

点検を踏まえて金融緩和を微調整

～イールドカーブ・コントロールの副作用対策～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
首席エコノミスト 熊野 英生 (TEL:03-5221-5223)

3月の決定会合では、12月に予告されていた点検を実施した。その上で、長期金利の変動幅を上下0.25%に広げた。また、ETFの買い入れも柔軟化した。さらに、コロナ対応特別オペに対して0.2%の当座預金の付利をする手当も行った。これらはイールドカーブ・コントロールの副作用対策でもある。

短期と長期のバランス

3月18・19日の金融政策決定会合は、イールドカーブ・コントロールの微調整を行った。具体的には、(1)長期金利の変動幅を上下0.25%に広げたこと。(2)ETFの買い入れをTOPIX連動のみに限定し、買入額を柔軟化したこと。(3)貸出促進付利制度を創設し、コロナオペに0.2%の付利をするなどの対応を行うことを決めた。今回は、「より効率的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」をしたと説明するのだが、何が点検されたのだが、普通に読むとよくわからないのが実情だ。多くの説明資料の中で、ポイントを抜き出すと、金利低下効果は「短中期ゾーンの効果が相対的に大きく」、「超長期金利の過度な低下は金融機能の持続性に不安感をもたらす」という点だろう。金融政策に持続性を持たせるとは、超長期金利を大きく押し下げないことを指すのだ。そのために、長期金利の変動幅を上下0.25%とすることにした。そうした対応によって、短期金利と長期金利のバランスを採るといふことなのだろう。

なぜ、点検をしたのか

今回の点検について、少し詳しく事情を言えば、従来の日銀はマイナス金利の深掘をしたくても、マイナス金利の副作用が怖くて実行できなかったことがある。その副作用対策として、当座預金への付利を行う貸出促進付利制度を加えた。コロナ対応のオペを積極的に行う金融機関ほど、付利の恩恵が大きくなる。その一方で、短期のマイナス金利に引きずられて、長期金利も下がることが、運用サイドの金融機関には厳しい影響を与えた。普通に考えれば、長期金利の目標を0%程度から上方向に引き上げれば済む話だ。しかし、日銀はその変更は「引き締めではないか」と勘ぐられるので、それを選択することは難しい。そこで、代わりに変動幅を引き上げると言って、長期金利の実質的利上げを通じた。これは、金融機関に歓迎されるのだから、金融引き締めではないということになる。

こうした手当によって、日銀は今まで抜くに抜けなかったマイナス金利のさらなる深掘を可能にしたというのが、今回の意味合いであろう。2016年9月に決定したイールドカーブ・コントロールをより使いやすくした。

日銀の決定内容に少しこだわると、長期金利の変動幅が上下0.25%で十分なのかという意見はある。日銀は、2018年7月に上下の長期金利変動幅をそれまでの上下0.1%から0.2%に倍程度変動し得ることを決めた。それに続いて、今回はその変動幅を0.2%→0.25%へと拡大した。ただ、副作用への対応と言っている割にごく小さな許容幅しか許していないように見える。もっと大きくてもよいと感

じる。泰山鳴動してネズミ 1 匹と思っている人は多いはずだ。

ETF の見直し

以前から事実上、予告されていたのは、ETF の買い入れ柔軟化である。こちらはほぼ予定通りだ。コロナ禍で年間上限 12 兆円をそのまま置いておき、目安となる 6 兆円を削った。「必要に応じて買い入れを行う」という方針で、買い入れのタイミング、買い入れ額については柔軟化した。

株式市場関係者がびっくりしたのは「TOPIX に連動するもののみを買い入れる」とした一文だろう。日経 225 連動の ETF ではない。3 月 19 日の株式市場は、日銀の発表直後に大きく株価が下がった。

日経 225 に採用されている銘柄は、同じ 100 億円の日銀の ETF 買いを行ったときでも、TOPIX 連動の ETF と日経平均株価連動の ETF でも、その銘柄の構成ウエイトの違いから買われる金額が違ってくる。日経 225 の銘柄は、日経平均株価連動の方が買い入れ額は大きくなる。日銀にすれば、各銘柄における日銀保有の割合をできるだけ低く抑えたいという意図が働いたのであろう。今回、TOPIX 連動の ETF だけに限定することで、日経 225 採用の銘柄の買い入れ額を相対的に小さく抑えられるという思惑が働いた。それが日経平均株価を押し下げた。

貸出促進付利制度

今回のひとつの目玉は、貸出促進付利制度だろう。新型コロナ対応特別オペ（金融機関の自前融資分＜プロパー分＞）を実行すれば、そこで増える日銀当座預金には短期政策金利に連動して、0.2%の付利が行われる。同じコロナ対応特別オペでも、自前融資以外の代理貸しの分を裏付けにして調達したコロナオペ分は 0.1%の付利とした。そして、貸出支援基金・被災地オペなどは、付利を 0%として優遇の対象とはしなかった。

これらの措置は、銀行などにコロナ向け融資を促進させるインセンティブになるという意味がある。それを通じて、マイナス金利の副作用も同時に緩和できるという点で、日銀は一石二鳥と考えているのではないか。

金利コントロールの工夫

そのほか、日銀は長期金利が予想以上に跳ね上がったときの備えとして、「連続指値オペ」という仕組みも加えている。これは、特定年限の国債を買い入れるとき、連続して指値で買い入れを行って、強力に国債価格をコントロールできる仕組みを導入するとした。長期金利の上限を厳格に守れるように、オペの威力を高めておこうという考え方である。

金融緩和を後退させない

少し達観して考えると、今回の措置で、日銀は金融緩和を強化する方針をちりばめて、間接的に金融緩和の後退を否定する姿勢を採っているのだろう。たとえ長期金利の上限が少し上がったとしても、それは出口戦略への布石でもなければ、利上げの準備でもない。そうした意図が強くにじみ出ている。その代わりに、今回の点検は、一体何だったかという本質的な問題が残る。すなわち、2013 年以降、物価 2%の目標には手が届かず、これから到達する可能性も少ない。そうした金融政策の限界を放置しておき、単にイールドカーブ・コントロールの微調整だけを行って終わらせるのでは、わざわざ点検した意味が感じられない。多くの金融関係者が望んでいるのは、イールドカーブ・コントロールの点検ではなく、まさしく金融政策の枠組みの総括的検証だろう。その点は、残された課題として、日銀は胸に刻んでほしい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。