2021. 9. 24

日銀が気候変動対応オペの詳細を発表

フェロー チーフエコノミスト　小玉　祐一

１．気候変動対応オペの詳細が発表される

9 月 21－22 日に開催された日銀金融政策決定会合では、「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション（気候変動対応オペ）」の詳細が決定された（図表 1）。

金融機関への優遇措置については、すでに明らかになっているとおりで、日銀当座預金のマイナス金利を免除する範囲を拡大する「マクロ加算残高への 2 倍加算措置」の適用となる。プラス金利の上乗せ等、より強いインセンティブは採用されない。3 月に新設した貸出促進付利制度（図表 2）の中では、カテゴリーⅢの対象となる。

本来、特定の企業を優遇する所得分配の領域は、選挙で選ばれた政治家の役割である。成長基盤融資にしろ、ETF にしろ、日銀がこうした「矩（のり）」を踏み越え気味になって久しいとはいえ、できる範囲には限界がある。政策金融に足を踏み入れかねない領域に対し、最初から高いインセンティブを与えることに躊躇したということだろう。一方、政府はすでに気候変動対策を発表、脱炭素の目標を引き上げるなど、意欲的な取組みを続けている。日銀としても、まずは制度を作ること自体に意味があり、当初から積極的に拡大していく意思はないと考えられる。

そもそも、付利金利の引き上げは、対象金融機関にとっては事実上のマイナス金利の解除である。なし崩し的にこうした例外措置が広がることへの警戒感もあったかもしれない。もとより、マイナス金利政策と、金融機関への優遇金利は本質的に矛盾している。金融機関への優遇措置としては、マイナス金

(図表1)気候変動対応オペの概要

趣　旨	・民間における気候変動対応を支援するため、わが国の気候変動対応に資する投融資の残高の範囲内で行う資金供給オペレーション
貸付対象先	・気候変動対応に資するための取り組みについて、ＴＣＦＤの提言する４項目（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標）および投融資の目標・実績を開示している金融機関
貸付期間	・原則１年（繰り返し利用することにより長期の資金調達を可能とする）
貸付利率等	・貸付利率は０％ ・貸出促進付利制度上のカテゴリーⅢ（０％付利）を適用 ・補完当座預金制度上の「マクロ加算２倍措置」を適用
気候変動対応に資する投融資	① 国際原則・政府の指針に適合する投融資 ― 貸付対象先は、基準として用いた国際原則・政府の指針を開示する ② ①に準じる投融資 ― 独自の基準を定めている貸付対象先は、その内容を開示する
実施期間	・金融調節上の支障がない限り 2031 年３月 31 日まで
今後の予定	・22日から貸付対象先の公募を開始する ・初回のオペは 12 月下旬にオファーする予定（それ以降は、原則として年２回オペを実施）

(出所)日銀

（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
カテゴリーⅠ	0.2%	コロナオペ（プロパー分）
カテゴリーⅡ	0.1%	コロナオペ（プロパー分以外）
カテゴリー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
カテゴリーⅠ	0.2%より高い金利	制度の趣旨に沿って決定
カテゴリーⅡ	0.2%	
カテゴリーⅢ	0.2%より低い金利	

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

・すべてのカテゴリー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

利の解除が本筋なのだが、無理に両立を図ろうとした結果が、貸出促進付利制度に代表される今日の金融政策の複雑怪奇な枠組みである。これでマイナス金利の持続性自体は担保されたが、気候変動対応投融資への付利については事実上温存した形になっていることから、今後対象が広がるにつれ、再び枠組みそのものの矛盾が露呈しないとも限らない。

会合後の総裁定例会見では記者から、気候変動対応オペについてどの程度の利用を見込んでいるかとの質問が出たが、黒田総裁は、「*当面 10 年間続けることになっておりますので、最終的にはかなりの規模になると思っていますが、今年の 12 月の最初のオペのときの規模が非常に大きなものになるということは考えておりません*」と答えている。日銀としてはあくまでも受け身で、積極的に積み増す意思がないことを改めて示した形である。10 年間ではかなりの規模とも述べているが、ゼロエミッションを目指す政府の目標年度が 2050 年度であることから、10 年間ではおそらく終わらない可能性が高い。10 年後にはさすがに金融政策の枠組み自体が変わっている可能性が高いが、気候変動対応オペも同時に形を変えながら、その後も長きにわたり続いていくものと考えられる。なお、実施期間については、「金融調節上の支障がない限り」とのガード文言が入っている。

２. 景気判断はすえ置き

金融政策については、市場の事前予想通りすえ置かれた。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）。これで今年に入ってからの 6 回の会合ですべて同じ判断になっている。

（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 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	→	
21 年 4 月 27 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 6 月 18 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 7 月 16 日	基調としては持ち直している	→	
21 年 9 月 22 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

個別項目ごとの判断については、住宅投資が、「下げ止まっている」から「持ち直している」へと上方修正された（図表 4）。他の項目は変化なしだが、輸出と鉱工業生産については、「増加を続けている」との判断の前に「一部に供給制約の影響を受けつつも」との但し書きが追加された。自動車業界等における半導体不足および、東南アジアからの部品供給の遅滞を反映した形と考えられる。

この点について黒田総裁は会見で、半導体企業の火事による影響や、東南アジアの工場閉鎖の影響は和らいでおり、部品の供給停滞がこのまま何ヵ月も続くとは考えていないこと、一方で、ワクチンの接種率は米欧並みに高まっているほか、「俗に言う強制貯蓄」の存在もあって、個人消費のペントアップディマンドが期待できることから、今後経済は回復していくとの見通しを示している。半導体不足が「何ヵ月も続かない」との見通しは若干楽観的に聞こえるが、ペントアップディマンドの発現とともに景気が回復に向かうとの見通し自体に違和感はない。記者からも指摘があったが、米中経済の減速もあって、年度後半の日本経済は「外需の力が少し弱まって、逆に内需の支えを受ける」形になると考えられる。

（図表 4）個別項目の判断

項　目	７月決定会合	９月決定会合	方向性
海外経済	総じてみれば回復している	総じてみれば回復している	→
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	全体として改善している	全体として改善している	→
設備投資	持ち直している	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	足踏み状態となっている	足踏み状態となっている	→
住宅投資	下げ止まっている	持ち直している	↑
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	企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある	企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	横ばい圏内で推移している	横ばい圏内で推移している	→

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

３．新首相のスタンスに注目

会見では、2013 年 1 月に政府と日銀が交わした共同声明について、政府から修正の議論について打診があった場合は応じるのかとの質問があった。物価目標の妥当性についてあえて遠回しに聞いた質問と受け止められ、黒田総裁も思わず相好を崩したが、当然、イエスともノーとも答えなかった。ここは自民党の後任総裁次第だが、9 月 29 日に決まる後任総裁が、そのまま来年以降も首相を続けることを前提にした場合、それが河野氏、岸田氏のいずれかであれば、リフレ政策へのこだわりは薄れるだろう。ただ、あえて共同声明の改定までは踏み込まない可能性が高い。共同声明の肝は、日銀に 2%の物価目標の達成を義務付けた点だが、物価目標の変更や取り下げは市場に誤ったメッセージを与えかねない。中央銀行の物価目標は 2%が妥当とする理論はないが、同様に 1%や 3%が妥当との理論もない。どのみち、2%の位置づけはすでに日銀の中でも変わっている。2%の達成が至上命題なのであれば、足元でも日銀は追加緩和を繰り返さなければならないはずである。しかし、そうした舵取りはしていない。リフレ派が名を連ねる政策委員の中でも、そうした提案を行なっているのは片岡委員だけである。日銀はスタンス変更を認めないだろうが、このまま 2%は神棚に祭り上げておいて、目先の金融政策の舵取りと

は切り離しておくのが正しい。

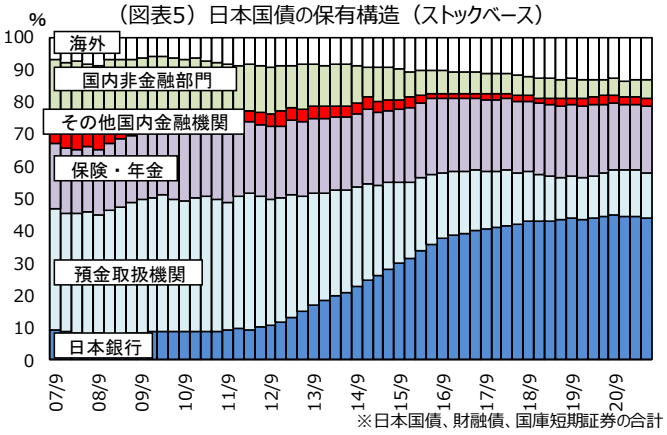
新首相も、あえて株価をトークダウンする必要がないことを考えれば、リフレ政策を頭から否定するような言動はとらないだろう。新政権の姿勢は、政策委員会メンバーの後任人事を通じて徐々に明らかになると考えられる。2022 年 7 月には、片岡、鈴木両委員の任期が切れるが、事実上のエコノミスト枠である片岡委員の後任として、再び筋金入りのリフレ派が任命されるかどうかが最初の注目点である。その人選は、2023 年 3-4 月に迫る正副総裁の執行部人事を占ううえでの試金石になるだろう。

４．中長期的な金融政策の見通し

FRB（米連邦準備制度理事会）や ECB（欧州中央銀行）のテーパリング開始が視野に入る中、日銀は周回遅れと評されることがあるが、日銀はすでに事実上のテーパリングに舵を切っている。

国債買い入れに関しては、昨年 5 月に、「年間 80 兆円をめど」という買い入れ金額を「無制限」に変更した。金融緩和を強化する構えを見せつつ、すでに年間 20 兆円前後のペースにまで減速していた実際の買い入れ額と矛盾しない建付けにしたのがポイントであった。日銀保有資産残高における国債の比率は、2017 年に 40%に達して以降、ほとんど横ばいに近い推移となり、足元では 45%前後で推移している（図表 5）。

（図表5）日本国債の保有構造（ストックベース）



（出所）日本銀行「資金循環統計」より明治安田総研作成

ETF も今年 3 月の「金融緩和の点検」の際に、年間 6 兆円との目標を撤廃、コロナ下での期間限定措置として導入した上限 12 兆円の方だけ残すことで、やはり買い入れを縮小しても矛盾しない建付けとした。実際、その後、ETF の買い入れは 2 回しか実施していない。

FRB のテーパリングと違うのは、景気回復に対応したものではなく、各種の副作用対策としての色彩が強いことから、市場にアナウンスしないステルス・テーパリングの体裁しかとれないことである。また、事実上の金融引き締めと受け止められないよう、場合によっては買い入れ再拡大への余地を残すフレキシブル・テーパリングとすることで、市場へのアカウンタビリティを確保している。

マイナス金利政策についても、3 月の「金融緩和の点検」で導入された「貸出促進付利制度」のもと、付利金利の対象と、利幅の拡大余地を広げている（前掲図表 2）。付利金利の引き上げは事実上の利上げであり、対象金融機関にとってはマイナス金利政策の緩和あるいは解除の意味を持つ。ある意味、マイナス金利政策を骨抜きにする政策を自ら実施していることになる。こうした政策により、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性は増したが、日銀の金融政策の枠組みはいよいよ複雑化し、分かりにくくなっている。2016 年 9 月のイールドカーブ・コントロール（YCC）の導入が、一つの大きな転機だったが、日銀の金融政策は、就任当初の黒田バズーカとはすでにかけ離れた姿に変わっており、ある意味着々と正常化に向けた地均しを進めている。

しかし、この先は難しい。金融引き締めではないと説明しながら実施するのが難しい領域に入っていくためである。黒田総裁の任期中は、基本的にすえ置きが続く可能性が高い。ただ、いずれは、複雑化しすぎた金融政策の体系を整理する必要も出てくる。黒田体制の後継の執行部の顔ぶれにも左右されるため、現時点では予想しにくいが、マイナス金利の解除は時期総裁の任期中の大きな課題になると考えられる。

日銀にとっては幸いというべきか、FRB の利上げが従来予想より前倒しとなる可能性が高まっている。日銀にとっては円高・株安を避けながら金融政策の正常化を進めるチャンスである。とはいえ、FRB の利上げがかなり進んでからでないとマイナス金利の解除はできず、早くても 2024 年以降になると考えられる。したがって、現

時点で市場のテーマとするにはやや気が早い。どのみち、マイナス金利解除にこぎつけることができたとしても、持続的な利上げは難しいだろう。向こう 10 年は、ゼロ金利、あるいは 0%前半までの利上げが限界と考えられる。0%台後半までの利上げが可能になるとしたら、グリーン経済やデジタル経済が予想以上に大きく花開いて、潜在成長率、現実の成長率とも大きく上昇した場合のみであろう。

また、資産買い入れ額の縮小を意味するテーパリングではなく、保有資産残高の縮小まで踏み切るには、オーバーシュート・コミットメントも撤回する必要がある。これも経済が上記のような楽観シナリオの道筋をたどった場合のみ可能となるだろう。どのみち国債の売却は難しく、期落ちを待つのが基本スタンスになる。短期国債が中心だった 2006 年の量的緩和縮小時と異なり、長期国債を大量に購入している今回は、バランスシート縮小は相当の長期戦になる可能性が高い。売らない限り減少しないETF はさらに扱いが難しいが、株式市場へのインパクトを考えると、やはり日銀が積極的に売りに回るのは難しい。経済の回復が進んだ場合でも、十分な期間が必要で、場合によっては日銀の B/S から切り離すための何か特別な手段を考える必要が出てくるかもしれない。

※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