

## 調査レポート

# 今月のグラフ(2018年6月) ステルス・テーパリングで「出口」は近づいたのか

研究主幹 鈴木 明彦

ステルス・テーパリングは金融政策の出口の始まりなのか。そもそも何をもって出口と考えるのか議論があるところだが、ここでは、「膨張した中央銀行の資産が平時のレベルに戻り、政策金利も含めて金利がプラス領域で推移すること」をもって金融政策の正常化と考えることにする。その場合、中央銀行の資産の縮小とマイナス金利の解消という二つの観点から出口を想定できる。

2016年9月に「金融緩和強化のための新しい枠組み(以下、新しい枠組み)」が導入されて、ステルス・テーパリングが始まったと考えられる。図表1で確認すると、日銀保有長期国債残高とマネタリーベース残高の前年比増加幅は、新しい枠組み導入以降縮小している。今年5月の前者の増加幅は50兆円と「量的・質的金融緩和」開始当初の目標水準まで縮小している。また、後者の増加幅は37兆円と当初の目標(60~70兆円)を大きく下回っており、量的・質的金融緩和を始める前の水準に近づいてきている。このように、大きな変化が起きているのだが、果たして出口戦略は始まっているのか。

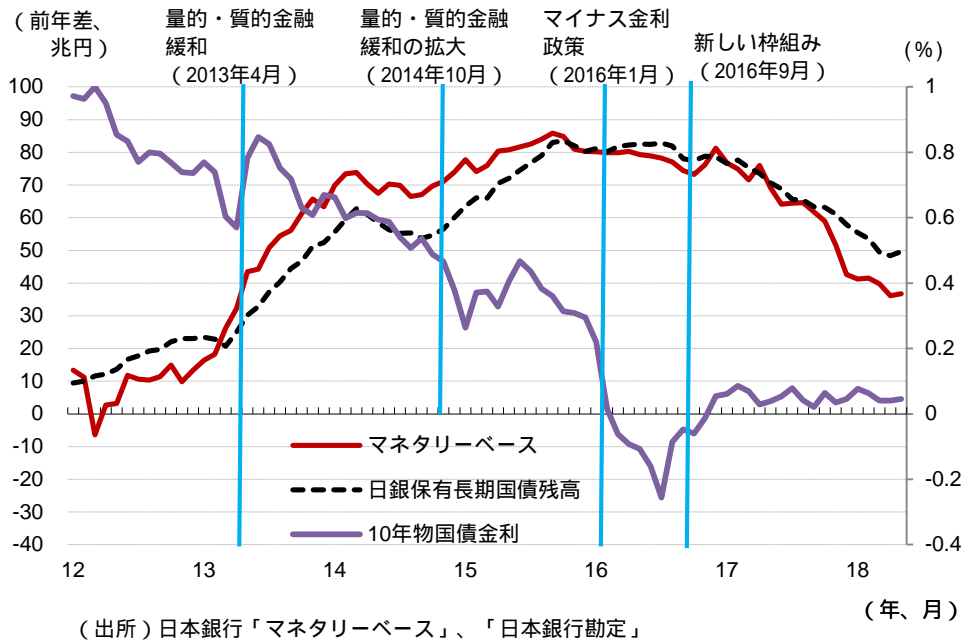
まず、金利の出口について考えてみると、ステルス・テーパリングによって出口に入ったと言えそうだ。16年1月にマイナス金利政策が導入されたことを受けて、10年物国債金利はマイナスに転じマイナス幅を拡大させていたが、16年夏には量的・質的金融緩和の総括的な検証が行われ金融政策の変更があるという思惑が広がり、マイナス幅が縮小に転じた。新しい枠組み導入以降も10年物国債金利のマイナス幅縮小が続き、その後は米金利の上昇にも連動してプラスに転じている。

もっとも、出口に入ったとしてもそこを抜けるのがまた大変だ。新しい枠組みで「イールドカーブ・コントロール」を導入し、10年物国債金利を誘導目標にしたことにより、政策金利を変更しなくても、10年の金利を高め誘導して全体の金利水準を上げることが可能になった。しかし、2%の物価目標を達成するまでは、誘導目標を実際に上げることは難しく、ましてやイールドカーブの起点となる政策金利を上げることは無理だろう。

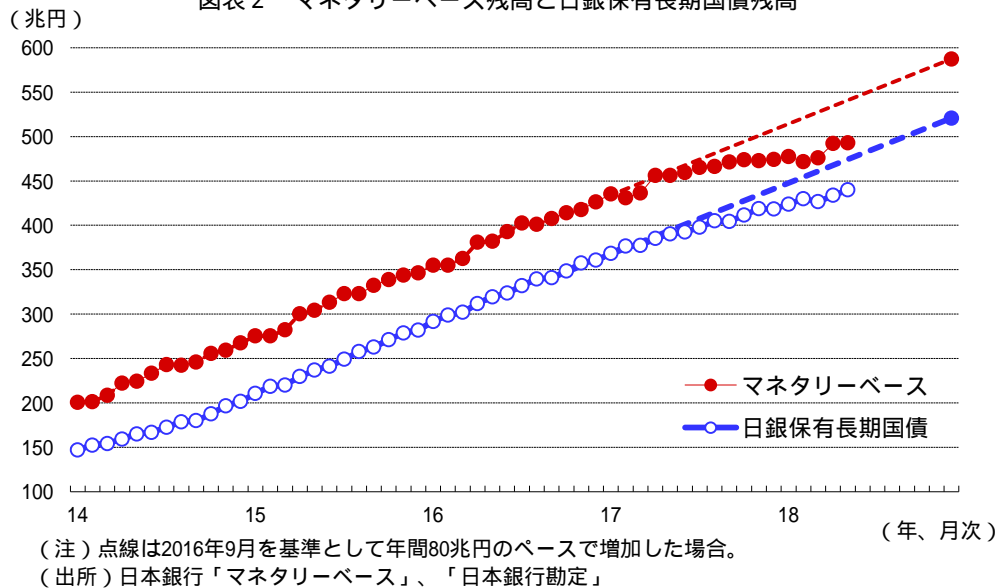
一方、中央銀行の資産の縮小という点では出口に入ってすらいない。図表2は日銀保有長期国債残高とマネタリーベース残高の推移を見たものである。グラフ中の点線は新しい枠組みが導入された16年9月を起点に、年間80兆円の増加というそれまでの目標を想定したラインである。当然のことながら、ステルス・テーパリングによってマネタリーベース残高や日銀保有長期国債残高の増加ペースが遅くなったが、増加は続いている。つまり、出口は近づいていない。

新しい枠組みでは、消費者物価の上昇率が2%を達成するだけでなく、安定的に2%を超えるまでマネタリーベース残高の拡大方針を続けることになっている。残高を減らすことが許されない以上、出口に向けて今できることは、日銀保有長期国債残高とマネタリーベース残高が増えないようにすることだ。

図表1 マネタリーベースと日銀保有長期国債残高の前年差、10年物国債金利



図表2 マネタリーベース残高と日銀保有長期国債残高



## - ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡ください。