

控えめだった「点検」後の修正

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 金融緩和の修正は総じて控えめ

3月18、19日に開催された日銀政策決定会合では、12月に予告していた「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」の結果が公表された。市場で注目されていたのは点検そのものよりも金融政策の修正内容だったが、前日の日経のリーク報道にほぼ沿ったもので、当日のサプライズという意味では乏しかった。ただ、「点検」と称して事前に大きく振りかぶった（ように見えた）割には、総じて控えめな修正だった印象は否めない。株式市場では連日のように既往高値の更新が続き、明確な円安トレンドが続くという足元の相場環境は、待ってもそうそう訪れるものではない。大きめの軌道修正を行なうにはまたとないチャンスに見えたが、黒田総裁にはもともとその気はなかったようだ。

会合後の黒田総裁の会見から伝わってきたのは、「どうか金融緩和の縮小とは受け止めないでほしい」という強い思いである。それは、後述する10年国債利回りの変動幅の±0.25%への明確化を、「変動許容幅の拡大ではない」と説明したことに象徴されている。今回の変更のキーワードが「柔軟化」、「持続性」、「副作用対策」といったところになるのは明らかだった。そうした方向性ゆえ、超金融緩和と整合的であることにこだわればこだわるほど、できる範囲は狭まっていく。就任当初とは打って変わり、ここ数年の黒田総裁は、公式の場で金融政策の限界を認めるような発言をするケースが目立っていた。したがって、当初「点検」の計画を聞いたときは、「立つ鳥跡を濁さず」的に、軌道修正を図ろうとしているのではないかと考えたが、依然として超金融緩和の継続に強いこだわりを持っていることが明らかになった。

日銀出身で、次期総裁候補でもある雨宮副総裁が、軌道修正の必要性を意識していたことは想像できる。しかし、黒田総裁自身が消極的で、リフレ派がなお優勢な政策委員会の勢力図を考えれば、コンセンサスを得るのは容易ではない。リフレ派とて、日銀の金融緩和だけで2%の物価目標が達成できると考える向きはもはや少数派だろうが、正常化との印象を少しでも受ける方向への変更には、強い抵抗感を示す委員が多かっただろう。

たとえ出口への一步に近い変更であっても、設計次第で金融緩和の強化と主張することは不可能ではない。これまでにもそれに近い変更を実施してきた実績がある。しかし、外見をどう飾っても、市場には真意を見透かされる可能性が高い。物価目標2%がいまだ見通せないことに加え、解除直前とはいえ緊急事態宣言下での会合で、

感染症の先行き不確実性も引き続き高いことを考えれば、アカウントビリティの確保が難しかったのは確かである。FOMC（米連邦公開市場委員会）が緩和長期継続を強く示唆した後に、逆方向に動くことの危険性も意識せざるをえなかっただろう。

2. 10年国債利回りの変動許容幅を小幅拡大

今回の主たる変更内容は図表1のとおり

(図表1) 金融政策の変更点の概略

<p>○イールドカーブ・コントロールの運営</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「貸出促進付利制度」の創設（図表2） ・長期金利の変動幅の明確化……±0.25%程度で変動することを想定 ・「連続指値オペ制度」の導入……金利の大幅な上昇を抑制する指値オペを強化 ・当面の運営…特に感染症の影響が続くもとは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先 <p>○ETF・J-REIT買い入れ</p> <ul style="list-style-type: none"> ・年間増加ベースの上限を感染症収束後も継続し、必要に応じて買い入れ (ETF：約12兆円、J-REIT：約1,800億円) ・ETFはTOPIX連動のみ買い入れ <p>展望レポートを決定するMPM（年4回）において、金融機構局から金融システムの動向について報告 (出所) 日銀</p>
--

りである。一見しただけでは緩和強化か後退かどうかわからない複雑な変更がなされるという点については当初から予想していた通りである。

まず、市場で幅広い予想が飛び交った10年国債利回りの変動許容幅については、これまでの「±0.1%の幅から、上下にその倍程度」から、「±0.25%程度」へと範囲が明確化された。0.05%ずつ上下に変動幅を小幅拡大したと受け止めるのが自然だが、前述のとおり黒田総裁は会見で、「**これまでやや幅を持って表現していたものを明確化するものであり、変動幅を拡大したわけではありません**」と述べている。総裁自身、これまで過度な長期金利の低下を問題視してきた経緯があるが、「**今回の10年債金利の変動幅を明確化したということと、そのこととは特別な関係はありませんし、今の時点で何か超長期債の金利を上げるように、あるいはイールドカーブを立てるようになにかするというのもまったく考えていません**」と、会見の中で長期金利の上昇容認ではないことを再三強調している。

変動許容幅の拡大ではないのであれば、そもそもなぜ変更の必要があるのか疑問だが、これには伏線がある。黒田総裁は3月5日、衆院財務金融委員会で、変動幅を「拡大する必要があるとは考えていない」と述べたが、雨宮副総裁が3日後の講演で「金利はもっと上下に動いてもよい」と真逆の情報発信を行なう一幕があった。会見では記者から「2人の発言を踏まえると折衷案みたいな形にも見える」との質問があったが、筆者にもそう見える。

とはいえ、0.25%までの変動がすでに許容範囲と考えていた市場関係者は少数派だろう。事実上、市場にとっては小幅の変動許容幅拡大ということになる。「程度」という表現が残っていることから、今後は上限を試しにかかる動きがあってもおかしくないが、「点検」では変動域が0.5%を超えなければ、金融緩和の効果は損なわないとの分析を提示している。逆に言えば0.5%以上に広げれば効果を損なうということで、これを許容するのでは言行不一致になってしまう。当面は、10年国債利回りの上限は0.25%ということになりそうである。超えても短期的かつ数ベースというところで、たとえば0.3%まで10年国債利回りが上昇しても日銀が何も手を打たないということはあるまいとみてよい。

また、点検の分析は、日銀がこれ以上の変動許容幅拡大を自ら封じてしまったことを示す。会見でも「将来、長期金利のレンジを拡大する余地っていうのはもうないということなんですか」との質問が出されたが、黒田総裁は、今回の措置が変動許容幅の拡大ではないことを念押ししたうえで、「**何か変動幅を拡大するという考えは、今も持っていません**」と答えている。この政策に関しては、黒田総裁が、「**平素は柔軟な運営を行うため、長期金利の変動幅はプラスマイナス0.25%程度であることを明確化します**」と述べている通り、本来は柔軟な運営を行なうためのもののはずだが、逆に硬直化させてしまったように見えなくもない。もし、将来的にさらなる柔軟化への道を模索するとしても、別の手段が必要ということになるが、今回の消極的な日銀の姿勢を見ても、ハードルはかなり高い。黒田体制下で、金融政策正常化路線が進む可能性が極めて低いことを印象付ける決定であった。

3. 副作用対策の貸出促進付利制度

「貸出促進付利制度」は、金融機関の収益圧迫を緩和するための、事実上の副作用対策である。内容は図表2のとおりで、日銀がすでに実施している各種貸出支援策の残高に応じ、当預に付利する方式である。付利金利については、3つのカテゴリーごとに差をつけ、短期政策金利に連動する仕組みとする。カテゴリーⅡ（コロナオペのプロパー分以外が対象）の金利は、短期政策金利の絶対値で、カテゴリーⅠ（プロパー分が対象）がそれより高い金利、カテゴリーⅢ（貸出支援基金と被災地オペが対象）がそれより低い金利となる。

0.1%の鞘が抜けるコロナオペは、これまでも金融機関の隠れた運用手段として機能していたが、それを一段と強化した形である。日銀がいずれマイナス金利の深堀りを余儀なくされた際は、金融機関への収益の悪影響を

緩和することができる。日銀が自らのB/Sを使って金融機関を支援するスキームで、金融機関にとっては事実上の補助金であり、国庫への日銀納付金の減少を通じ、最終的には税金で負担することになる。

現在は、短期政策金利が▲0.1%なので、カテゴリⅡの付利金利は0.1%となる。これに対し、カテゴリⅠは0.2%、カテゴリⅢは0%と0.1%ずつ差がつけられた。もし短期政策金利が▲0.2%に引き下げられた場合は、カテゴリⅡの金利は自動的に0.2%となるが、カテゴリⅠとカテゴリⅢは必ずしも平行移動するわけではなく、状況に応じ適用金利を再検討することになる。短期金利が下がった分、当預の付利水準が

上がるのであれば、単純計算では金融機関にとって差し引きゼロである。ただ、金融機関の収益を圧迫しているのはマイナス金利そのものよりも、イールドカーブのブルフラット化に伴う利鞘の縮小であり、当預の金利が平行移動しただけでは、それ以上に収益に下押し圧力がかかる場合がありうる。その場合はカテゴリⅠの付利金利をより大きく引き上げる等の手法で対応することが考えられる。

カテゴリⅠの0.2%という金利は、かなり強いインセンティブにみえる。プロパー分とは、政府の支援に基づく実質無利子・無担保の貸出枠を超えた部分で、金融機関によるプライシングが必要だが、これについては鈴木審議委員が昨年8月27日の講演で、プロパー分以外の融資が、プロパー分の貸出金利の引き下げ要因となり、金融機関の収益を圧迫する可能性について指摘していた。少し長いが講演録から引用すると、「中小零細企業向け実質無利子の融資枠は、約52兆円に上ります。これは、資金繰りに苦しむ企業の支援として大きな効果が期待できるものとなります。他方で、この融資枠の規模は民間金融機関の中小零細企業向け貸出残高の約2割に相当するものです。このため、企業の資金繰り支援として現在行なわれている無利子・無担保の貸出は、感染症による影響が収束した後も含めて、今後実行される一般の貸出に対してスプレッドの下押し圧力となる可能性があり、その場合には貸出利鞘の縮小がさらに長期化することとなります」との説明であった。

鈴木委員はその後の出席者とのやり取りの中で、「(プロパー融資でも)当然顧客からすれば同じ条件でやってほしいという要請がありますし、顧客のことを何とかサポートしようとする金融機関にとっても、そうした要望に沿いたいという気持ちがあると思います。そういった観点からしますと、午前中の資料でも触れていますように実質的な利鞘が殆どなくなっている状況の中においてなお、下押しの方の可能性が大きい」と述べている。金融機関にとって、プロパー融資を拡大させるインセンティブは乏しかったということである。実際、コロナオペの残高は2月26日時点で56兆円なので、融資枠との比較で言えば、ほとんどがプロパー分以外の制度融資で占められていると考えられる。今回の措置はプロパー融資を増やすにあたり一定のインセンティブになるのは確かであろう。

4. 絶妙な建付けになったETF

ETFの買い入れ方法に関しては、非常にうまい変更がなされたいえる。筆者はもともと、時限的措置として設定していた上限の12兆円の撤廃は確実で、ベースとなる買い入れ目標の6兆円を残すかが焦点になると考えていたが、日銀の決断は逆に6兆円を撤廃し、上限の12兆円の方を残すというものであった。確かに、印象

(図表2) 貸出促進付利制度の概要

<今回の決定内容>

	付利金利 (インセンティブ)	対象となる資金供給
カテゴリⅠ	0.2%	コロナオペ (プロパー分)
カテゴリⅡ	0.1%	コロナオペ (プロパー分以外)
カテゴリⅢ	ゼロ%	貸出支援基金・被災地オペ

<短期金利を▲0.2%とした場合 (仮説例) >

	付利金利 (インセンティブ)	対象となる資金供給
カテゴリⅠ	0.2%より高い金利	制度の趣旨に沿って決定
カテゴリⅡ	0.2%	
カテゴリⅢ	0.2%より低い金利	

・カテゴリⅡの付利金利は短期政策金利の絶対値、カテゴリⅠはそれより高い金利、カテゴリⅢはそれより低い金利とする。

・すべてのカテゴリの資金供給について、残高増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する。

(出所) 日銀

的な大きい数字を残し、いつでもこの水準まで買い進められる構えを見せることで、買い入れ縮小ではないとのアピールはできる。一方、6兆円を外したことで、買い入れの下限はなくなり、極端な話、このままフェードアウトも可能な設計となっている。いずれ、出口戦略を本格化させる段階になったとしても、ETFの買い入れスキームについてはこれ以上の変更を行なう必要はなく、運用を変えるだけで済む。

会見では「ETFの買い入れのこの6兆円の目安をなくしたところは、これは今後の出口に向けた正常化の一步というふうな捉え方をしてもいいんでしょうか」との質問が出たが、黒田総裁は、「何かETFの買い入れを減らそうとか、あるいは出口とか、そういうことを考えているわけではまったくありません。むしろ今後とも必要に応じて、十分なETF買い入れを行うと、あるいは行えるように持続性を、機動性を強化したということでありませう」と、ここでも出口ではないことを再三強調していた。

実際に日銀がどういう買い入れスタンスをとるかどうかは、今後の市場における行動を見極める必要がある。以前は、前場の株価が▲0.5%前後低下すると、後場に日銀がETF買いに入るといった、おおまかな目安があった。市場が日銀の買い入れ姿勢を注視している間は、ガラッと変えることはないだろうが、数年単位の時間をかけて、徐々に戦線縮小を図っていく可能性はあるだろう。

また、ETFはTOPIX連動のみ買い入れる形に変更した。現行ではTOPIX、日経225、JPX日経400が対象だが、決定を受けて日経平均が急落する一幕があった。黒田総裁は「個別銘柄に偏った影響ができるだけ生じないようにするということは、やはり必要なこと」と述べており、「点検」でもそうした分析が提示されている。日銀の財務面への影響についても、現状では引当金を積んでおり問題ないが、先行き残高が増加していけば、財務面の影響が大きくなるとしており、日銀の財務面への懸念があることも認めている。これまでは否定することが多かったETF買い入れの問題点を一定程度認めた形である。

5. 景気が持ち直しとの判断は維持

景気の現状判断は、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」が維持された（図表3）。

（図表3）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年1月21日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年3月16日	このところ弱い動きとなっている	↓	7会合（11ヵ月）ぶりの下方修正
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2会合（2ヵ月）連続の下方修正
20年6月16日	きわめて厳しい状態にある	↓	3会合連続の下方修正

20年7月15日	きわめて厳しい状態にある	→	
20年9月17日	持ち直しつつある	↑	3年2ヵ月ぶりの上方修正
20年10月29日	持ち直している	↑	2会合連続の上方修正
20年12月18日	持ち直している	→	
21年1月21日	基調としては持ち直している	↓	5会合ぶりの下方修正
21年3月19日	基調としては持ち直している	→	

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

個別項目毎の判断は、企業収益・業況感が「徐々に改善している」から、「全体として改善している」へと小幅上方修正、設備投資は「全体として下げ止まっている」から、「一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している」へと上方修正された。一方、個人消費は「基調としては徐々に持ち直している」から、「足もとでは、持ち直しが一服している」へと下方修正された(図表4)。まちまちな修正になっているが、個人消費の落ち込みは緊急事態宣言の影響であり、4-6月期は持ち直す可能性が高い。設備投資回復の背景には海外景気の回復があり、これは今後も続く可能性が濃厚である。1-3月期の実質GDP成長率はマイナスとなった可能性が高いものの、「基調としては持ち直している」との判断に違和感はない。

(図表4) 個別項目の判断

項目	1月決定会合	3月決定会合	方向性
海外経済	持ち直している	持ち直している	→
輸出	増加を続けている	増加を続けている	→
鉱工業生産	増加を続けている	増加を続けている	→
企業収益・業況感	徐々に改善している	全体として改善している	↑
設備投資	全体としては下げ止まっている	持ち直している	↑
雇用・所得環境	弱い動きが続いている	弱い動きが続いている	→
個人消費	基調としては徐々に持ち直している	足もとでは、持ち直しが一服している	↓
住宅投資	緩やかに減少している	緩やかに減少している	→
公共投資	緩やかな増加を続けている	緩やかな増加を続けている	→
金融環境	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	→
予想物価上昇率	弱含んでいる	弱含んでいる	→

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

今回の会合では、金融政策に持続性、柔軟性の確保を目的とした微修正が施されたものの、今後も正常化を積極的に進める意思は乏しいことが示された。これでマイナス金利の深堀りは容易になったが、世界景気の回復トレンドが続くと考えられることから、日銀はしばらく様子見姿勢を続けると予想される。当面は新しいスキームの下での、日銀の調節方針に注目が集まることになろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411