吉川洋教授は 17 年 6 月 14 日のブルームバーグのインタビューでゼロ金利下では歳出を膨らまそうということになると指摘し、2%の物価目標は中期目標へと位置づけを変更し、出口戦略の検討を始めるべきと述べている。

d) 非効率な資源配分については、低金利下では本来ならば退出すべき生産性が低い企業が存続したり、必要性の低い融資が行われたりする、といった可能性が考えられる。18 年 3 月 19 日のブルームバーグは、元日本銀行総裁である福井俊彦キャノングローバル戦略研究所理事長が金融緩和の副作用として「いわゆるゾンビ企業が長く生き残る反面、新たな技術革新が起こりにくく、新しい企業が出てきにくい」と述べたと報じている。また、この非効率な資源配分は a) 金融機関の収益に対する悪影響とも結びつけることができよう。16 年来見られたマンション着工の大幅増加の背景には、改正相続税法の施行に対応するために行われた部分も大きいと見られるが、人口が減少し住宅需要の減少が見込まれる中でも、金融機関が収益を獲得するためにマンション建設用のローン貸付を強化したことが影響した可能性も指摘できる。

e) 市場流動性の低下に関しては、日本銀行が長期国債や ETF の大規模買い入れを長期に亘り継続しているため、市場に出回っている量が少なくなっている結果、価格形成機能が失われたり、値動きが激しくなったりする、といった問題点が指摘されている。

3. 自然利子率の水準論—日銀による自然利子率の推計

金融緩和の度合いは、市場で形成される実質金利が自然利子率をどの程度下回っているかで決まることになるが、自然利子率そのものは理論上の概念であり、何らかの方法で推計される必要がある。日本銀行による自然利子率の推計として注目されたのが、2015 年に公表された「均衡イールドカーブの概念と計測」であった。通常、自然利子率は短期金利を念頭に推計されるが、同ペーパーはイールドカーブ全体について自然利子率、すなわち均衡イールドカーブを推計する試みであった点が新しく、当時金融緩和の効果測定に援用されたほか、その後のマイナス金利やイールドカーブ・コントロール導入の際の理論的背景になったと推察される。同時に、推計された自然利子率が若干のマイナスの値でほぼ横ばいであったことは、金融緩和の長期化を示唆するものと思われた。

しかし、2018年3月に公表されたワーキングペーパー”Natural Rate of Interest in Japan -- Measuring its size and identifying drivers based on a DSGE model -- “では、せっかくイールドカーブ全体にまで拡張した推計対象を、再び短期金利のみに戻している。もちろん、自然利子率の推計は容易ではなく、異なる手法を用いて幅広く考察する必要があるのは確かであろう。また、それぞれのモデルには一長一短があり、DSGE(動学確率一般均衡)モデルを使った計測からは、均衡イールドカーブモデルでは得られない示唆が得られる。

DSGE モデルに基づく自然利子率推計の意味

ただ、当然のことながら、日銀ペーパーにはその時々の日銀の問題意識が反映される。13年4月に異次元緩和が始まった当初の問題は、理論通りにフィリップスカーブが上方シフトするか否かであり、たとえば14年2月にはフィリップスカーブに関する論文が公表されている。14年10-12月期からインフレ率が大幅に低下した後、金融緩和の効果があつたか測定する必要が生じる中で、前述の均衡イールドカーブが計測され、その後のイールドカーブ・コントロール(YCC)導入につながっている。景気が好転を始めた16年後半以降は、景気循環と経済成長の間の相互作用というテーマへの取り組みが行われている。

DSGE モデルを用いた自然利子率の計測が行われた意図をやや深読みするとすれば、一つには、計測された自然利子率が1%程度まで上昇していた点が注目される。自然利子率の上昇が金融緩和の効果を強めるというストーリーが視覚的に示されると同時に、自然利子率上昇分だけ政策金利を引き上げても金融引き締めにはならないため、金融緩和を維持したままの金利引き上げを正当化する材料を提供するものと言える。

もう一つの背景があるとすれば、日銀は既にYCCの先を見始めているのかもしれない。将来いずれかの時点で伝統的な短期金利コントロールに基づく金融政策に回帰することが念頭にあるのであれば、イールドカーブ全体にこだわらず短期の自然利子率の推計に注力し、別の面で示唆のある分析結果を得ることを優先するのは理にかなっているだろう。

4. インフレ目標見直し論—「2%」の物価安定目標の意義

2%の物価安定目標については、見直しの議論も出始めている。その大きな背景はもちろん、量的・質的金融緩和の開始から5年以上が経過しているにも関わらず、目標達成のめどが立っていないことにある。日本銀行自身、インフレ率が思ったように上昇しない理由を様々に分析しているが、これまでのところ、大規模な金融緩和を継続すればいずれインフレ率は上昇するとの立場は変わっていない。しかし、一部では欧米においても、労働市場の構造変化に伴う労働需給と賃金上昇率の相関の変化や、「アマゾン・エフェクト」に代表される新技術の構造的物価押し下げ圧力により、2%目標の達成や2%へのインフレ予想のアンカーが困難化しつつある、ないしは、今後困難化するリスクがある、との議論も浮上している。

出始めた物価安定目標引き下げ論

こうしたことから、学界でも「2%」の物価安定目標への意義を見つめ直すことが徐々に考えられつつある。2018年7月19日付の日本経済新聞の経済教室において渡辺努東京大学教授は、日銀がこれまで行ってきた緩和政策は円安や

人件費増など、企業にとってのコスト負担を増やしてきたが、そうした中でも日本企業はそれを販売価格にうまく転嫁させられなかったことで、多数の品目の価格上昇率が米国に比べて低位に留まっているとの結果を自身の研究を用いて示した。そのうえで、現行の金融政策の成果を確実に見通すことが出来ない中では、政府・日銀は政策の選択肢として、物価上昇率の目標値の変更を考える必要があると指摘していた。

また、BIS(国際決済銀行)はマクロプルーデンスの観点から、徒に2%目標に固執し長期的に低金利環境を継続することのリスクを指摘している(2018年6月BIS年次報告)。实体经济に特段問題がない一方、単にインフレ目標が未達であることに依拠して低金利政策を長期化させることは、金融機関の収益性や財務体力を損なう可能性があるほか、金融機関のリスクテイクを増長し、システミック・リスク発生 の契機となりえよう。

こうした問題を回避するため、BISは、インフレ目標を「柔軟化すべきである」との提言を行っているが、ここで言う「柔軟化」とは、事実上、2%よりも低いインフレ目標を容認することに繋がると考えられる。

目標引き下げのハードルは依然として高い

ただし、金融緩和の副作用に対応するための金融政策柔軟化や、自然利子率の上昇を前提とした金利引き上げに比べ、現行政策委員の2%の物価安定目標引き下げに対する抵抗は強いように見受けられる。9月25日の記者会見において、黒田総裁は「2%の目標をやめるとか、ずっと先のことにして、できるだけ早期にはなく、ゆっくりやります、と変えるような考えは全く持っていません」と発言、雨宮副総裁も、8月2日の講演において「グローバル・スタンダードである2%を目指すことは、為替の安定を通じて、企業経営や経済全体の安定を実現するうえで非常に重要なことだと考えています」としている。

櫻井審議委員も、10月11日の記者会見で「2%の目標自体は、私は変える必要は全くないと今でも思っています」と述べている。野村では、過去の発言などから政策委員のタカ・ハト派度合いを順位づけしているが(図表16)、副作用についての発言が多く、2番目にタカ派と判断された櫻井審議委員が、2%目標の変更を明確に否定している点は重要と思われる。

図表 16: 日銀政策委員のタカ・ハト派度合マップ



出所: 野村

物価の上昇を目標とする理由について、黒田総裁をはじめ日銀政策委員は、1) 消費者物価指数の上方バイアス、2) 金利引き下げの余地(「のりしろ」)の確保、3) グローバル・スタンダードへの準拠、を挙げてきた。このうち1)と2)については、物価下落より物価上昇が望ましい理由だとしても、それが1%でもなく3%でもなく2%でなければならない理由にはなりにくい。1%でもなく3%でもなく「2%」であることの根拠は3)であり、他の中央銀行より低いインフレ率を設定した場合に予想される円高への警戒が強いということであろう。

5. 正常化に向けた根拠活用の前提と局面

以上のように、日銀内外において、2%目標未達でも金融政策正常化を正当化する理論構築が一定程度進みつつあることが確認された。しかし、物価情勢を含めた外部環境次第では、これらの根拠が金融政策正常化を進める上で必ずしも有効ではないケースもある。

日銀は、これらの議論をいかなる局面でどのように援用し、金融政策正常化に向けた歩みを進めていくだろうか。以下では、現実のインフレ率と2%物価安定目標との乖離度合いに応じて日銀が金融政策正常化を前進させ、それを正当化するのに有効と思われる議論と、具体的な政策正常化の手法を対応させて、日銀金融政策正常化の長期シナリオを描いてみる(図表 17 参照)。

2%目標からの乖離が大きい局面

まず、足元のように、インフレ率が2%目標から大きく乖離しており、また、世界的にも2%のインフレ目標が標準的であって各地域中央銀行がその達成に固執している状態では、自然利子率と現実の実質金利のギャップ拡大や、2%のインフレ目標柔軟化に依拠して金融政策正常化を進めるのは得策とは言えないだろう。日銀としては、2%目標から乖離した現実のインフレ率低迷長期化を受け、累積的に金融緩和の副作用が強まる懸念があることを根拠として、政策正常化をはじめめることを正当化するのが得策となろう。

ここで問題となるのは、2%目標に対するインフレ率の低迷を踏まえると、政策的に誘導目標としている金利、日銀の場合は、長短金利操作(以下 YCC)の下での長短金利双方、を大きく引き上げるような正常化には踏み切れない点であろう。政策正常化は、あくまで金利水準を大きく変化させない前提で現行の長短金利操作の枠内において行われる可能性が高い。

18年7月の金融政策決定会合で行われた、10年物国債金利の誘導目標に対する変動幅拡大の容認は、まさにこうした性格の政策修正であったと考えられる。その際に援用された「副作用論」は、市場流動性の低下や市場の価格形成機能不全への対応であった。今後については、徐々に、金融緩和長期化に伴う金融面での不均衡累積、に問題意識が移行していく可能性がある。

しかし、2%目標に向けてインフレのモメンタム回復が見通せない状況において、実現できる政策正常化に向けての修正は、18年7月の政策修正の延長線上にある、長短金利目標を維持したままの金利変動幅の更なる拡大、に留まる可能性が高いだろう。

インフレモメンタムが回復する局面

2%目標との乖離が継続しながらも、インフレのモメンタムが回復する局面では、対応が異なってくる可能性がある。自然利子率が上昇している、との議論が、インフレモメンタム回復に伴って生ずる実質金利低下と相俟って生かせる局面になってくると考えられる。

当初は、現行のYCCの枠内において、長期金利誘導目標を引き上げることになる。しかし、次の段階においては、自然利子率計測において依拠する理論モデルを均衡イールドカーブモデルからDSGEモデルへと移行させつつ、政策の枠組みもそれと整合性を取るべく、YCCから一般的な短期政策金利のみを誘導目標としたものに切り替えていくことが模索される可能性がある。この際、枠組み移行に伴って、長期債利回りの水準が乱高下するのを抑制する手段として、YCCを行っていない他の先進地域中央銀行が採用しているフォワードガイダンス(時間軸政策)が用いられる可能性が高いと考えられる。これは、短期金利のみならず長期金利の低め誘導に対しても効力を与えられている現行のフォワードガイダンスとは似て非なるものということになる。

それでも2%目標到達に接近できない場合

現状、2%インフレ目標を採用している多くの先進国においても基調的なインフレ率が2%に到達していないケースが目立つ。その背景には、ネット通販、シェアリングエコノミーなどインターネットを活用したデジタル技術革新が存在しているとの見方もあり、たとえ日銀がインフレモメンタムを一定程度押し上げることに成功したとしても、同様の問題に直面する可能性はあるだろう。

こうした局面に至って、ようやくインフレ目標引き下げ論が日の目を見ることになるだろう。

インフレ目標引き下げ論の一部の骨子である、2%目標に固執し徒に緩和を長期継続することによって資産市場にバブルなどの歪みを生じるリスクが認識されはじめる可能性がある。それは不幸にも、現実には資産市場の歪みが生じ实体经济や金融システムに問題を生じた後になる恐れもある。

仮に、こうした懸念が現実化しないとしても、2%目標未達を前提に緩和を長期継続することで、景気後退などの危機時に金融政策の対応能力が低下するのを回避するために政策を正常化させる何らかの根拠は必要になるだろう。この場合にも、インフレ目標引き下げ論は有力な根拠となってくる可能性がある。

図表 17: 日銀金融政策正常化の現実的戦略(イメージ)

2%物価安定目標からのインフレ率乖離度合と援用される議論及び想定される政策変更の姿

インフレ率	副作用論	自然利子率論	物価目標論	政策枠組み
<p>0%台</p> <p>1%台</p> <p>2%近傍</p>	<p>金融機関 収益圧迫</p> <p>市場流動 性低下 価格形成 機能不全</p>	<p>均衡イールド カーブモデル</p> <p>DSGE モデル</p>	<p>引き上げ論 支配的</p> <p>マクロ プルーデンス の観点からの 柔軟化論が 支配的</p>	<p>長短金利操作 (以下、YCC) 枠内での ターゲット柔軟化</p> <p>YCC枠内で柔軟化 された長期金利 誘導目標の段階 的引き上げ</p> <p>YCC離脱 短期政策金利+ フォワードガイダ ンスへ移行 ↓ 政策金利 引き上げへ</p>

出所: 野村

VI. 金融政策正常化と日本銀行自身への影響

名目成長率目標への移行を通じたものであれ、他の議論に依拠したものであれ、日銀が金融政策を正常化する過程では、長短金利の相応の上昇を伴うことになる。18年10月13日、インドネシア・バリ島で開催されたG20(主要20カ国)財務大臣・中央銀行総裁会議に出席した黒田日銀総裁は、ブルームバーグのインタビューに対し、「現在の金融緩和政策から出口に向かう合図は金利目標の変更ということになる」と述べた。日銀金融正常化の仕上げ段階—金融緩和の「出口」—においては、まさに、長短金利上昇が現実化することを示唆している。

本章では、日銀金融緩和がいよいよ「出口」に向かう局面において、このような長短金利の上昇が日銀自身、とりわけ日銀の期間損益等の財務内容にどのような影響を与え、さらにそれが政策的にどのような示唆をもたらすかを議論する。

1. 日銀金融政策正常化の特異性

日銀金融緩和の「出口」を議論する手始めとして、日銀金融緩和を巡るこれまでの経緯を整理し、特に、他の先進地域中央銀行との比較において、日銀が現行の金融緩和の「出口」を迎える際に問題となりうるポイントを明らかにしてみよう。

2008年のリーマンショックに起因する金融危機に対応し、非伝統的金融緩和策を講じてきた先進地域中央銀行の中でも、日銀の対応は、群を抜いて異例であったと考えられる。そのポイントは、主として以下の2点に集約される。第一に、国債等の資産買入れによって膨張したバランスシートの規模の大きさである。第二に、16年1月のマイナス金利政策(マイナス金利付き量的・質的金融緩和)導入決定、16年9月の長短金利操作付き量的・質的金融緩和導入決定以後の、広範な年限にわたる市場金利の低下、である。

(1) バランスシートの巨大さ

国債等の資産買入れによって実現されたバランスシートの拡大規模において、日銀は、他の中央銀行を凌駕している。

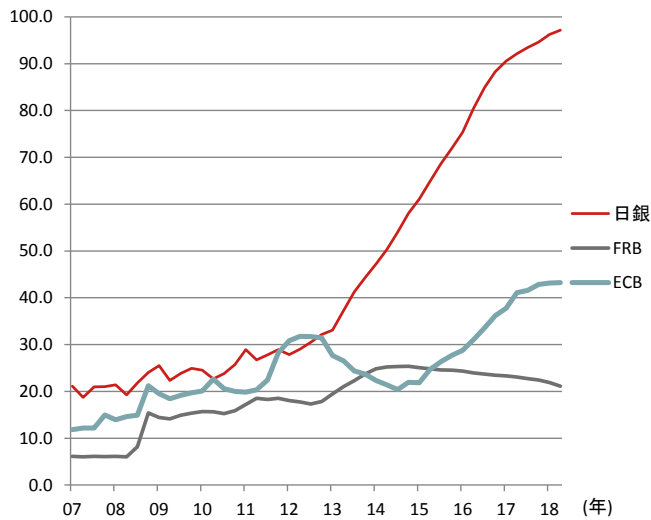
米FRBの総資産規模が、ピーク時において対名目GDP比約25%、ECBのそれが同じく約40%だったのに対し、日銀は18年3月末時点で同96.5%に達している(図表18)。買入れ額が漸減しているとはいえ、国債買入れが依然として年数十兆円(ネット)のペースで継続していることに鑑みると、日銀総資産が名目GDPを上回る規模に達するのは時間の問題である。

また、同じ日銀が過去に実施した量的金融緩和と比較しても、13年以降のバランスシート拡大規模は突出している。2001~05年に実施された量的金融緩和を通じて膨張した日銀のバランスシートは、総資産の対名目GDP比で30%弱がピークであった(図表19)。

図表 18: 中央銀行総資産規模の国際比較

主要 3 地域中央銀行の中で、日銀資産規模は突出

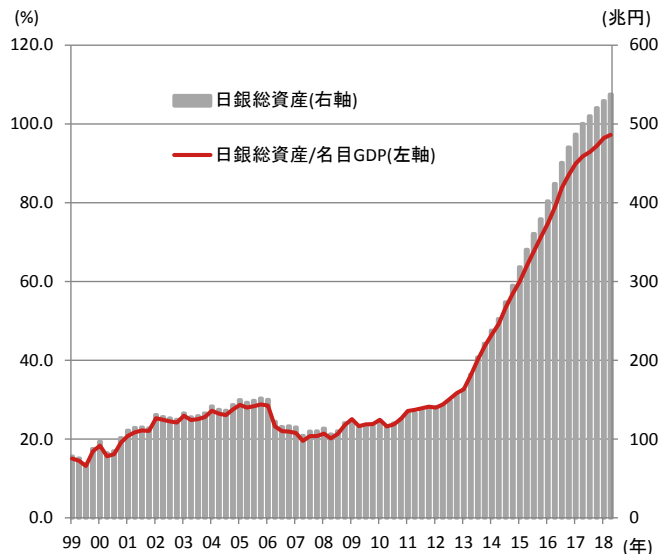
(対名目GDP比、%)



出所: 日本銀行、米FRB(連邦準備制度理事会)、ECB(欧州中央銀行)資料より野村作成

図表 19: 日銀総資産と長期国債保有残高の推移

2001~05年の量的金融緩和とは比較にならない資産規模に



出所: 日本銀行資料より野村作成

(2) イールドカーブ・コントロールによる長期金利の「抑圧」

バランスシート規模の大きさと並んで、日銀と他の中央銀行の非伝統的金融緩和において生じている相違は、国債利回り等市場金利を押し下げる効果の強さであろう。マイナス金利政策の導入以降、長い年限の国債利回りに至るまでマイナス圏に低下するという現象は、世界的に確認された。しかし、マイナス金利政策に加えて、10年物国債金利にもゼロ%程度との誘導目標を設定し、中央銀行による金融調節を通じた金利上昇抑制効果を及ぼした点で、日銀の行っている金融緩和策は特異なものであったと評価できる。

2. 金融緩和「出口」のモデル手順

以上のような相違があるとはいえ、金融政策正常化、「出口」に向けての手順に大きな差異が生じるとは考えにくい。この点では、既に正常化に着手し「出口」に向けての歩みを進めている米FRBの動きが参考になる。

その手順は、1)資産購入の段階的な減額、2)資産購入プログラムの完全停止によるバランスシート拡大停止、3)政策金利の引き上げ、4)資産再投資減額によるバランスシート圧縮、である。FRBのケースでは、2013年12月のFOMC(連邦公開市場委員会)において、資産購入額の段階的縮小(いわゆるテーパリング)開始を決定し、それ以降のFOMCごとに長期国債とMBS購入額を50億ドルずつ減額した。2014年10月のFOMCでは、資産購入プログラムの完全停止が決定された。2015年12月のFOMCにおいて、政策金利の引き上げ開始が決定され、いわゆるゼロ金利政策からの脱却が図られた。政策金利の引き上げについては、2016年初頭の中国を発端とする金融市場の動揺、同6月のBrexit(英国国民投票におけるEU離脱賛成)、同11月の米大統領選挙など、さまざまな不確実性の台頭を受け、一旦休止状態となったが、16年12月のFOMC以降、再開された。その後、17年9月のFOMCにおいて資産再投資の

段階的減額開始が正式決定され、同 10 月以降、再投資の減額が開始されている。

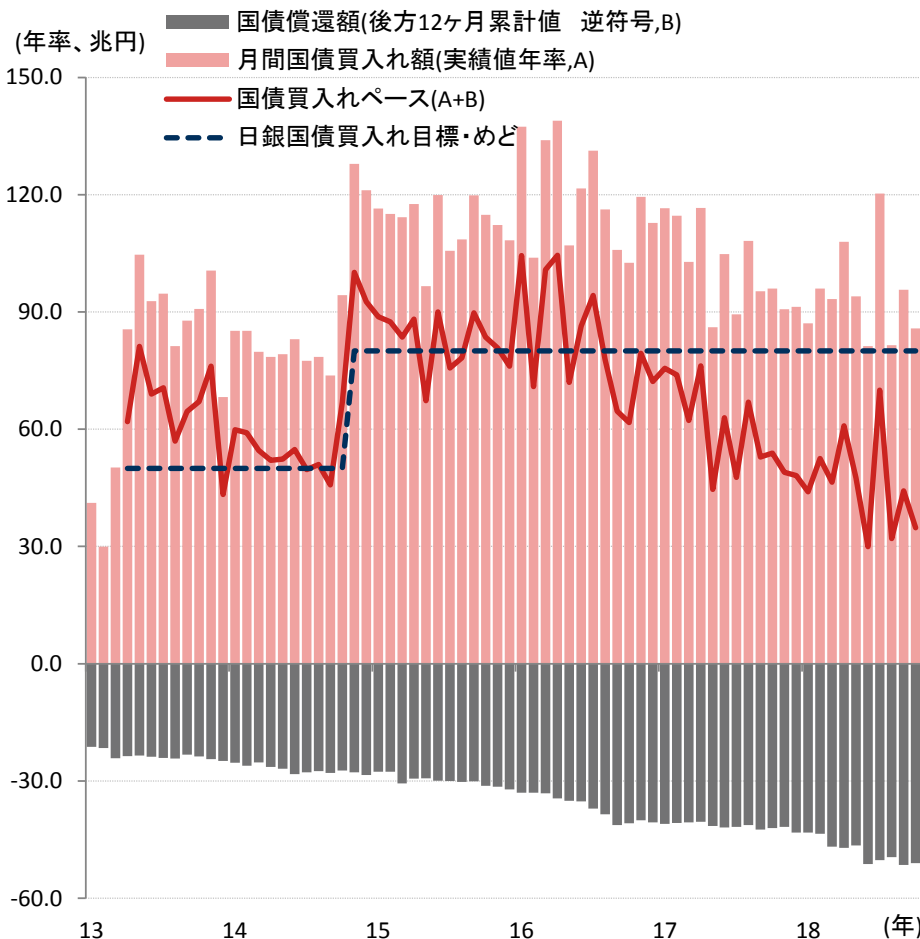
3. 既に始まっている日銀金融政策の正常化

米 FRB が非伝統的金融緩和からの「出口」のモデルであるとするれば、日銀金融政策についても、非伝統的金融政策からの出口の第一歩、正常化は、既にスタートしていると考えてよいだろう。

2016 年 9 月 20-21 日の金融政策決定会合において、日本銀行は、それまでの量的・質的金融緩和及びマイナス金利付き量的・質的金融緩和の「総括的な検証」を実施した上で、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入を決定した。長短金利操作政策が従来の緩和策と決定的に異なる点は、市場からの国債買入れ額を政策目標とするのではなく、日銀当座預金政策金利残高に対する付利としての短期金利と、10 年国債利回りを指標とする長期金利を政策目標とした点である。年 80 兆円程度とする日銀保有国債残高の増加額の数値は金融市場調節方針に残されたが、その位置づけは操作目標から「めど」に変更された。

図表 20: 日銀長期国債買入れオペの推移

指値オペで買入れが急増した 18 年 7 月を除けば、ネット買入れは年率 30 兆円台



出所:日本銀行資料より 野村作成

当初から、この変更は市場において「ステルス・テーパリング」との評価が絶えなかった。果たして、現実の日銀による国債買い入れ額は、その後漸減傾向を辿り、18年6月時点では年率30兆円台にまで減少している(図表20参照)。量的・質的金融緩和から実質的な長短金利操作への切り替えは、FRBが13年12月に決定した資産購入額の段階的縮小と実質的な意義は同等であったと評価できるだろう。この変更は、市場関係者が揶揄していた「ステルス・テーパリング」ではなく、正真正銘の「テーパリング」であったと言っても過言ではない。

4. 正常化ステップの封印に繋がる政策修正

加えて、2018年7月31日には、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と題する政策の修正が決定された。この措置では、物価安定目標実現まで想定よりも時間がかかるとの認識に立脚し、長短金利操作政策の持続性を強化すべく、主に、10年国債金利誘導目標(ゼロ%程度)に対する金利の許容変動幅を拡大した。同時に、ETF、J-REITの買い入れ額についても目標に対し上下に変動することを許容する内容となっている。

この政策修正まで、日銀は買い入れオペを通じて、10年物国債利回りの変動幅をゼロ%程度の誘導目標に対し、概ね±0.1%程度に収めてきた。しかし、金利変動幅が小さすぎることを一因として、国債売買が極めて低調となり、国債市場の流動性低下や価格形成機能の不全が生じる懸念が高まっていた。

市場の一部には、10年金利の変動許容幅拡大は、事実上の金利高め誘導、との見方もある。しかし、この政策修正が、長短金利操作についてフォワードガイダンスの導入を伴っている点からみて、同修正を以て金融政策の正常化が前進したとまでは評価できない。むしろ、フォワードガイダンス導入によって、正常化に向けたステップは一旦封印されたとも考え得る。

5. 真の「出口」局面において日銀が直面する課題

日銀は、非伝統的金融緩和からの「出口」の第一歩については、長短金利操作政策の導入により、巧妙に道筋をつけることに成功したと考えられる。一方で、18年7月の政策修正は、金融政策正常化のステップを一旦封印することに繋がった可能性がある。

さらに、前述のような、他の中央銀行と比較した場合の日銀金融緩和の特異性に加え、肝心の物価安定目標達成への接近が見通せず、金融緩和の長期化が想定されることにより、「出口」の第二段階以降については、さまざまな困難や障害が予想される。

一般論から言えば、非伝統的金融緩和策、特に中央銀行資産量の拡大を伴った金融緩和策の終了時—いわゆる「出口」局面—においては、主として国債からなる中央銀行資産の受取利息の拡大ペースを、民間金融機関準備預金からなる中央銀行負債に対する支払利息の増加ペースが上回り、中央銀行の収益が悪化し、ひいては財務の安定性が低下する、という問題が生じる。

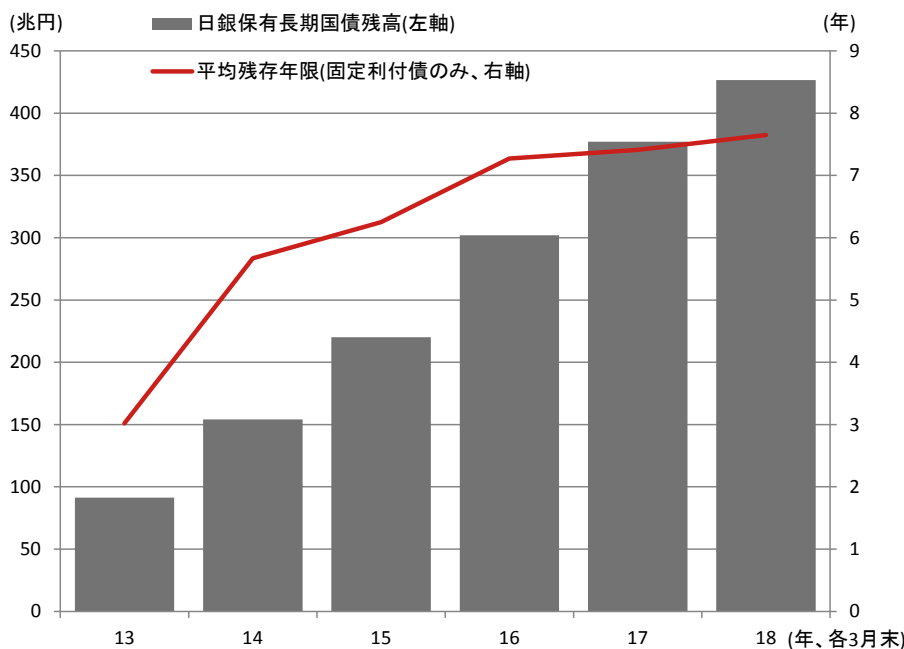
この点を、現行の日銀金融政策に当てはめた場合、先述のような日銀金融緩和の特異性が、以下の2点において、日銀の損益悪化を増幅しやすいという図式が浮き彫りになる。

第1に、国債買入れ額の大きさをゆえに日銀総資産規模が巨大化していること自体が、資産収入(国債受取利息)の増加ペースが日銀当座預金に対する支払利息の増加ペースを下回る、という関係を生じやすい。日銀に限らず中央銀行負債は、発行銀行券残高と民間金融機関準備預金残高に大別されるが、いわゆる量的金融緩和によって中央銀行が政策的に資産を増加させ、それに対応して増加する負債はそのほとんどが準備預金(日銀当座預金)として積み上がるからである。

換言すれば、量的金融緩和の規模が大きければ大きいほど、出口局面においていわゆるシニョレッジ(通貨発行益)の寄与度が低くなり、中央銀行の期間損益は悪化しやすくなる。受取利息と支払利息の差をバッファとして生み出す、無利息の銀行券発行残高の総資産(総負債)に対する比重が低くなるためである。

第2に、長短金利操作の枠組みの下、長期金利を政策の操作変数としたため、そうでない場合と比べ、日銀は相対的に多額の長期、超長期国債の購入を余儀なくされ、結果的に日銀保有国債の平均残存年限、もしくはデュレーション(投資元本の平均回収期間)が長期化している(図表21)、という問題がある。日銀が資産として保有する国債の平均残存年限の長期化は、「デュレーション」の概念通り投資元本を利払い・償還を通じて回収するまでの期間を長期化させる。これは、「出口」局面において発生する負債利息支払の増加を、資産収入によってカバーできるまでの期間が長期にわたることを意味する。

図表 21: 日銀長期国債保有残高と平均残存年限
 国債買入れペースの漸減にもかかわらず平均残存年限は長期化



注:平均残存年限の計算においては、変動利付国債、物価連動国債を除外している
 出所:日本銀行資料より 野村作成

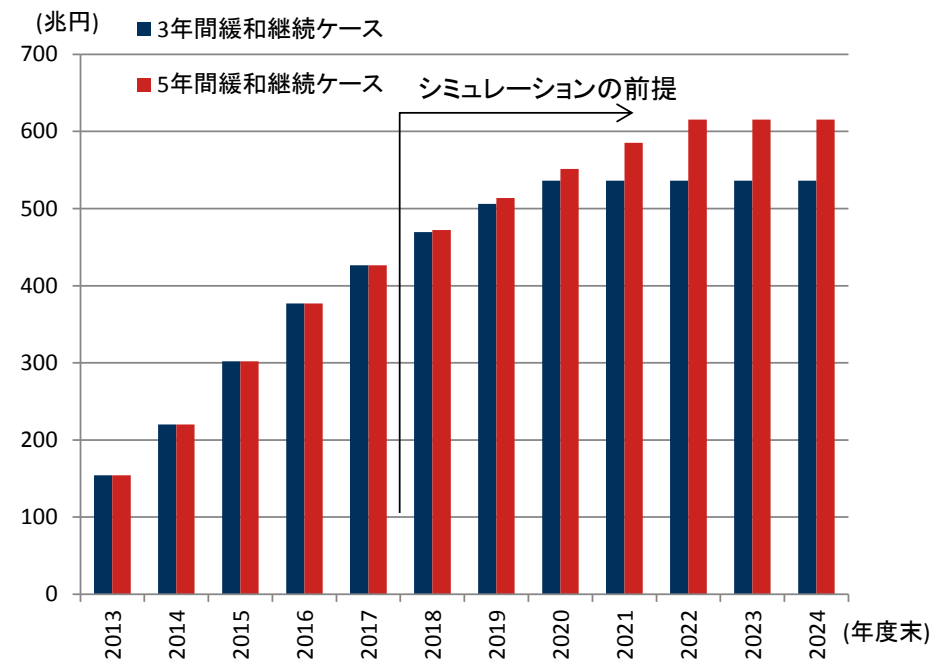
6. 出口局面における日銀損益シミュレーションとその前提

日銀金融緩和の「出口」には構造的に上記のような問題が付きまとう。こうした構造的問題は、金融緩和の継続期間が長期化し、(漸減していく方向であるとはいえ)国債買入れ額が大きくなればなるほど深刻なものとなり、一方、国債買入れオペの技術的な調整により保有国債の平均残存年限を適切にコントロールすることにより軽減することが可能になる、という性質を有する。

ここでは、1)緩和継続期間、2)保有国債(買入れ長期国債)の平均残存年限管理の巧拙、という2つのパラメーターを変化させることにより、「出口」局面における日銀損益に如何なる影響が及ぶかについて、簡単なシミュレーションを行った。なお、当シミュレーションの対象となる日銀期間損益は、簡便化のため、日銀保有国債からの受取利息と日銀当座預金に対する支払利息の差額のみを問題とする。

1)の緩和継続期間については、2020年度末まで(2017年度末を基準として3年間)実施するケース、2022年度末まで(同5年間)実施するケースに分けた(図表22)。国債買入れ金額及びその結果としての日銀保有国債の残高は、長短金利操作の下では国債市場の需給環境及び内外金融市場環境の動向に依存することになり、シミュレーション上、一意で前提を置くことは困難であるが、現行金融緩和政策の継続期間の最終年度におけるネットの買入れ額が、現状の国の一般会計公債金収入額(新規国債発行額)とほぼ同等となる30兆円まで段階的に減少していくとの仮定を置いた。

図表 22: 日銀金融緩和の「出口」シミュレーションの前提としての国債保有残高
金融緩和の終期に向けネット買入れ額の漸減を想定



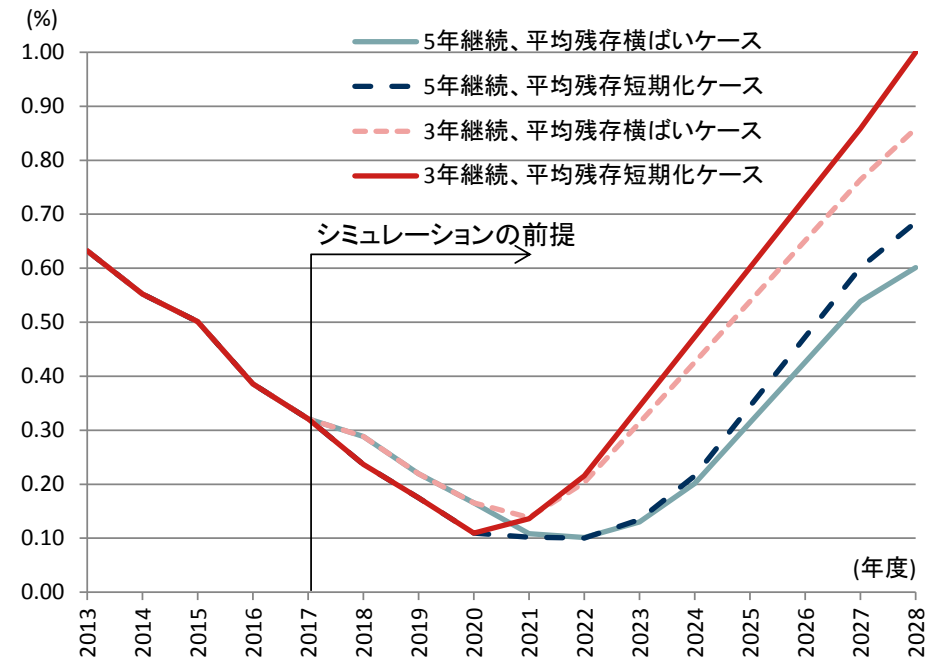
注: 「x年緩和継続」は、2017年度末を起算点としている。

出所: 日本銀行資料より 野村作成

2)の保有国債の平均年限管理については、長短金利操作終期における残高ベースの平均残存年限が2017年度末とほぼ等しいままで推移するケース(平均残存横ばいケース)と、長短金利操作実施の残りの年限における、新規買入れ国債の平均残存年限を一律10年とすることで、残高ベースの平均残存年限の段階的な短期化が実現するケース(平均残存短期化ケース)に分けた。なお、長短金利操作末期及び終了時点における平均残存年限の長短は、長短金利操作終了後の日銀保有長期国債の平均実効利回りの上昇ペースを左右することを通じ、日銀の期間損益に影響を及ぼす。すなわち、長短金利操作終了時点の平均残存年限が長いほど、日銀保有長期国債の平均実効利回りの上昇が緩やかとなり、日銀の受取利息を抑制することを通じて、期間収益には下押し圧力となる。

金融政策正常化過程での長短金利の動きについては、以下のように仮定した。短期政策金利については、金融緩和終了後(2017年度末基準で3年間ないし5年間が経過した後)、3年間で日銀当座預金利息が+0.5%まで引き上げられると仮定した。なお、プラスの当座預金利息は、日銀当座預金残高全体に対して付利されると想定している。長期金利については、金融緩和終了と同時に政策的な誘導目標が撤廃される可能性が高い。当シミュレーション上は、短期政策金利の引き上げと連動し、10年物国債利回りが緩和終了から3年後には+1.0%に到達していると想定した。その上で、上述の金融緩和終了時点での日銀保有国債の平均残存年限の違いに応じ、日銀が保有する長期国債から受け取るクーポン(利息)の実効利率が市場金利の上昇に遅れて上昇していくことを想定した(図表23参照)

図表 23: 日銀金融緩和の「出口」シミュレーションの前提としての長期国債実効利回り
緩和が長期化するほど、平均残存年限が長いほど出口局面の実効利回りの上昇は緩やか



出所: 日本銀行資料より野村作成

このほか、シミュレーション結果に重要な影響を与える前提としては、日銀負債における発行銀行券残高と当座預金残高の増加ペース、及び両者の相対的比率がある。金融政策が正常化に向かい、長短金利が上昇を始めた場合、民間非金融経済主体が現金保蔵に対するインセンティブを変化させる可能性は高いと考えられるが、その動向を先見的かつ有意に予見するには困難が伴う。

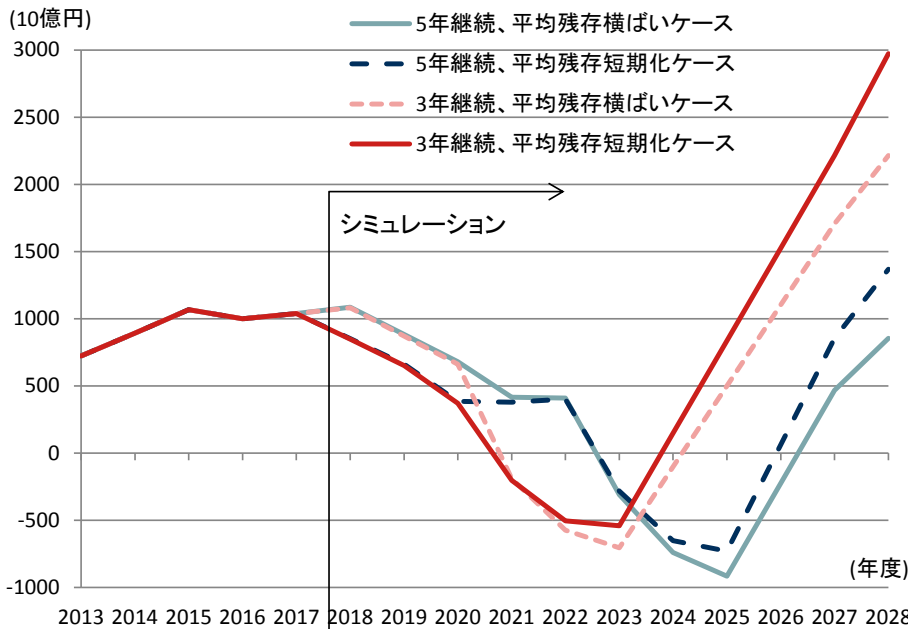
そこで、このシミュレーションにおいては、発行銀行券残高が、2012年度末から2017年度末の平均ペースで推移し、発行銀行券残高および日銀当座預金残高を除く負債勘定の金額を概ね一定とした上で、国債保有残高の変化に応じて増加する日銀総資産残高から、発行銀行券残高とその他の負債勘定残高を控除した残差として、日銀当座預金残高を求めることとした。

7. シミュレーションの結果

当シミュレーションから得られる結果は、概ね、事前の直観的な想定に沿ったものである。すなわち、金融緩和からの「出口」局面における日銀の期間損失額は、緩和継続期間が長引き日銀資産規模(保有国債残高)が大きいほど、また、日銀保有国債の平均残存年限が長いほど大規模化し、かつ、黒字転換が後ろずれする、というものである(図表 24)。

緩和継続期間が3年間で保有国債の平均残存年限の短期化が実現できているケースでは、出口局面における日銀の金利収支の損失計上期間は3年間であり、その累計金額が1兆2500億円程度であるのに対し、緩和継続期間が5年間にわたり、かつ保有国債の平均残存年限短期化が実現できていないケースにおいては、出口局面での日銀の金利収支における損失計上は4年間継続し、その累計金額も2兆2000億円程度に膨張する結果となる。

図表 24: 日銀緩和「出口」局面における期間損益(金利収支)シミュレーション結果
緩和長期化、平均残存長期化により、出口局面での損失は拡大



注:日銀保有国債受取利息-日銀当座預金支払利息の差額をシミュレーションしている。

出所:日本銀行資料より 野村作成

8. 「出口」問題の本質

以上の簡易なシミュレーション結果も示唆する通り、出口局面での日銀の損失規模(及びその結果としての自己資本毀損度合)のみに注目するのであれば、問題はむしろ出口を迎えるまでの正常化プロセスにおいて、バランスシートの膨張と保有国債の平均残存年限を如何にコントロールするかにあると考えられる。

一方で、出口局面における損失額の大きさそのものが、金融政策運営上何らかの問題や障害となりうるかと言えば、差し当たりその答えはノーであろう。日本銀行法に定められた特殊な法人としての性格上、日銀の期間損益や自己資本比率等でみた財務の健全性そのものが金融政策運営に影響することはないし、またあってはならないよう制度設計されている。

それでも日銀金融緩和の出口がこれだけ市場やメディア等において問題視されるのはなぜであろうか。日銀財務内容の悪化それ自体が通貨・金融政策の信認低下を招く恐れはないか、また、日銀財務内容の悪化の帰結として日銀の国庫納付金が減少し、それを根拠として日銀の政策決定に政治的な関与・干渉が強まり日銀の政策自由度が低下する恐れはないか、といった点が懸念されるからであろう。

結論から言えば、日銀の財務内容悪化それ自体が通貨・金融政策の信認低下や政治的独立性低下・喪失を招く直接的な因果関係を見出すことは難しいと考えられる。

「出口」を迎え政策金利上昇に伴う日銀の支払利息の増加により損益が悪化し、国庫納付金が減少することは、国から銀行部門への所得移転とみなせる。その結果としての日銀損益の悪化、国の財政負担増大は、「出口」局面において生じているはずのインフレに対する国から国民への補償、補填の性質を有すると捉えられる。こうした図式が背景にあり、国民の意識としてそれが共有されるのであれば、日銀金融緩和の出口において通貨や金融政策の信認の低下が生ずるのは必然とまでは言えないであろう。

問題となるのは、現行の日銀の金融緩和策が出口を迎える局面において、一定の財政健全化が達成されていない場合であろう。この場合には、出口スタート直後の段階での日銀国庫納付金の減少や、金利上昇から一定期間が経過した後の、政府から日銀に対する利払いの増加そのものが、政府の財政運営に追加的な負荷を加える可能性が高まることになる。もし、このとき日銀が政府債務管理上の配慮から、実体経済や物価動向から得られる判断よりも政策金利を含めた金利引き上げを遅らせることを余儀なくされる場合、また、政府が日銀に対し政府債務管理上の配慮をするよう日本銀行法の改正等をちらつかせて要求、要請するような場合、民間主体にインフレ加速やその懸念に呼応したヘッジ行動—すなわち円建て資産全般からの逃避行動—をとらせる誘因を与える、という格好で事実上の通貨の信認低下と同様の効果を招く恐れがあるだろう。

こうしてみると、日銀「出口戦略」に絡む危うさの本質は、日銀自身の出口戦略の如何や巧拙よりも、むしろ、日本の財政と政府債務の持続可能性の問題から生じていると捉えることが可能であろう。

VII. 金融政策正常化と財政の維持可能性

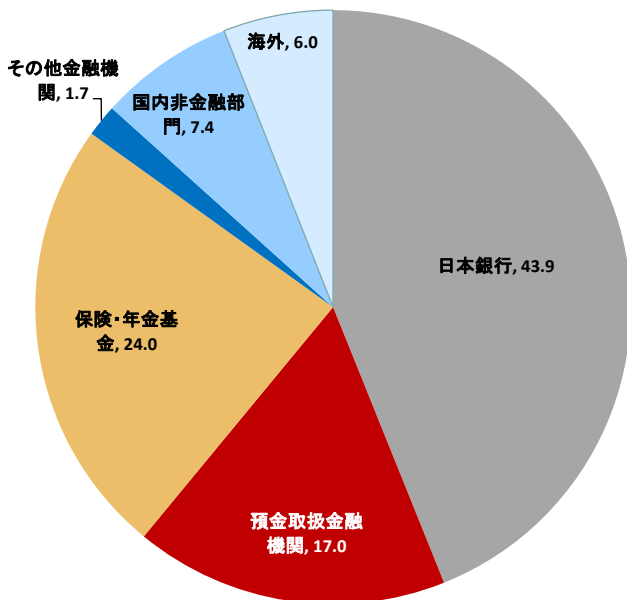
1. 日本国債のファイナンス構造と金利上昇時のリスク

日本の財政が、それだけ見れば深刻な状態にある点については、論を待たないだろう。政府債務残高の規模は定義によっても異なるが、財務省が公表している国及び地方の長期債務残高で見ると、18年度末に1100兆円を超える見込みであり、GDPに対する比率では196%と、ほぼ倍の規模に達している。金融政策正常化に伴う金利引き上げは、既に巨額の債務を抱えた日本政府の利払い費増大を招き、債務残高増加ペースの加速を招くだろうことは想像に難くない。

問題は、それがどの程度深刻か、であろう。日本の政府債務残高がGDPの規模をはるかに超えて増加してきたのは、今に始まった話ではない。財政危機の可能性は長らく指摘されてきたが、それでもこれまで日本国債の価格が財政プレミアム拡大を主因に大きく下落することはなかったという意味では、日本の財政は深刻な状況に陥ったことはない。では、政府債務残高がいくらになれば、日本の財政は実際の危機に直面するのだろうか。

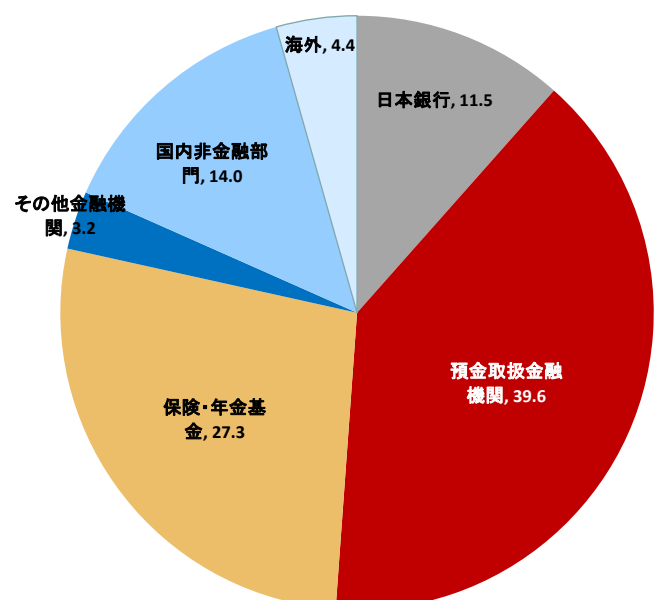
ここでは、日本国債のファイナンス構造を振り返ってみよう。13年に開始された日本銀行の量的・質的金融緩和の結果、長期国債残高に占める日本銀行の保有割合は17年度末時点で43.9%に上っている(表25)これだけ見れば、日本の財政のかなりの部分を日銀が支えているようにも見えるが、仮に民間主体による国債投資需要が全く存在せず、日銀のみが国債の買い手であったとしたら、現在のように国債金利が低位に安定しているとは考えにくい。財政プレミアムの拡大による金利上昇が起こっていない理由は、日銀以外にも国債への潜在的投資需要が国内に存在するからだと考えられる。

図表 25: 長期国債の保有者別割合：2017 年度末



出所: 日本銀行より野村作成

図表 26: 長期国債の保有者別割合：2012 年度末



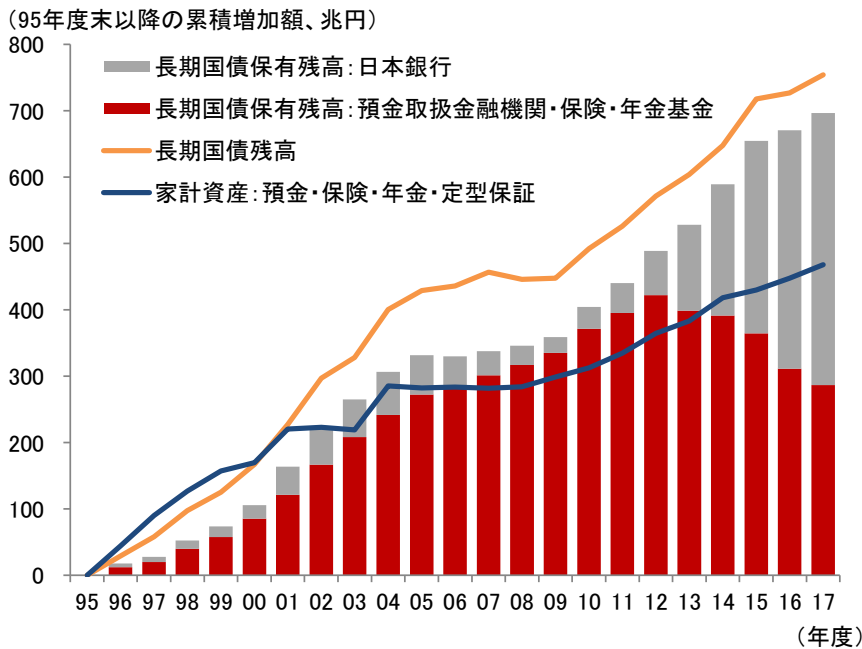
出所: 日本銀行より野村作成

実際、量的・質的金融緩和開始直前の12年度末時点では、長期国債残高のうち預金取扱金融機関が39.6%、保険・年金基金が27.3%を保有しており、両者合わせて約67%を占めていた(図表26)。家計金融資産が預金や保険受給権を通じて最終的に国債の保有に向かっていたことが示唆される。

時系列で見ても、たとえば95年度末から12年度末にかけて、長期国債残高は571兆円増加した一方、預金取扱金融機関と保険・年金基金の長期国債保有残高は合計で422兆円増えており、事後的に見ればこの間の国債増加の7割以上はこれら二つのセクターが消化していたことになる。同時期に、家計の預金及び保険・年金保有額は365兆円増加している(図表27)。つまり、家計の金融資産→預金・保険・年金→国債という資金の流れが、財政赤字の大きな部分を支えていたことになる。

もちろんその後は日本銀行の量的・質的金融緩和が開始され、日本銀行の保有割合が大きく増えた一方で、上記2セクターの保有割合は低下している。ただしこの間も、家計の預金や保険の保有残高は増加を続けてきた。投資の原資が増える一方で日銀が強力に国債を買い入れた結果起こったのが、長期金利の大幅低下であり、金融機関の資金運用難である。既に見たように、日銀の買入により長期金利は1%pt程度押し下げられているとの試算が可能である。もし、金融政策が出口に向かい、日本銀行の保有比率が下げれば長期金利の上昇が見込まれる一方、高めの金利が付いた国債への需要はある程度存在すると考えられる。

図表 27: 長期国債残高の増加とファイナンス構造



注: 日本銀行より野村作成

出所: 野村

だとすれば、金融政策の出口局面において、長期金利がある程度上昇しながらも国債が国内で消化されるか、国内で消化しきれずに財政プレミアムの急拡大

とともに長期金利が急上昇してしまうか否かの一つの目安は、家計の金融資産が預金や保険を通じてどの程度国債を消化できるかになるだろう。

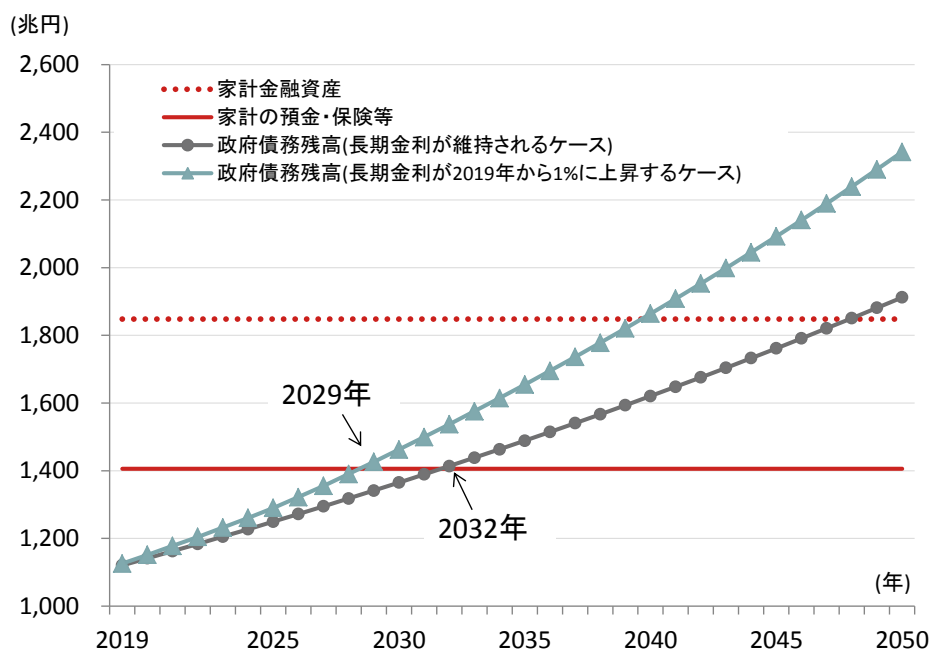
2. 金利上昇のインパクト：簡単なシミュレーション

そこでここでは、金利の上昇が家計金融資産による国債ファイナンスをどの程度困難にするかを確認するため、簡単なシミュレーションを行ってみよう。1) 国・地方の長期債務残高 1100 兆円を起点とする、2) 実効金利は 10 年国債利回りの過去 10 年移動平均とする、3) プライマリーバランス赤字は名目 GDP 比 3.5% で一定、4) 名目 GDP そのものは 550 兆円を起点にして毎年 1.3% 成長、などの仮定を置き、先行きの長期債務残高を推計した。

問題は、それを家計金融資産でファイナンスできるかどうかである。2018 年 6 月末の家計金融資産は合計 1800 兆円を超えているが、そのうち預金・保険・年金・定額保証(以下、預金・保険等と略)は合わせて 1406 兆円であった。長期金利が現状と変わらず横ばいを続ける場合、政府の長期債務残高が預金・保険等の 1406 兆円を上回るのは 2032 年となる(図表 28)。政府債務の国内ファイナンスが難しくなるまでには、まだ少し余裕があると言えよう。

一方、10 年国債利回りが 1% に上昇したと仮定してみよう。この場合、長期債務残高が 1406 兆円を上回るのは、2029 年となる(図表 28)。このように、長期金利の上昇は、債務残高の増加ペースを加速させ、国内ファイナンスが可能な期間を短くしてしまう。仮に 1406 兆円が国内でファイナンスでき得る上限額なのだとすれば、残された時間は 14 年から 11 年へと短縮される。金利上昇が財政の維持可能性にもたらす影響は、このような文脈でとらえることができる。

図表 28: 家計金融資産と政府債務残高



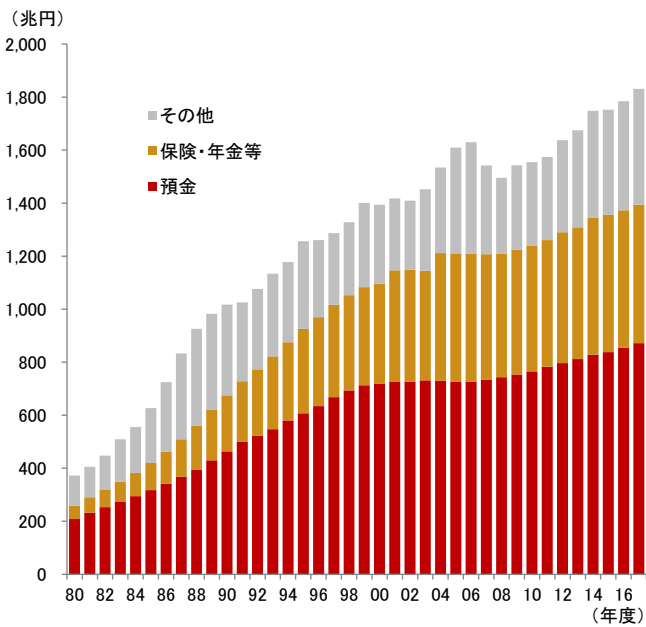
注: 政府債務にかかる金利は 10 年国債金利の 10 年後方移動平均を用いている。

出所: 財務省、内閣府、日本銀行より野村作成

3. 家計金融資産が増加している理由

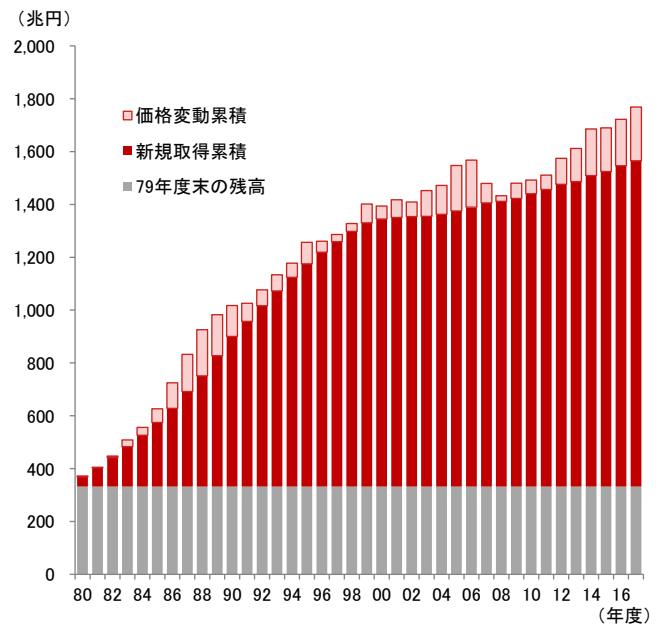
我々にとっての朗報は、家計金融資産が実際には増加を続けている点であろう。日本では高齢人口割合が上昇しているため、貯蓄率が低下し、金融資産残高は増えにくいと思われがちである。しかし、17年度末までの10年間を平均すると、家計金融資産残高は平均で毎年約29兆円増加してきた。そのうち、預金・保険等が約19兆円を占めている(図表29)。別の見方をすると、株価などの価格上昇による資産価値上昇分が約13兆円、残りの約16兆円は新規の金融資産取得によるものである(図表30)。毎年16兆円の新規取得の原資がどこからくるのか正確に分解することは難しいが、国民経済計算の家計勘定を見ることでおよそのヒントを得ることができる。

図表 29: 家計金融資産の内訳 (1)



出所: 日本銀行より野村作成

図表 30: 家計金融資産の内訳 (2)



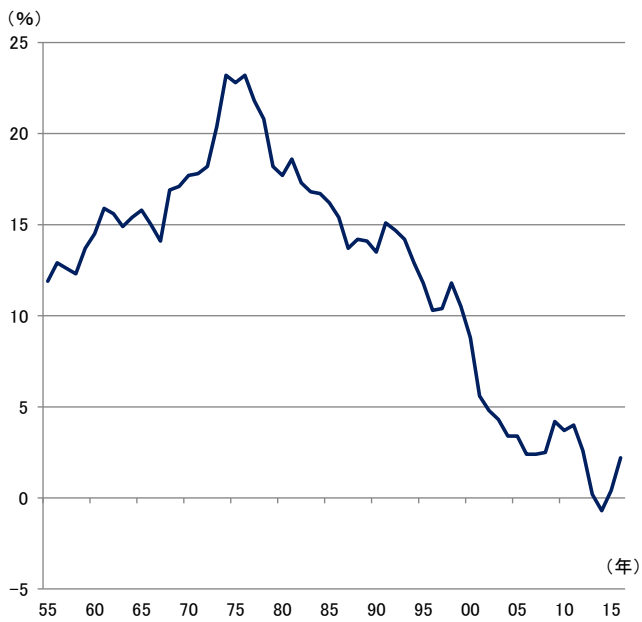
出所: 日本銀行より野村作成

家計資産が増加している理由として一般的に想像しやすいのは、毎年の所得からの貯蓄であろう。確かに、高齢化により可処分所得に対する貯蓄率は低下傾向にある(図表31)。それでも、家計可処分所得は年間300兆円程度あり、貯蓄率を2%とすると、年間6兆円は金融資産の取得が可能な計算となる。

加えて、年によって変動はあるものの、家計部門はネットで土地を売却しており、それも金融資産取得の原資になっていると見られる(図表32)。国民経済計算によれば、16年度までの10年間を平均すると、毎年約2.4兆円の売却となっている。人口減少により必要な住宅の絶対数が減少する可能性を考えれば、今後も土地の売却は続くと考えるのが自然であろう。国立社会保障・人口問題研究所の試算によれば、世帯数は2023年をピークに減少に転じ、2050年前後には今より10%以上減少していてもおかしくない。一方、今後30年間、毎年3兆円の土地の売却が行われるとすれば、総額は90兆円となる。家計が保有す

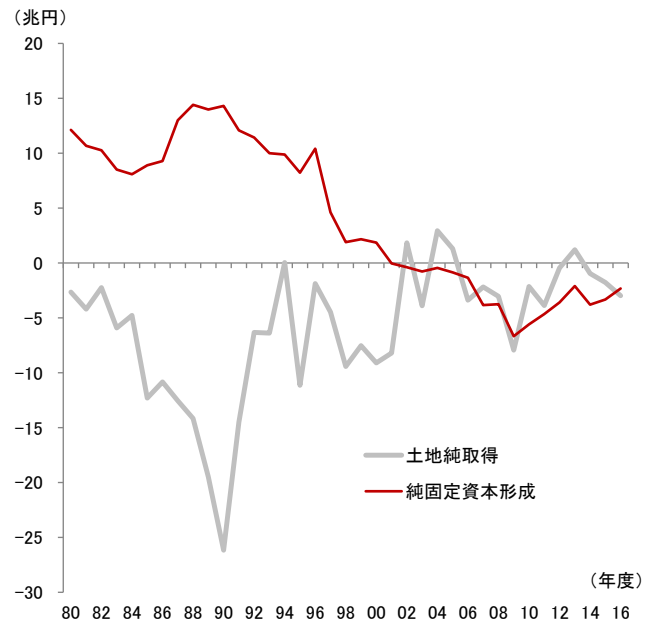
る土地の総額は 16 年末で約 700 兆円であるから、そのうち 13%程度が売却されることになり、世帯数の減少と概ね釣り合うことになる。

図表 31: 家計貯蓄率の推移 (国民経済計算ベース)



出所: 内閣府より野村作成

図表 32: 家計部門の純土地取得と純固定資産投資



出所: 内閣府より野村作成

住宅の取得が減少している点も重要であろう。家計部門の総固定資本形成は、おおむね住宅であると見られるが、06年度の 20.7 兆円から、16 年度には 17.3 兆円と、17%減少しており、代わりに金融資産を取得する余裕が生まれていると見られる。テクニカルになるが、家計部門が住宅投資を減らしたことによる金融資産の増加分は、国民経済計算では純固定資本形成、すなわち「総固定資本形成－固定資本減耗」がマイナスとなっていることで把握でき、16 年度までの 10 年間の平均では毎年 4 兆円程度の原資が生まれている(図表 32)。

以上のように、毎年の貯蓄で 6 兆円、土地の売却で 3 兆円、住宅取得の減少から 4 兆円と考えれば、家計部門は毎年合計 13 兆円の金融資産を新規に取得できることになる。

4. 金利上昇のインパクト：家計金融資産が増加する場合

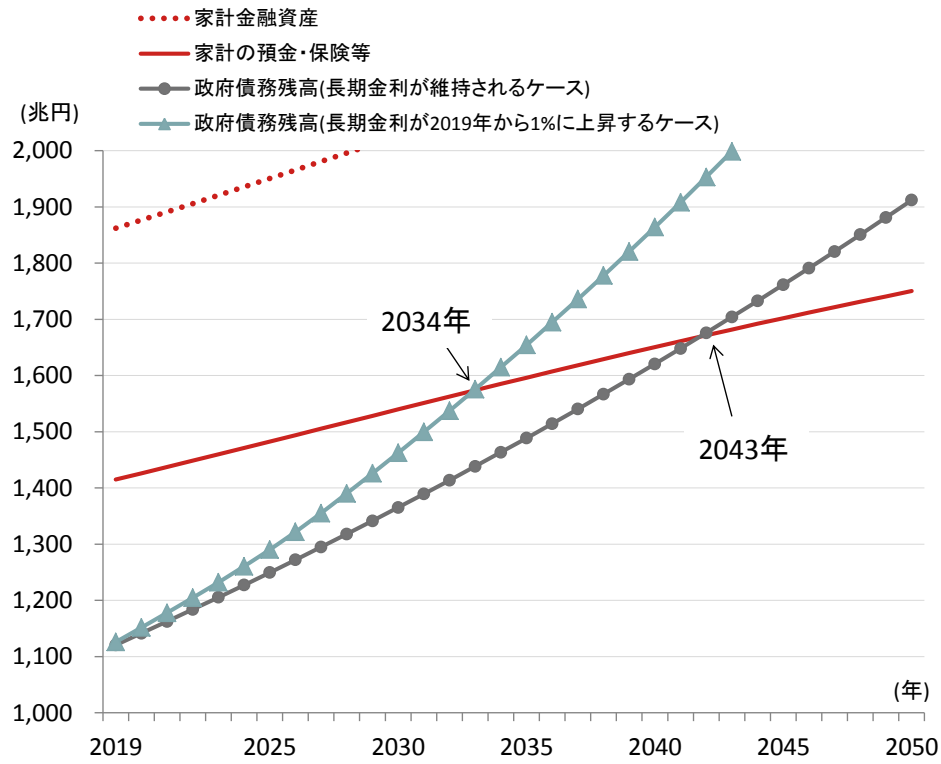
ここでは、家計金融資産の先行きについても簡単なシミュレーションを行ってみよう。1)家計の可処分所得は 300 兆円を起点とし毎年 1.3%増加(名目 GDP 成長率に比例)、2)貯蓄率は現状を 2%とした上で高齢化に伴い 2050 年にかけて 1%へと低下、3)毎年 3 兆円の土地売却、4)人口減少による住宅投資減少を念頭に総固定資本形成は毎年 3.6%減少、5)過去の実績を参考に固定資本減耗は固定資本ストックの 5.6%、などの仮定を置くと、家計金融資産はしばらくの間毎年 14 兆円以上増加していく計算となった。

毎年の新規取得分のうち現在の割合である 76%が預金・保険等に向かうと仮定すると、その増額は毎年 11 兆円以上となる。この場合、長期金利が現在と同

水準で推移するケースでは、政府債務残高が預金・保険等を上回るのは 2043 年と、かなり先のタイミングとなる(図表 33)。金利が 1%に上昇するケースでは、2034 年だ。

もちろん、家計金融資産の増加を加味しても、金利が上昇するケースでは、政府債務を国内資金でファイナンスできる期間はそれほど長いわけではない。日本銀行が金融政策の正常化に向かう局面では、これまでに増して財政再建への努力が必要ということになる。上記の計算は、財政再建に踏み出す時間がある程度は残されていることを示すものと言えよう。

図表 33: 家計金融資産(増加)と政府債務残高



注: 政府債務にかかる金利は 10 年国債金利の 10 年後方移動平均を用いている。

出所: 財務省、内閣府、日本銀行より野村作成

Ⅷ. シナリオ別の中期経済見通し

1. 世界経済の前提

野村では、2018年から2020年にかけての世界実質成長率について、3%台半ばから後半の比較的高めの伸びを予想している。大型減税の効果により米国景気が堅調に推移していることによるところが大きい。もちろん、政策効果に頼った高成長は永続するわけではない。2021年以降は、各国・地域ともに潜在成長率程度の成長に回帰し、世界経済全体としては3.2%程度の成長が続くと想定している。

2. 原油価格の前提

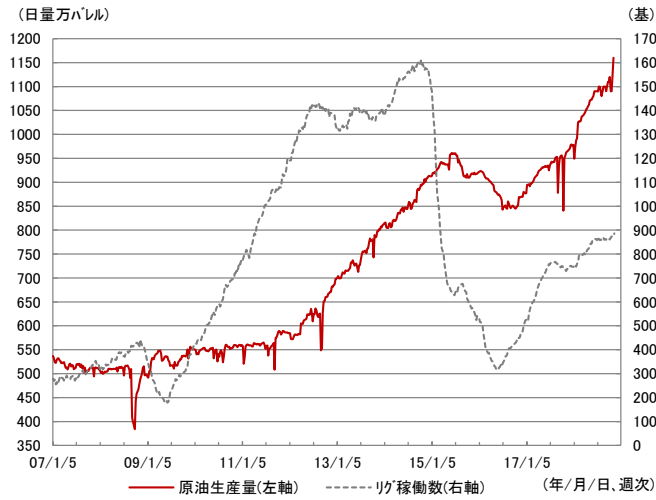
2017年1月から始められたOPEC(石油輸出国機構)プラス(OPECと協調減産に参加する非OPEC主要産油国)の協調減産によって、2017年の世界の原油需給は供給不足となり、原油価格は顕著に上昇した。北海ブレント期近物先物価格は終値で、2018年10月3日に1バレル当たり86.29ドルまで上昇した。ただしこの間の原油価格上昇を背景にして、米国のシェール・オイルの開発が再び活発化し、米国の原油生産量が増加したことが主な背景となり、2018年に入って、原油需給は供給過剰へ転じていた。そうした中でも、米国が対イラン経済制裁再発動を決定し、先行きの供給制約が懸念されたため、原油価格は支えられ続けた。しかし、OPECプラスがイランの減産や経済情勢が悪化したベネズエラの減産を穴埋めすると、供給過剰状態が続くことが見通されるようになり、10月からは原油価格がやや抑えられる展開となった。OPECプラスでは、2019年に協調減産を強化することを模索し始めたが、こうした展開から、原油価格に対する過度な上昇圧力は、しばらく落ち着く情勢となった。北海ブレント価格は、2021年にかけて、変動を均すと70ドル程度での推移を続けると想定する。しかしその後は、再び原油価格は上昇し始めると見込まれる。

「財界観測」2018年新春号の「[日本経済中期見通し2018](#)」では、今後、電気自動車の普及率が高まる下でも、新興国を始めとして、内燃機関を持った自動車の台数は増え、世界の原油需要は2025年まで増加し続けると想定した。今回、2030年までの期間においても、基本観は変わらず、原油需要は極僅かにペースを落としながらも、安定して増加していくと想定される。したがって、先行きの中期的な需要拡大に対して、十分な原油供給を確保するためには、安定した石油開発の拡大が必要となる。限界的な開発コストが上昇すると考えると、2030年にかけて増加する原油需要にともなって、石油開発を続けるためには、原油価格の上昇が必要となろう。

米国のシェール・オイル開発を見ると、2016年と2017年の原油価格上昇局面で、シェール層向けのリグ(掘削装置)稼働数が顕著に増加し、開発が進められた(図表34)。しかし2018年に入り、原油価格の上昇が鈍化し始めると、リグ稼働数の増加は減速した。パイプラインの不足といった輸送能力の限界が開発を抑制した地域もあるが、原油価格の上昇が鈍化し、採算の取れるシェール層の余地が縮小したことが開発鈍化の主な背景と見られる。このように、シェール・オイルの開発は、原油価格に敏感であり、中期的に原油需要が増加し、シェール・オイルの増産が求められる場合、原油価格は更に上昇する必要がある。

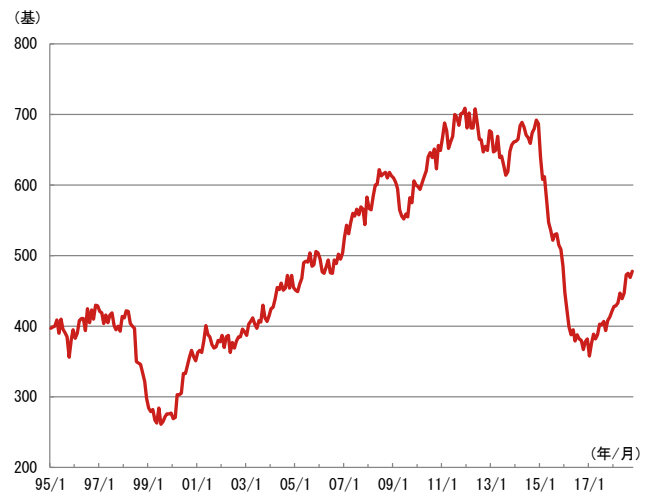
一方、在来型の陸上油田と海底油田に関しても、原油価格は開発に大きな影響を及ぼしている。シェール・オイルを開発している米国、サンド・オイルを開発しているカナダ、そしてカルテルを結んでいる OPEC を除く産油国、つまり商業ベースで主に陸上油田と海底油田を操業している産油国の石油開発を見ると、2000 年代に入り、2014 年までの、原油価格が上昇し高止まった局面で、リグの稼働数が順調に増加している(図表 35)。そして原油価格の急落に伴ってリグの稼働数が急減した後、現在は再び原油価格が上昇したことから、ややリグの稼働数が増加し、開発が緩やかながら、活発化してきている。

図表 34: 米国の原油生産と油田向けリグ稼働数の推移



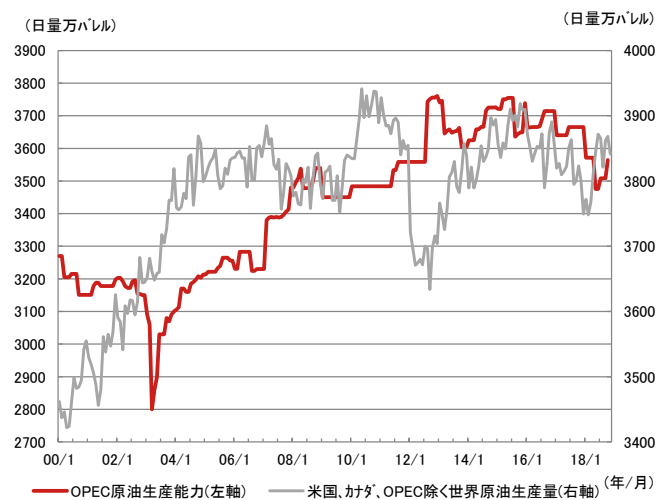
注: リグ: 油田を掘る掘削装置
出所: 米国エネルギー省、ブルームバーグより野村作成

図表 35: 米国、カナダ、OPEC を除く世界の油田向けリグ稼働数の推移



注: 中国の陸上、ロシア、カスピ海地域、スーダン、キューバ、北朝鮮を除く。2012年2月以降、シリアを除く。リグ: 油田掘削装置。
出所: ベイカー・ヒューズより野村作成

図表 36: OPEC 生産能力と世界の原油生産動向



注: OPEC(石油輸出国機構)原油生産能力はブルームバーグ調べによる。米国、カナダ、OPEC 除く世界の原油生産量は、米国エネルギー省統計で、リースコンデンセート(天然ガス液等)を含む。
出所: 米国エネルギー省、ブルームバーグ、トムソン・ロイター・データストリームより野村作成

図表 37: 今後の原油価格の想定



注: 対象は北海ブレント fob 出荷価格の年間平均値。
出所: IMF(国際通貨基金)、トムソン・ロイター・データストリーム、野村想定

ここで問題になるのが、石油開発の開始から原油の生産開始までの所要時間、つまり開発期間である。シェール・オイルは、開発開始から早ければ半年かからずに生産を開始できる。また、開発した油井の寿命が短い。したがって、機動的に生産を変化させることができるため、限界的な需要の変化に柔軟に対応することが可能である。他方、在来型の陸上油田や海底油田は、平均約3年の開発期間が必要とされる。そして、油田の寿命が長い。したがって、陸上油田や海底油田の原油生産は、基礎的な原油需要に対応する部分を中心となる。中長期的な観点では、基礎的な原油需要の増加に対応するためには、陸上油田や海底油田の開発を安定して続ける必要がある。前述のように、これらの油田の開発動向は、原油価格に大きく左右される。したがって、開発継続のためには緩やかながらも安定した原油価格の上昇が必要となる。近年、米国、カナダ、OPECを除く世界の原油生産量は伸び悩んでいる(図表36)。これらの国々は概ね完全操業で生産を行っており、生産量が伸び悩んでいるということは、生産能力も伸びていない状況が示唆されている。加えて、OPECの原油生産能力も伸び悩んでいると見られる。当面は、過去の活発な石油開発とシェール・オイルの増産のおかげで、原油が大きく不足する可能性は低いと見られるが、その先、需要が拡大する中では、原油価格が上昇し、在来型の石油開発が安定的に進められる必要があろう。

そこで中期予想においては、中期的な原油需要の変化に、石油開発を対応させるような、適切な原油価格が実現すると想定して、原油価格の先行きの動きを検討した。この観点に基づき、原油需要を主な説明変数として推定した北海ブレントに関する原油価格関数を用いて、先行きの原油価格動向を試算した。

2018年1-10月期平均の北海ブレント価格(fob出荷価格)1バレル当たり73.09ドルに対して、原油需要の増加に伴い、同価格は2030年に96.07ドルへ上昇する試算結果となった(図表37)。短期的には、米国の対イラン制裁の行方などが、価格を変動させることは十分あり得るが、そうした変動を均した中長期の推計では、2021年を超えてから、緩やかな原油価格の上昇が、先行きの需要増加に対応する石油開発にとって、必要と考えられる。

以上のような中期的な観点のシナリオが崩れるのは、急激に電気自動車が世界的に普及し、早期に原油需要が減少に転じる場合であろう。この可能性は低いと考えられるが、この場合には、原油価格は大きく下落しかねない。また、2030年にかけて、原油の埋蔵量に不足はないと考えられるが、緩やかな原油価格の上昇で開発可能な油田が予想外に限られていると、高い開発コストの油田に開発を広げざるを得ず、原油価格が急上昇することもあり得る。ただしこの場合、経済的に代替エネルギー開発が進むこともあり得、エネルギーの需要構造の変化が促されることも考えられる。基本的には、原油価格が緩やかに上昇して行く可能性が高いと考えるが、こうした代替シナリオがあることも、意識しておく必要はあろう。

3. シナリオ区分の考え方

シナリオ別の具体的な日本経済見通しの説明に入る前に、本中期経済見直しにおけるシナリオ区分の基本的な考え方を説明しておきたい。

2008年のいわゆるリーマンショックに端を発する世界的金融危機、景気後退を契機として、主要先進地域中央銀行は量的金融緩和を中心とする非伝統的金融政策の採用を余儀なくされた。現状、米FRB(連邦準備制度理事会)が金融政策の正常化を進行させている一方、他の先進地域中央銀行では正常化への道を模索しつつもその歩みが開始されているとは言い難い状態である。

非伝統的金融緩和政策からの正常化の道を阻んでいる基本的な要因は、2%を軸とするインフレ目標の未達である。しかし、インフレ目標未達であっても、实体经济の回復ぶりからみて金融政策の正常化は十分許容されるのではないかと議論とともに、非伝統的緩和長期化に伴う資産市場の歪みや金融システム不安定化リスクの蓄積など、マクロプルーデンスの視点からむしろ金融政策正常化を急ぐ必要があるとの議論も浮上している。本レポートでは、インフレ目標に代えて、上述のような現状を踏まえながら適切に金融政策の正常化を進め得る新たな政策目標として、「名目GDP成長率ルール」の是非について議論した。今回の中期経済見直しにおいては、「名目GDP成長率ルール」への金融政策レジーム移行を通じた、金融政策正常化を軸に中長期的な日本経済を見直す上でのシナリオ区分を行っている。

野村が、現状で最も確度が高いと考える「メイン・シナリオ」においては、名目GDP成長率レジームへの移行を通じた金融政策正常化はスタートしていないと考える。従来のインフレ目標レジームを放棄して金融政策の正常化を進めるべきであるかどうかにつき、内外の議論は十分に成熟しているとは言い難く、本中期見通しの予測期間中に明確なレジームシフトが起きることは想定しにくいからである。

以上の判断から、特に日本において名目GDP成長率レジームへの移行を伴った金融政策の正常化は本中期見直しでは「サブシナリオ」において実現すると仮定した(以下、「正常化シナリオ」とする)。正常化シナリオ実現の前提となるのは、国内における低インフレ持続と緩和長期化の歪み露呈(例えば、一部資産市場の過熱感台頭、国内金融機関収益力の更なる低下)だけでなく、類似の問題が海外においても生じることにより、国際的にみても、インフレ目標に代わる金融政策レジームへの移行の必要性及びそれを是認する議論が高まることであると考える。

一方、金融緩和長期化の歪みが顕在化しつつも、インフレ目標への固執が続き、さらには、实体经济やインフレモメンタムの下ぶれに直面することにより、財政の大幅拡張と連動した急進的な金融緩和策の採用を余儀なくされるケースも完全には排除できない。財政拡張と金融緩和策の更なる急進化の組み合わせは、巷間、「ヘリコプター・マネー政策」と称される政策に近いものを想定している。昨年「日本経済中期見直し2018」でも、ヘリコプター・マネー型の急進的政策ミックス採用をリスク・シナリオとして検討したが、本レポートでも、これを引き続きリスク・シナリオと位置付けることにした(以下、ヘリマネ・シナリオ、とする)。

4. メイン・シナリオ

実体経済と物価

金融政策正常化という攪乱要因を考慮していないメイン・シナリオの下での経済成長率は、基本的に、人口動態を背景とする基調的な労働投入の減少トレンドと、主に情報通信技術の進歩とその活用に伴う資本投入増加と生産性押し上げ効果とのバランスによって、潜在成長率がどのように推移するかによって規定されることになる(図表 38~42)。

野村では、2025 年頃までわが国の潜在成長率が年平均 0.6%程度を維持した後、予測期間後半の 2026-30 年にかけては、労働投入の減少効果が上回りはじめ、潜在成長率が年平均 0.5%程度へと小幅低下するとみている。

需要側からみた成長率も、概ね潜在成長率の動向に沿って推移すると考えている。需要項目別にみた場合には、個人消費が相対的に低空飛行を続ける一方、設備投資は相対的に底堅い推移を辿ると予想する。金融政策正常化を想定しない下では、引き続き利子所得の低迷を背景に家計の純財産所得の増勢は鈍く、中長期的にはそれを相殺する形で消費性向の低迷(貯蓄率の高止まり)が続く可能性が高いと想定されるためである。一方、低金利長期化は設備投資の下支え要因となる。加えて、労働投入の減少が引き起こす人手不足への対応の必要性から、省力化、効率化投資が設備投資の増勢を下支えしていくと考えられる。

家計需要の停滞の下、基調的な物価上昇圧力は盛り上がりを欠いた状態が持続する可能性が高い。コア消費者物価は、緩やかな需給ギャップの縮小を受けて緩やかには上昇率を高めていくと考えられるが、年平均の上昇率が 1%を下回る状態が予測期間全体を通じて継続するとみている。

金融政策と金利・為替

以上のような物価動向の下において 2%の物価安定目標が維持され続けた場合には、日本銀行は現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みと、個々の政策目標を維持せざるを得ないと判断される。メイン・シナリオにおいては、予測期間全体を通じて、日銀金融政策に大きな変更がないことを前提とする。

日銀金融緩和の枠組み及びそれに影響を受ける長短金利水準が基本的に変化しないとの前提に基づくと、ドル円為替レートは基本的に海外の金利動向によってほぼ決定されると考える。現在米 FRB を皮切りに実施されはじめている金融政策正常化の動きは、2020 年にかけての米経済の減速により一旦休止されると考えられるが、その後米経済が潜在成長率並みの緩やかな拡大を継続する中であって、両国の金融政策の引き締め度合及び市場金利格差は一定のレベルを維持していく可能性が高い。野村が短期経済見通しにおいて前提としている 2018 年末 113 円/ドル、2019 年末 121 円/ドル、2020 年末 115 円/ドルを踏まえると、それ以降、ドル円レートには大きな動意がみられるとは考えにくい。メイン・シナリオは、2021 年末以降は 115 円/ドルの水準で横ばいになるとの前提で予測している。

財政収支、IS バランス、政府債務

メイン・シナリオの下での財政バランスは、一般政府基礎的財政収支でみた場合、19年10月の消費増税を受け一旦対名目GDP比-2.7%程度まで改善した後、予測終期の2030年に向けて同-4%程度まで緩やかに悪化を続けていくと予想する。

一方、部門別のISバランスは、以下の通りとなる。家計部門においては、労働分配率の低下を受けて家計名目所得が伸び悩む中、人口動態を背景とした基調的需要低下を反映して住宅投資が縮小傾向を辿る下にあっても、貯蓄超過幅を小幅ながら縮小させていく。労働分配率低下を背景とする企業の営業余剰の拡大と、成長期待低迷を反映した基調的な投資需要の弱さから、民間法人部門の貯蓄超過幅は拡大していく。結果として、民間部門の純貯蓄が一般政府の赤字(投資超過)を上回る状態は維持されるが、予測期間の終期に向けては家計純貯蓄の縮小効果が民間法人部門の貯蓄超過幅拡大効果を徐々に上回りはじめ、国全体としての純貯蓄(経常収支の黒字幅)は、対GDP比で緩やかに縮小に向かうと予想する。

以上のシナリオの下で、政府長期債務残高は累増を続け、2020年以降、対GDP比200%を上回る水準に達しながらなお緩やかに拡大を続ける(図表55)。しかし、家計の金融資産残高が現時点で政府長期債務残高を大きく上回っており、かつ、純貯蓄超過状態を維持する家計の金融資産累増が徐々にペースを落としながらも中長期的に継続していくと予想されることから、政府長期債務残高が家計金融資産残高を上回りはじめるのは、54年度と、今回中期見通しの予測期間を超えた将来時点となる見通しである(図表56)。

家計金融資産の範囲を預貯金、保険・年金受給権等、金融機関・年金基金を経由して政府債務下支えに直接的に寄与している安全資産に限定しても、政府長期債務残高を家計の安全資産残高が上回るのは40年度頃と、時間的猶予は保たれる結論となる。

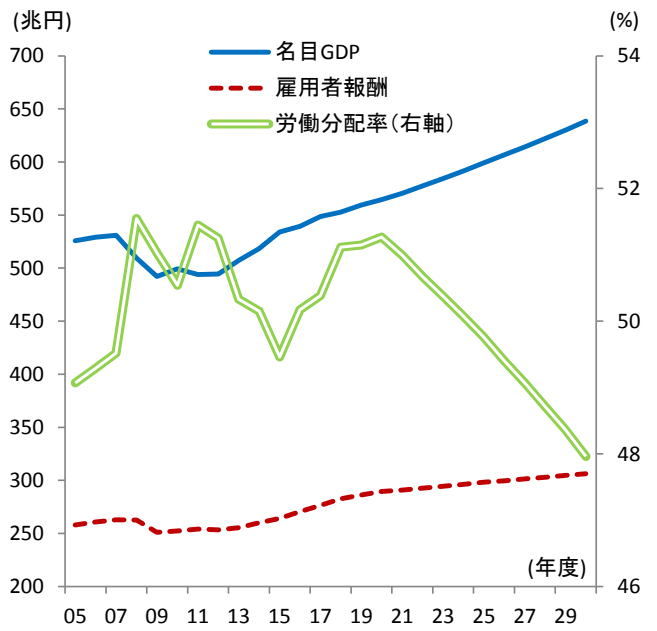
図表 38: 経済指標一覧表(メイン・シナリオ)

	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年	24年	25年	26年	27年	28年	29年	30年	16-20年	21-25年	26-30年
		(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	1.7	0.8	0.8	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.1	0.6	0.5
〈主要需要項目〉																	
民間最終消費支出	1.0	0.3	0.6	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
民間住宅投資	2.7	-5.8	1.1	-5.8	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-0.6	-3.6	-3.6
民間企業設備投資	2.8	4.4	3.1	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	2.7	2.0	1.7
民間在庫品増加	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.3	0.4
公的固定資本形成	1.2	-2.0	1.9	-2.7	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.5	0.0
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	0.6	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
輸出	6.7	3.2	1.7	2.4	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	3.1	2.2	2.1
輸入	3.5	2.9	2.6	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	1.9	2.2	2.1
名目GDP	1.5	0.8	1.2	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.1	1.2	1.3
経常収支	3.8	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7			
基礎的財政収支	-2.8	-3.0	-2.7	-2.8	-3.0	-3.1	-3.2	-3.3	-3.3	-3.5	-3.6	-3.7	-3.8	-3.9			
財政収支	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.7	-3.8	-3.9	-4.1	-4.2			
政府長期債務残高	196.2	198.5	199.3	200.7	201.7	202.2	202.9	203.4	203.8	204.6	205.4	206.2	207.2	208.1			
消費者物価指数(除く生鮮食品)	0.5	0.9	1.1	1.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8			
同上(消費増税の影響を除く)	0.5	0.9	0.8	0.5	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8			
GDPデフレーター	-0.2	0.0	0.4	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8			
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10			
10年債利回り	0.05	0.15	0.10	0.10	0.10	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12			
ドル円レート(円/ドル)	113	113	121	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115			
北海プレント(ドル/バレル)	61.46	77.18	72.11	69.52	70	72.71	75.43	78.2	81.04	83.93	86.89	89.9	92.96	96.07			

注：1.単位は、図表中に表示がない項目については%。実質GDP、名目GDP、消費者物価指数、GDPデフレーターは前年比。実質GDPの主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸入は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は名目GDP比。政策金利、10年債利回り、ドル円レート、北海プレントは末値。2.経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は年度ベース。その他は暦年。3.政府長期債務残高は財務省ベース。4.19年10月に2%の消費税率の引き上げを想定。5.16-20年、21-25年、26-30年は期中の平均伸び率。

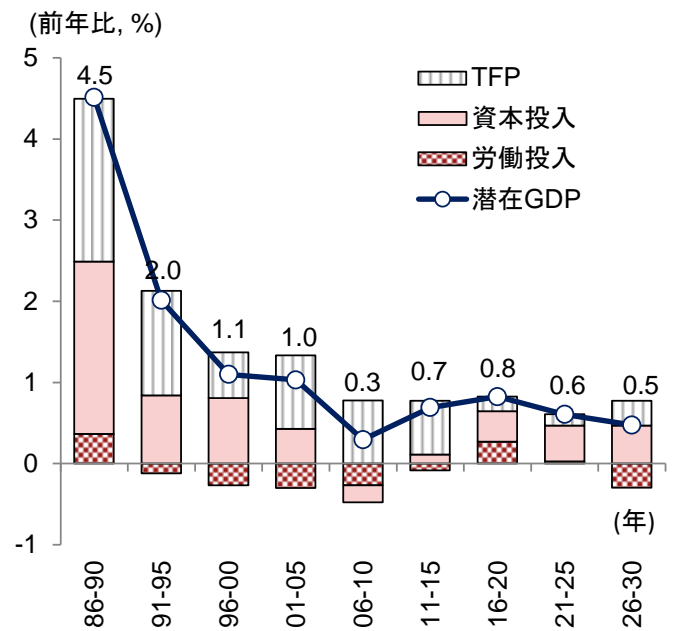
出所：内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

図表 39: 労働分配率(メイン・シナリオ)



出所: 内閣府、厚生労働省資料より野村作成

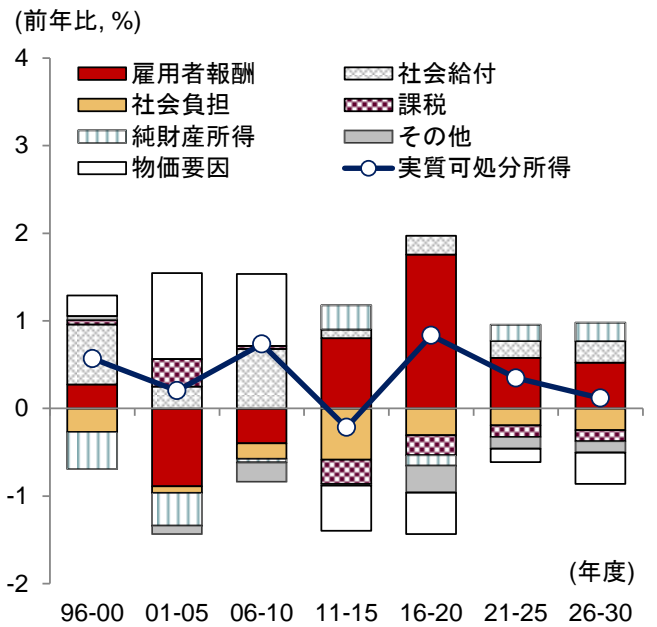
図表 40: 潜在成長率の分解(メイン・シナリオ)



注: 1.各期間の平均伸び率。2.潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。 $Y=AK^{1-\alpha}L^\alpha$ 。Y:生産量(GDP)、K:資本ストック、L:労働力、A:全要素生産性(TFP)、 α :労働分配率(0.65で一定とした)。

出所: 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

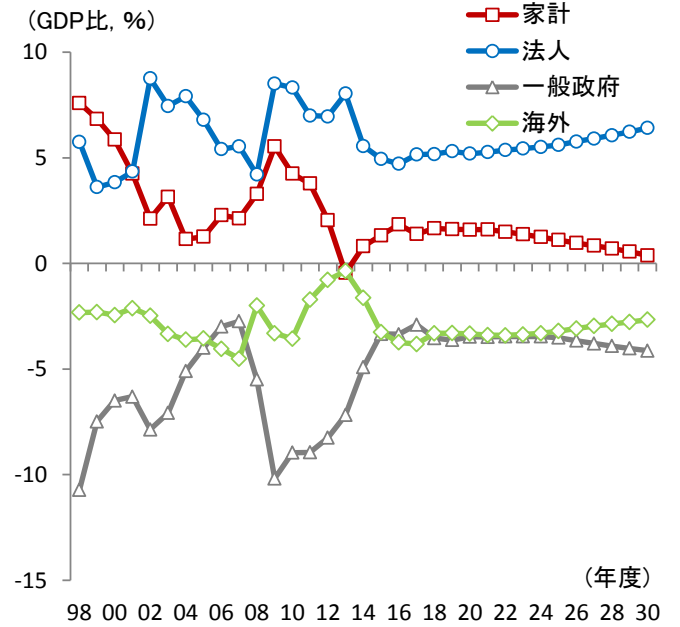
図表 41: 可処分所得(メイン・シナリオ)



注: 各機関の平均伸び率。

出所: 内閣府、総務省資料より野村作成

図表 42: 部門別 IS バランス(メイン・シナリオ)



注: 家計には対家計民間非営利団体を含む。法人=非金融法人+金融機関。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

5. 正常化シナリオ

実体経済と物価

本レポートでは、金融政策がマクロ実体経済と金融システムの安定の両面において適切なバランスを維持していく手段として、インフレ目標に替えて名目成長率ターゲットに移行しつつ金融政策を一定程度正常化させるシナリオを想定することとした。このシナリオの下では、名目成長率が好ましくまた安定した水準を保っている限りは、インフレ目標レジームの下におけるそれと比べれば、高めの金利水準が許容されるようになる(図表 43~47)。

これを別のかたちで表現すると、これまでの金融政策レジームと名目成長率レジームの違いは、政策金利を含めた金利水準が変わることにより、金利を通じた経済各部門間の所得分配のみを変化させながら、好ましい名目成長率を実現している点に求められることになる。

インフレ目標達成を待たずして金融政策が正常化に動いていく経路としては、以下のようなものを想定している。まず、今後 20 年にかけて見込まれる景気減速局面を経て再び循環的に景気が上向きはじめること、その間に、海外においても低インフレの下での金融政策正常化に関する議論が熟することを確認し、2023 年に現行の長短金利操作のうち、長期金利誘導目標が撤廃され、10 年国債金利を含む長期金利に対する政策的な抑制が除去されることを想定した。その後、24 年に短期の政策金利誘導目標の引き上げが開始され、26 年以降に日銀保有国債の償還後の再投資を休止することを通じて、緩やかなバランスシートの縮小が開始されることを想定している。市場の長期金利水準は、誘導目標が撤廃された段階から、将来的な短期金利上昇についての織り込み、将来的な日銀保有国債残高の減少を反映したプレミアムの拡大、を通じて、徐々に上昇していくことになる(図表 58~61)。

以上のような前提に立脚していることから、メイン・シナリオと正常化シナリオにおける実質 GDP 成長率及び名目 GDP 成長率のレベルに差し当たって大きな差異は生じない。差異が生じるのは、GDP 成長率全体に対する需要項目の寄与度となる。

正常化シナリオにおいては、政策金利を含めた金利水準全体が従来と比べ上方に調整されることから、フロー面においては貯蓄超過、ストック面においては(金融)純資産超過主体である家計に対する所得移転が生じる。金利上昇は一方では代替効果を通じて貯蓄率を更に上昇させる効果をもたらすが、ここでは、金利上昇に伴う所得移転がもたらす所得効果が上回り、家計の消費性向が上昇しながら、金利受け取り純増による所得増加と相俟って、家計消費支出の伸びは、メイン・シナリオに比べ押し上げられることを想定している。

現状、民間非金融法人部門は、フローベースにおいては貯蓄超過主体であるが、ストックベースではなお純負債超過主体であることから、金利水準全般の上昇は、民間企業設備投資に対してはマイナスに作用する。ただ、金融政策正常化に伴い金利水準が上方にシフトする当初の段階では、前述の家計需要加速効果による企業収益押し上げ効果が、企業部門の負債の平均借入年限分だけ遅れて発現する金利支払負担増加のマイナス効果を上回ることが想定される。

全体として、メイン・シナリオと正常化シナリオとでは、正常化シナリオの方がやや内需主導型の成長パターンを辿りながら、内需に関してやや高めの成長期待を生じさせ、その限りにおいて、潜在成長率に対しても押し上げ効果を及ぼす可能性があると思定される。それを反映し、正常化シナリオにおいては、予測期間終期にかけての基調的な実質 GDP 成長率がメイン・シナリオのそれを+0.1ppt 上回ると予測した。

内需、特に家計需要が相対的に堅調な成長パターンは、マクロ的な需給ギャップの改善ペースが同等である場合、消費者物価上昇率でみたインフレをより押し上げやすいと考えられる。正常化シナリオの下でのコア消費者物価上昇率は、後述する消費増税による押し上げ要因を除き、メイン・シナリオに比べ小幅高めで推移すると予想する。

金融政策と金利・為替

インフレ目標の達成を待たずして金融政策が正常化に動く下で、国内金利が上昇に向かうことは、それだけを前提とすれば、為替レートに対し円高バイアスを与えることになる。しかし、正常化シナリオの下では、海外においてもインフレ目標に代わる金融政策レジームに関する議論が熟し、日本同様に正常化プロセスが前進することを前提としている。このため、日銀による金融政策正常化の進行及びそれに伴う国内金利水準全般の段階的上昇は、ドル円レートを中心とする為替レートに対し基本的に中立であることを前提とした。

正常化シナリオにおけるドル円レートの想定は、メイン・シナリオと同様、2018 年末 113 円／ドル、2019 年末 121 円／ドル、2020 年末 115 円／ドル、それ以降は 115 円／ドルの水準で横ばいである。

財政収支、IS バランス、政府債務

正常化シナリオの下では、前述の通り、金融政策正常化が政府部門から民間部門、とりわけ家計部門への利子所得の移転を促すことになる。この点だけを見れば、財政収支は、全般にメイン・シナリオに比べ悪化するはずである。

しかし、家計に対する利子所得移転に伴う所得増及び所得効果を受けた消費性向上昇、さらにはその実質成長及びインフレ押し上げに対する波及効果が、財政収支の改善に寄与する部分もあると想定する。加えて、マクロ経済環境の安定の下、金融政策正常化の下での金利上昇による政府部門の利払い増加を相殺する政策的な意図も含め、2028 年度に消費税率を 10%から 12%に引き上げる再増税が行われることを仮定した。

これらの結果を受け、2030 年度時点の基礎的財政収支は、メイン・シナリオにおける対 GDP 比-3.9%に対し、同-2.7%まで改善すると予想する。なお、金利上昇の影響により、国債費を含む財政収支全体では、2030 年度時点でメイン・シナリオの同-4.2%に対し、同-4.7%とむしろ悪化する姿となる。

部門別の IS バランスは、以下の通りとなる。家計部門、企業部門ともに、貯蓄超過幅は縮小に向かう。その背景は前述の通り、家計部門においては所得効果による消費性向の上昇、企業部門においては家計需要の堅調さと中長期的期待成長の小幅改善を踏まえた投資性向の上昇である。結果として、民間部門の純貯蓄が一般政府の赤字(投資超過)を上回る状態は維持されるが、予測期間の終

期に向けては国全体としての純貯蓄(経常収支の黒字幅)は、対 GDP 比で縮小に向かい、2030 年度時点では対 GDP 比でゼロ%台に達すると予想する。

同シナリオの下で問題になるのは、家計貯蓄率がメイン・シナリオよりも速いペースで低下するため、家計金融資産の増加ペースが早めに頭打ちになることと同時に、所得効果を通じた消費性向と同様のロジックで家計の金融資産選好がよりリスク資産に向かい、政府債務のサポートに寄与しやすい安全資産の比率が低下する可能性を含むことであろう。

上記の家計純貯蓄の推移に沿って家計金融資産が推移した場合、金融資産全体の残高を政府長期債務残高が上回るタイミングは、2048 年度と、メイン・シナリオに比べ 6 年程度早まることになる。

一方、家計安全資産による政府債務のカバー率については、金融資産全体に占める安全比率が現状維持となるケースと、安全資産比率が米国並みに向かうケースの 2 つについて試算を行った。前者では政府長期債務が家計安全資産残高を超えるタイミングが 2037 年度、後者では 2032 年度となる。

金融政策正常化シナリオの一つの課題は、金利上昇による政府からの家計への利子所得移転とそれによる家計の金融資産選好の変化に対し、財政健全化と政府債務管理を如何にバランスさせるかという点にあるだろう。

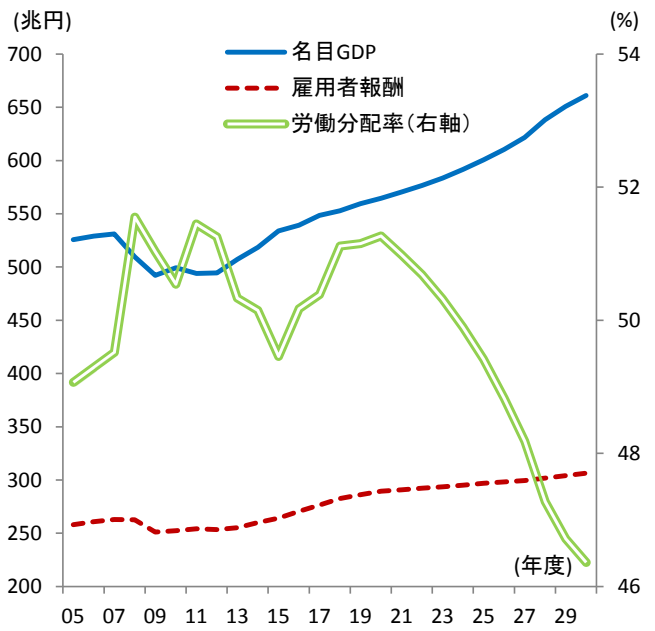
図表 43: 経済指標一覧表(正常化シナリオ)

	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年	24年	25年	26年	27年	28年	29年	30年	16-20年	21-25年	26-30年
		(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	1.7	0.8	0.8	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.9	0.7	0.7
〈主要需要項目〉																	
民間最終消費支出	1.0	0.3	0.6	0.2	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	0.8	0.4	0.6	0.6	0.4	0.6	0.6
民間住宅投資	2.7	-5.8	1.1	-5.8	-3.6	-3.8	-4.0	-3.8	-3.6	-3.4	-3.2	-4.0	-3.8	-3.8	-0.6	-3.8	-3.6
民間企業設備投資	2.8	4.4	3.1	2.7	2.0	1.9	1.7	2.0	2.1	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	2.7	1.9	2.0
民間在庫品増加	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.3	0.4
公的固定資本形成	1.2	-2.0	1.9	-2.7	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.5	0.0
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	0.6	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0
輸出	6.7	3.2	1.7	2.4	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	3.1	2.2	2.1
輸入	3.5	2.9	2.6	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1	2.3	2.0	2.3	2.4	1.9	2.2	2.2
名目GDP	1.5	0.8	1.2	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.8	2.7	2.0	1.6	1.1	1.2	1.9
経常収支	3.8	3.3	3.3	3.3	3.4	3.7	3.1	2.7	2.6	2.0	1.5	1.8	1.0	0.2			
基礎的財政収支	-2.8	-3.0	-2.7	-2.8	-3.0	-3.1	-3.2	-3.3	-3.3	-3.4	-3.4	-2.5	-2.6	-2.7			
財政収支	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-3.5	-3.6	-3.7	-3.8	-4.0	-4.3	-4.6	-4.0	-4.3	-4.7			
政府長期債務残高	196.2	198.5	199.3	200.7	201.7	202.6	203.4	203.9	204.3	204.8	205.3	203.5	203.3	204.4			
消費者物価指数(除く生鮮食品)	0.5	0.9	1.1	1.3	0.3	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	2.1	1.4	0.9			
同上(消費増税の影響を除く)	0.5	0.9	0.8	0.5	0.3	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.0	0.9			
GDPデフレーター	-0.2	0.0	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	2.1	1.3	0.9			
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.25	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00			
10年債利回り	0.05	0.15	0.10	0.10	0.10	0.25	0.60	0.82	1.00	1.16	1.29	1.41	1.51	1.61			
ドル円レート(円/ドル)	113	113	121	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115			
北海プレント(ドル/バレル)	61.46	77.18	72.11	69.52	70	72.71	75.43	78.2	81.04	83.93	86.89	89.9	92.96	96.07			

注：1.単位は、図表中に表示がない項目については%。実質GDP、名目GDP、消費者物価指数、GDPデフレーターは前年比。実質GDPの主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸入は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は名目GDP比。政策金利、10年債利回り、ドル円レート、北海プレントは末値。2.経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は年度ベース。その他は暦年。3.政府長期債務残高は財務省ベース。4.19年10月、28年4月にそれぞれ2%の消費税率の引き上げを想定。5.16-20年、21-25年、26-30年は期中の平均伸び率。

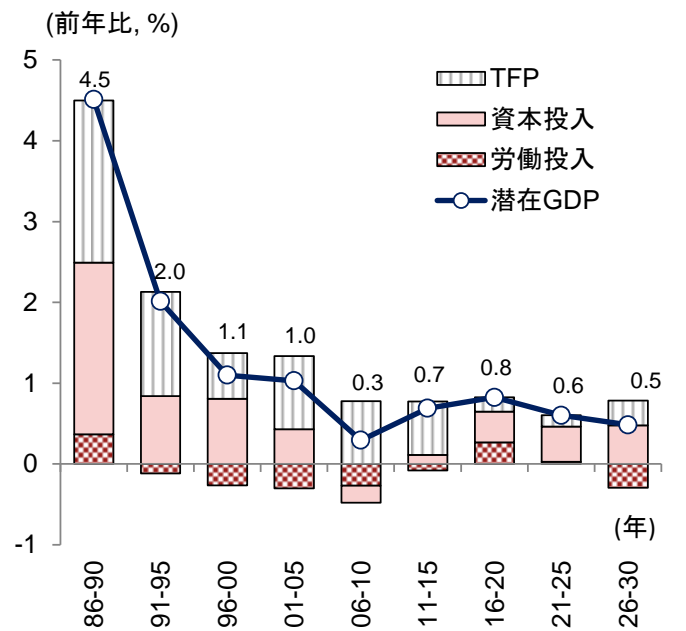
出所：内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

図表 44: 労働分配率(正常化シナリオ)



出所: 内閣府、厚生労働省資料より野村作成

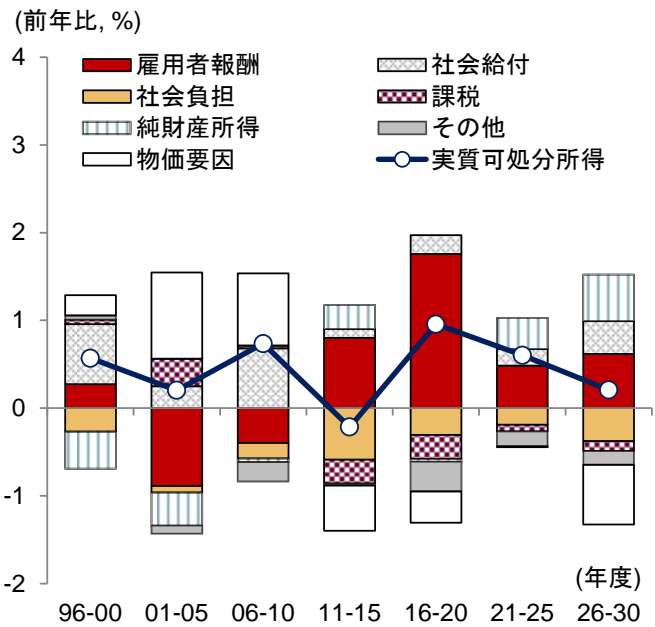
図表 45: 潜在成長率の分解(正常化シナリオ)



注: 1.各期間の平均伸び率。2.潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。 $Y=AK^{1-\alpha}L^\alpha$ 。Y:生産量(GDP)、K:資本ストック、L:労働力、A:全要素生産性(TFP)、 α :労働分配率(0.65で一定とした)。

出所: 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

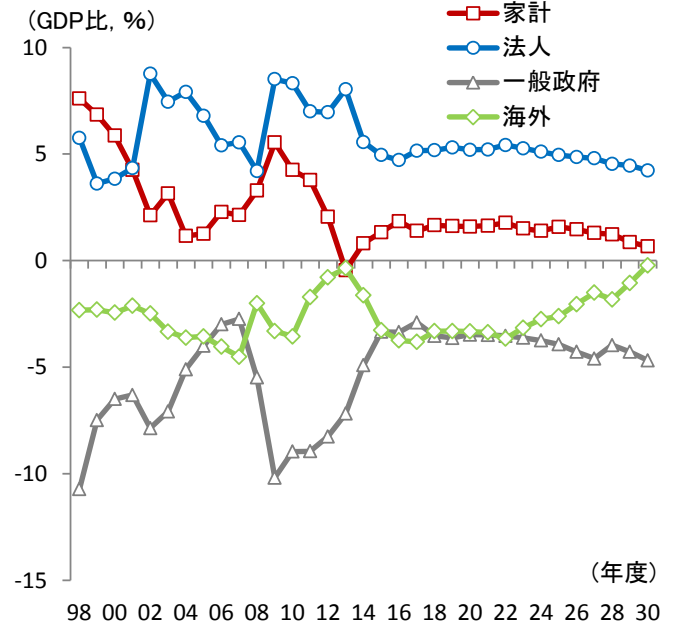
図表 46: 可処分所得(正常化シナリオ)



注: 各機関の平均伸び率。

出所: 内閣府、総務省資料より野村作成

図表 47: 部門別 IS バランス(正常化シナリオ)



注: 家計には対家計民間非営利団体を含む。法人=非金融法人+金融機関。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

6. ヘリマネ・シナリオ

実体経済と物価

ヘリマネ・シナリオの下での経済成長率は、財政拡張+金融緩和再加速の政策の組み合わせによりインフレ率が急加速することによって名目値ではメイン・シナリオを上回るものとなる(図表 48~52)。

ここでは、20年にかけての景気減速が政治的にみて政策の急進化を促すことにより、22年に財政拡張政策及びそれと連動した急進的な追加金融緩和が採用されはじめると仮定している。ここで想定する急進的追加金融緩和策とは、再びマネタリーベース、国債等の日銀保有資産量の拡大及びその加速を指標とする、政策スキームに転換することを想定している。その際、現在0%程度としている10年国債金利の目標は解除され、量を通じた金利抑制のみに依存したレジームに戻ることを想定している。

その結果、一旦市場金利は低下するが、為替レートが大幅に円安化しながらインフレの加速が生じ、それと連動して長期金利はむしろ上昇に向かうと予想される。円安及びインフレ抑制を余儀なくされるため、25年以降は短期政策金利の引き上げも想定している。

インフレ加速と連動した労働分配率の上昇により企業の営業余剰の増加率が抑制されることから、設備投資の増加率が抑えられるとともに、それと連動して技術革新のスピードも停滞し、資本投入増加率と全要素生産性上昇率の寄与度低下によって、潜在成長率はむしろ大きく低下することを想定している。ヘリマネ・シナリオの下では、予測期間中盤の2021-2025年の潜在成長率が年平均+0.6%程度、同終盤の2026-30年にかけては、同+0.2%まで低下すると予想する。

需要側からみると、拡張的な財政政策への転換を踏まえ、公共投資が2021-23年に増加を前提としている。一方、労働分配率上昇に伴う営業余剰増加率の抑制やインフレ加速に連動した市場金利の上昇により、民間企業設備投資は、メイン・シナリオを下回る伸び(2021-25年平均で、メイン・シナリオの+2.0%に対し、+1.2%)を予想する。家計の実質消費は、労働分配率上昇により名目雇用者報酬を含めた名目所得が高めの伸びとなる一方、インフレ加速による購買力減少効果により相殺され、メイン・シナリオに比べて低めの伸びを予想する(2021-25年平均で、メイン・シナリオの前年比+0.5%に対し+0.4%、2026-30年平均で同+0.4%に対し+0.2%)。

物価上昇率(コア消費者物価上昇率ベース)は、大幅な政策転換を受け大きく加速し、2024年頃には物価安定目標の年2%を上回ると予想する。その後は、政策的な引き締め効果やインフレ率のオーバーシュートに伴う実質成長率の押し下げ効果を受け、次第に安定化に向かうと予想する。

金融政策と金利・為替

本シナリオの下での為替レートは、大きな政策転換が行われる2022年以降のインフレ加速と連動して、国内民間主体の金融資産がインフレと予想インフレ率の上昇に対応する形で相応に海外流出していくことにより、大幅な円安へと向かうことを予想する。具体的には2025年にかけて、ドル円レートが1ドル

=160円程度まで下落した後、日銀による通貨防衛的な政策対応(=短期政策金利引き上げ)を受けてようやく安定することを想定する。

財政収支、ISバランス、政府債務

ヘリマネ・シナリオの下での財政収支は、基礎的財政収支でみた場合には、インフレ加速による名目GDP増加の効果により、対GDP比で見た場合にはむしろメイン・シナリオよりも改善が進む結果となることを予想する(図表53)。

しかし、インフレ加速と連動して市場金利が上昇することから、国債費を含む財政収支でみた場合、2027年以降は、利払い増加の効果が名目GDP増加の効果を上回り対GDP比でもメイン・シナリオに比べて悪化する結果となる(図表54)。

部門別のISバランスは、以下のような展開を予想する。労働分配率の上昇を受けて家計名目所得が高い増加率となるため、家計の貯蓄超過幅は維持されると予想する。一方、労働分配率上昇を背景とする企業の営業余剰の伸び悩みを主な背景として、民間法人部門の貯蓄超過幅は縮小傾向をたどると予想する。結果として、民間部門の純貯蓄と一般政府の赤字(投資超過)の差分(経常黒字幅に相当)は、予測期間を通じて縮小し、2030年には対GDP比で0%近傍まで低下していると予想する。

以上のシナリオの下で、対名目GDP比で見た政府長期債務残高の累増ペースは、当初はメイン・シナリオのそれと同程度であるが、インフレの加速と名目GDPの拡大によって、2023年頃からメイン・シナリオを下回りはじめる(図表55)。ただ、金額ベースでみた政府債務残高の累増ペースはメイン・シナリオのそれを上回ることになる。それに加えて、インフレ及び予想インフレの加速に伴い、家計を含む国内民間主体の金融資産が従来の安全資産主体からインフレ・ヘッジを目的として海外及び外貨建て資産にシフトする可能性が高い。国内民間主体の円建て資産によって政府部門の債務が支えられる図式は、メイン・シナリオはもとより正常化シナリオよりも早く崩れ始めるリスクがあると考えべきだろう。

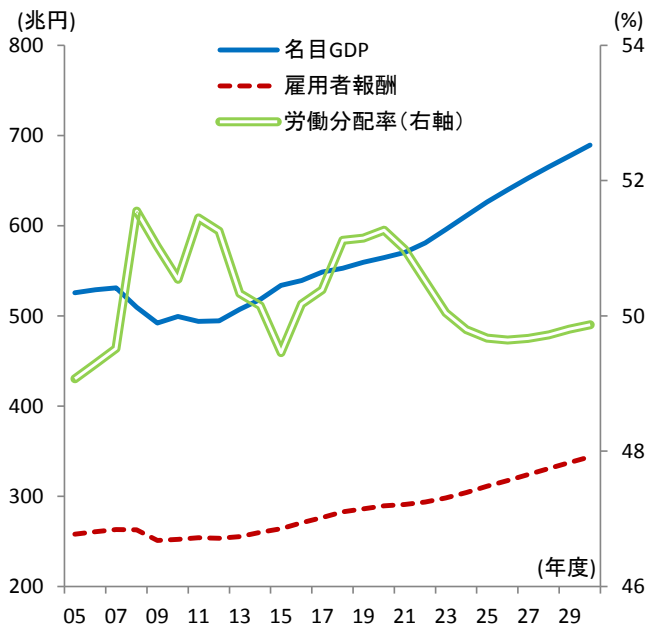
図表 48: 経済指標一覧表(ヘリマネ・シナリオ)

	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年	24年	25年	26年	27年	28年	29年	30年	16-20年	21-25年	26-30年
		(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	1.7	0.8	0.8	0.3	0.6	1.1	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.9	0.8	0.4
〈主要需要項目〉																	
民間最終消費支出	1.0	0.3	0.6	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.2
民間住宅投資	2.7	-5.8	1.1	-5.8	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.4	-3.2	-4.0	-3.8	-3.8	-0.6	-3.6	-3.6
民間企業設備投資	2.8	4.4	3.1	2.7	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	2.7	1.2	0.7
民間在庫品増加	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.3	0.4
公的固定資本形成	1.2	-2.0	1.9	-2.7	2.5	5.0	2.0	-2.0	-2.0	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	1.1	-0.4
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	0.6	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1
輸出	6.7	3.2	1.7	2.4	2.2	5.2	4.2	3.1	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	3.1	3.3	1.8
輸入	3.5	2.9	2.6	2.1	2.2	2.5	1.9	1.2	1.0	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2	1.9	1.8	1.2
名目GDP	1.5	0.8	1.2	0.9	1.0	1.8	2.5	2.6	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.1	2.1	1.9
経常収支	3.8	3.3	3.3	3.3	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8	2.4	1.9	1.4	0.8	0.2			
基礎的財政収支	-2.8	-3.0	-2.7	-2.8	-3.0	-3.3	-3.3	-3.1	-3.0	-3.0	-3.1	-3.2	-3.3	-3.4			
財政収支	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-3.5	-3.6	-3.6	-3.5	-3.6	-3.8	-4.2	-4.5	-4.9	-5.4			
政府長期債務残高	196.2	198.5	199.3	200.7	201.7	201.2	199.3	197.3	195.6	194.9	194.6	195.0	196.0	197.5			
消費者物価指数(除く生鮮食品)	0.5	0.9	1.1	1.3	0.3	0.9	1.7	2.0	2.1	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5			
同上(消費増税の影響を除く)	0.5	0.9	0.8	0.5	0.3	0.9	1.7	2.0	2.1	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5			
GDPデフレーター	-0.2	0.0	0.4	0.6	0.4	0.7	1.6	1.9	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4			
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00			
10年債利回り	0.05	0.15	0.10	0.10	0.10	-0.20	0.20	1.08	1.18	1.28	1.38	1.48	1.58	1.68			
ドル円レート(円/ドル)	113	113	121	115	115	125	134	154	158	158	152	147	141	136			
北海ブレント(ドル/バレル)	61.46	77.18	72.11	69.52	70	72.71	75.43	78.2	81.04	83.93	86.89	89.9	92.96	96.07			

注：1.単位は、図表中に表示がない項目については%。実質GDP、名目GDP、消費者物価指数、GDPデフレーターは前年比。実質GDPの主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸入は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は名目GDP比。政策金利、10年債利回り、ドル円レート、北海ブレントは末値。2.経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は年度ベース。その他は暦年。3.政府長期債務残高は財務省ベース。4.19年10月に2%の消費税率の引き上げを想定。5.16-20年、21-25年、26-30年は期中の平均伸び率。

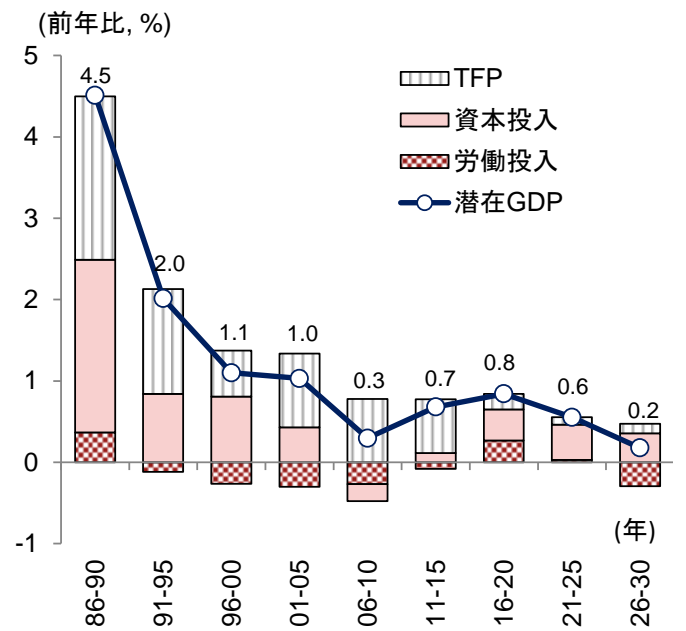
出所: 内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

図表 49: 労働分配率(ヘリマネ・シナリオ)



出所: 内閣府、厚生労働省資料より野村作成

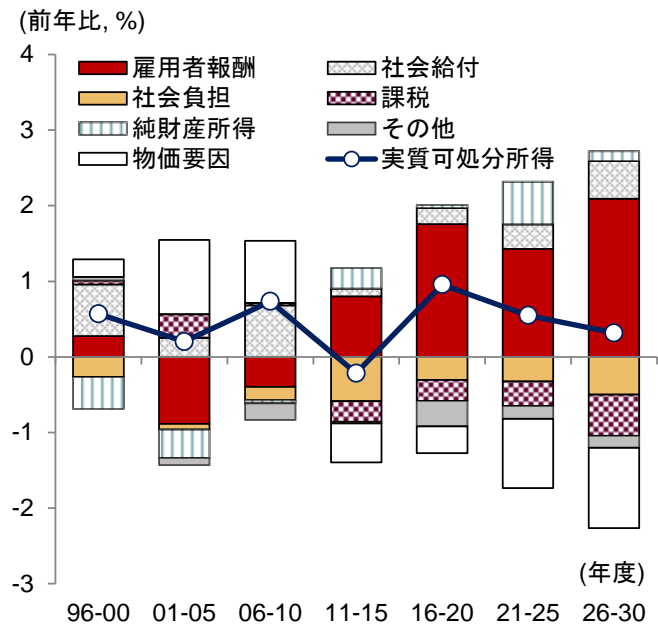
図表 50: 潜在成長率の分解(ヘリマネ・シナリオ)



注: 1.各期間の平均伸び率。2.潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。 $Y=AK^{1-\alpha}L^\alpha$ 。Y:生産量(GDP)、K:資本ストック、L:労働力、A:全要素生産性(TFP)、 α :労働分配率(0.65で一定とした)。

出所: 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

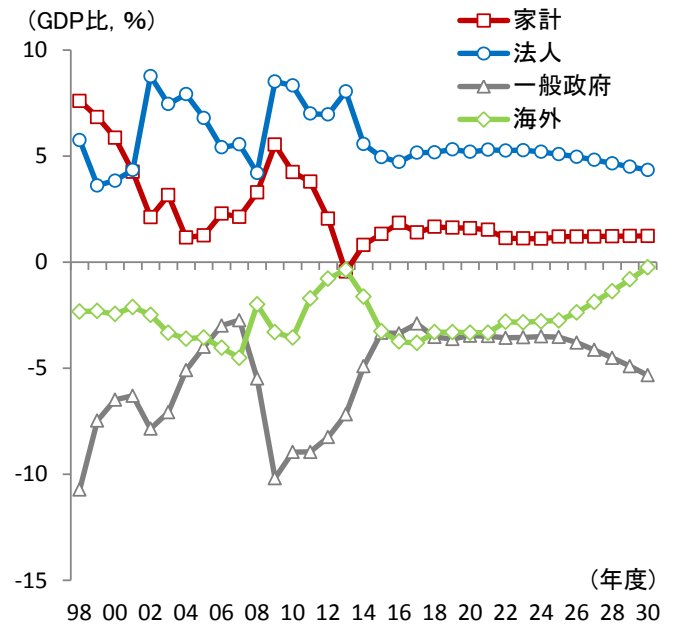
図表 51: 可処分所得(ヘリマネ・シナリオ)



注: 各機関の平均伸び率。

出所: 内閣府、総務省資料より野村作成

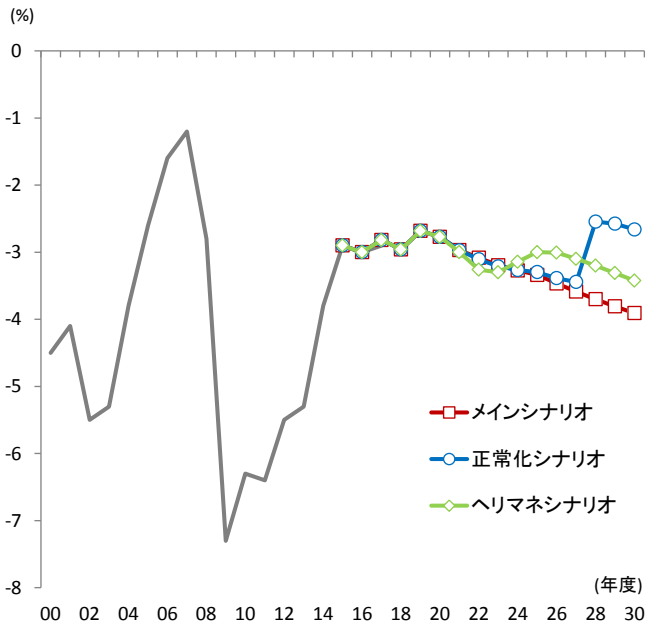
図表 52: 部門別 IS バランス(ヘリマネ・シナリオ)



注: 家計には対家計民間非営利団体を含む。法人=非金融法人+金融機関。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

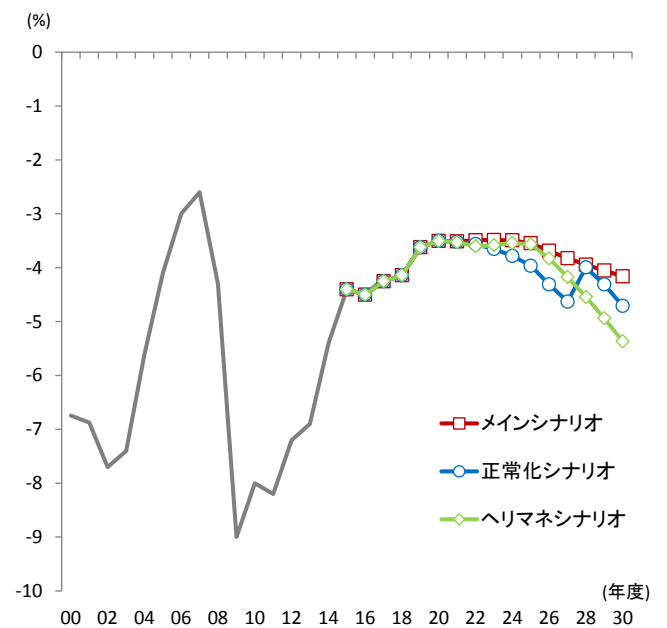
図表 53: 基礎的財政収支対 GDP 比



注：消費増税の想定は次の通り。メイン・シナリオ(19年10月に2%ポイント引き上げ)、正常化シナリオ(19年10月と28年4月にそれぞれ2%ポイント引き上げ)、ヘリマネ・シナリオ(19年10月に2%ポイント引き上げ)。財政収支は国・地方の合計。

出所：財務省、内閣府資料より野村作成

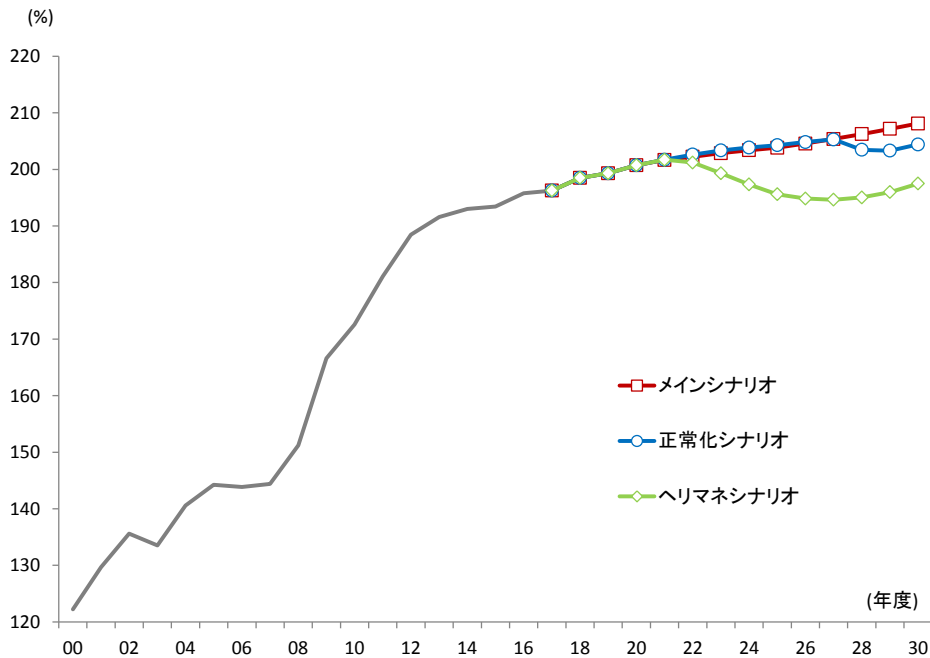
図表 54: 財政収支対 GDP 比



出所：消費増税の想定は図表 53 と同じ。財政収支は国・地方の合計。

出所：財務省、内閣府資料より野村作成

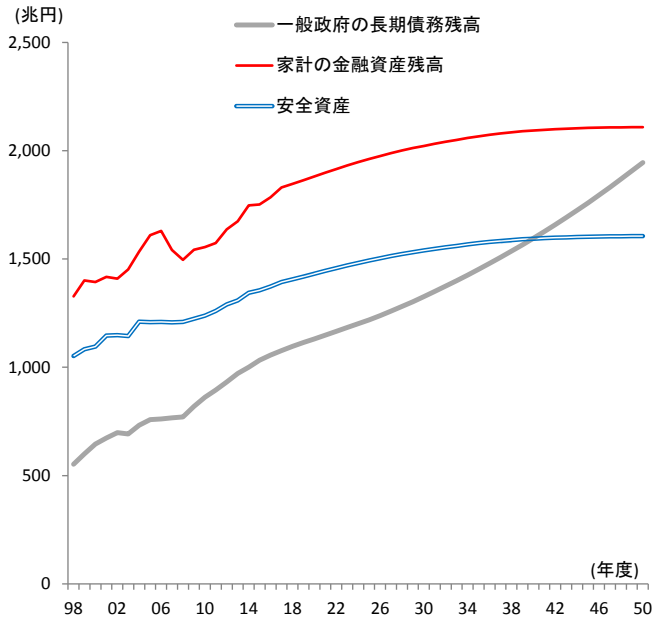
図表 55: 一般政府の長期債務残高対 GDP 比



注：消費税率の想定は図表 53 と同じ。長期債務残高は財務省ベース。

出所：内閣府、財務省資料より野村作成

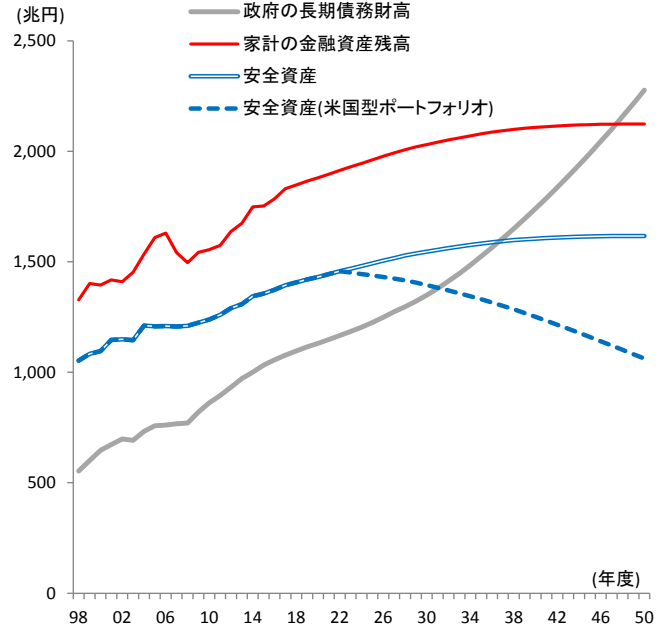
**図表 56: 一般政府の長期債務残高と家計の金融資産残高
メイン・シナリオの延長シミュレーション**



注：1.一般政府の長期債務残高は財務省ベース。2.安全資産は預金、保険・年金準備金の合計。

出所: 内閣府、財務省、日本銀行資料より野村作成

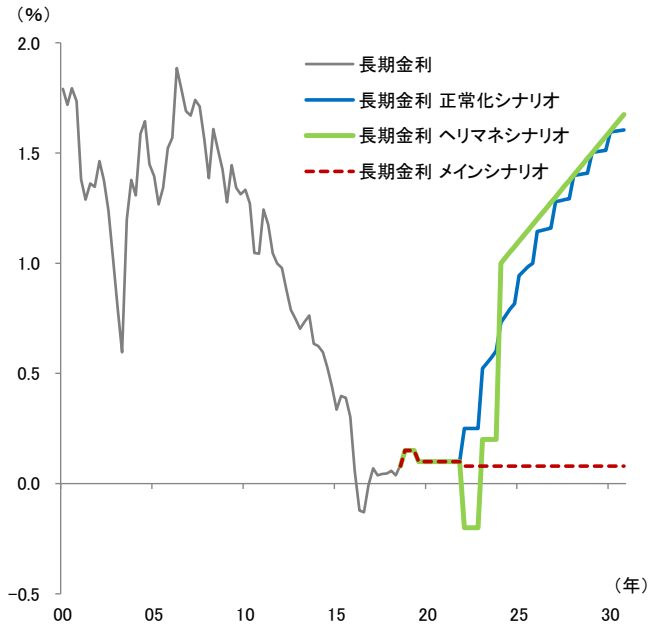
**図表 57: 一般政府の債務残高と家計の金融資産残高
正常化シナリオの延長シミュレーション**



注：1.一般政府の長期債務残高は財務省ベース。2.安全資産は預金、保険・年金準備金の合計。3.安全資産(米国型ポートフォリオ)は、家計の金融資産のストックのうち安全資産の占める割合が30年度の76%から50年度にかけて50%まで低下したケース。

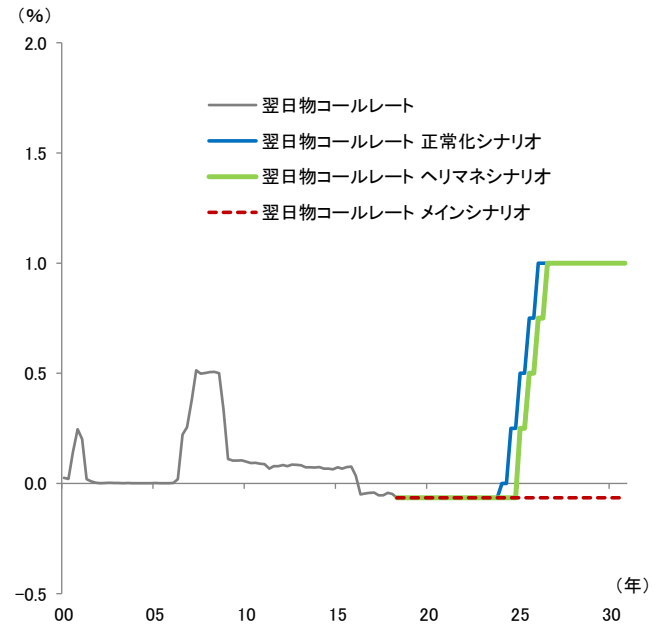
出所:内閣府、財務省、日本銀行資料より 野村作成

図表 58: シナリオ別の長期金利



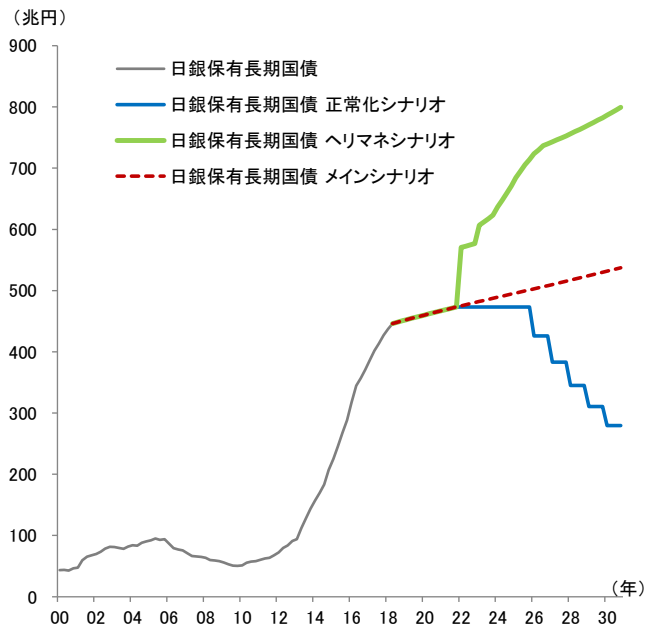
出所: 日本相互証券、短資協会、日本銀行、経済産業省、総務省、FRB(米連邦準備制度理事会)資料より野村作成

図表 59: シナリオ別の翌日物コールレート



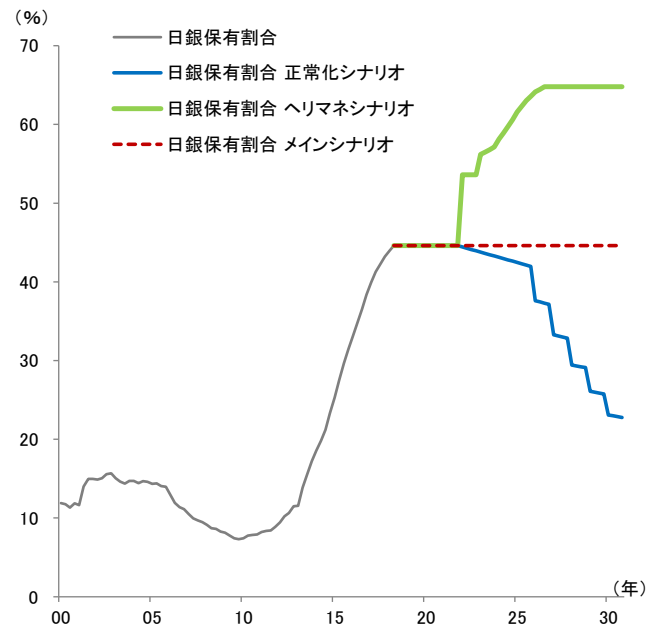
出所: 日本相互証券、短資協会、日本銀行、経済産業省、総務省、FRB(米連邦準備制度理事会)資料より野村作成

図表 60: シナリオ別の日銀長期国債保有残高



出所: 日本相互証券、短資協会、日本銀行、経済産業省、総務省、FRB(米連邦準備制度理事会)資料より野村作成

図表 61: シナリオ別の日銀長期国債保有割合



出所: 日本相互証券、短資協会、日本銀行、経済産業省、総務省、FRB(米連邦準備制度理事会)資料より野村作成

Ⅸ. 終わりに

本年の日本経済中期見通しでは、2%のインフレ目標未達段階において、日本銀行がどのように金融政策正常化を行いうるかを大きなテーマとして取り上げた。日本はもちろん、日本ほどではないにしろ他の先進国でもインフレ率が過去と比べて上がりにくくなっている中、基調的なインフレ率は中央銀行が決定できるという前提を外すと何が起こるのか、考えておく必要性を感じたからである。

考えてみれば、毎年数%ずつ物価水準が上がり続けるのが普通の状態であり、それが何%かは最終的には金融政策が決めていると理解されるようになったのは、第二次世界大戦後のことではないか。ケインズが「一般理論」を書いた1930年代はデフレの時代であったし、経済学の父と言われるアダム・スミスの時代には現代的な中央銀行は存在しなかった。

フィリップスカーブについても、再考の余地があるのかもしれない。需要が供給を上回れば物価は上がり、供給が需要を上回れば物価は下がる、という価格理論そのものは、否定しがたい真理のように思える。しかし、需要が供給を上回った時にインフレ率が上がるかどうかは自明ではないし、何よりインフレ率が上がるかどうかという問いを立てた段階で、出発点として既にインフレが起きていることを前提にしてしまっている。フィリップスカーブが、需給バランスとインフレ率の関係を示すものとするなら、それが安定しないのは自然なのかもしれない。思うようにインフレ率が上がらない世界を、シナリオの一つとして持っておいても良いだろう。

同じような問いかけは、金利についても当てはまるだろう。

長期的な時間軸でみれば、自然利子率ないし中立金利と称される金利水準は、名目値でみれば、平均名目成長率に収斂すると考えられる。金融政策はいわば、(名目)自然利子率に対し「人為的に」実勢金利を高め/低めに誘導することにより、経済活動の活発さをコントロールする試みである。この点からみれば、金融政策において目標とすべき変数は、インフレ率ではなく名目成長率である、との議論は十分成立し、また正当化しうるだろう。

自然利子率に対し実勢金利を政策的に「どの程度」上下させるか、また、政策金利の水準及びその将来期待への働きかけを通じて、金利の期間構造や利回り曲線の傾きを如何に変化させるかについても、人口動態などを背景とした経済構造の変遷に応じて望ましい姿が変わることは十分に考えられる。金利水準と期間構造は、家計、企業、政府など各経済主体間の所得分配に影響を与え、また、長期のキャッシュフロー割引率を変化させることで資産価格に影響を与えながら、結果的にマクロ経済全体のパフォーマンスにも影響するからである。

主要地域の中央銀行が、非伝統的金融緩和からの脱却を模索している現局面は、経済構造の変化に対応して金利のあり方を見直す上でも好機を迎えていると言えるのではないだろうか。

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・アンド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定した簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資ストラテジー、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義する「ベンチマーク」としての「使用」を意図したものではありません。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて:アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます;戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています;戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家向け:当レポートは、Investment Industry Regulatory Organization of Canada(「IIROC」)およびCanadian Investor Protection Fundの会員であるInstinet Canada Limited(「ICL」)により、カナダの投資家向けに配布することを承認されています。ICLの関連会社で作成したりサーチレポート(「関連会社リサーチレポート」)は、当該関連会社の地域におけるリサーチ配布に適用される規則上の要件を満たすよう作成されており、利益相反に係る開示を含んでいます。ICLは、IIROCが必要とするカナダにおける開示が行われていることを確認するために当関連会社リサーチレポートをレビューしました。ICLは、関連会社リサーチレポートの配布に関連して、対価を受取っていません。ICLのリサーチ配信に関するポリシー及び手順に従い、ICLは関連会社リサーチレポートを、電子的にまたは印刷された形で、ICLの現顧客および将来の顧客のみにしか提供しません。ICLは、全ての受領者が同時に関連会社リサーチレポートを利用可能となる及びまたは配布されるよう努めます。当関連会社リサーチレポートは、推奨ではなく、また、いかなる特定の口座の投資対象、金融状況や特定のニーズを考慮しているものでもありません。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウイルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETNを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は2,808円(税込み)の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETFは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大1.026%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合)は最大7,668円(税込み)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取

引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合は 2,808 円(税込み)))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大 1.08%(税込み)(4,320 円に満たない場合は 4,320 円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から 1 年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動 10 年: 直前 2 回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定 5 年、固定 3 年: 2 回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成 35 年度以降に償還するもの(第 17 回償以降)については、額面金額を下回しません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大 5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大 2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS 取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差し入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS 取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手を受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS 取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに 10,800 円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第 142 号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、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