

固定金利オペ20兆円の追加緩和

発表日：2010年3月17日（水）

～日銀と政府の対話は正しくできているか～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀は事前観測があった通り、追加緩和をした。固定金利オペを20兆円程度積み増す決定である。今後、3か月間の固定金利で、約3か月をかけて資金供給オペが追加される。その効果はターム物金利を押し下げて、為替などのルートを通じて、金融緩和が効果を及ぼすだろう。今回の意思決定は、政府からの要請があったことが理由である。金融市場はそれを疑うことがなかった。そのため、日銀は今更観測報道を裏切ることができない状況に追い込まれた格好だ。日銀は政府との有益な対話なくして罫から抜け出せない。

3か月で20兆円の資金供給

日銀は、事前の予想通りに追加緩和に踏み切った。現状の固定金利オペのスキームをそのまま延長し、20兆円程度の資金供給を追加する措置（累計30兆円程度）を決めたのである。今回の追加資金供給は、従来の週1回8,000億円の入札を、週2回8,000億円に増やしている。今後、約3か月間で20兆円の追加供給になると見込まれ、6月末頃までは3か月物の金利形成に押し下げ圧力が働くとみられる。日銀は、声明文で「やや長めの金利の低下を促す措置の拡充」と追加緩和の意図を説明している。これまでの取り決めでは、「4月以降、企業金融支援特別オペレーションの残高が漸次減少していく」（声明文）ほか、12月から始めた固定金利オペが3月上旬から期落ちすることになっていた。それを今回の拡充で期末以降にも延長して、ターム物金利の低下圧力を働かせようという構えである。

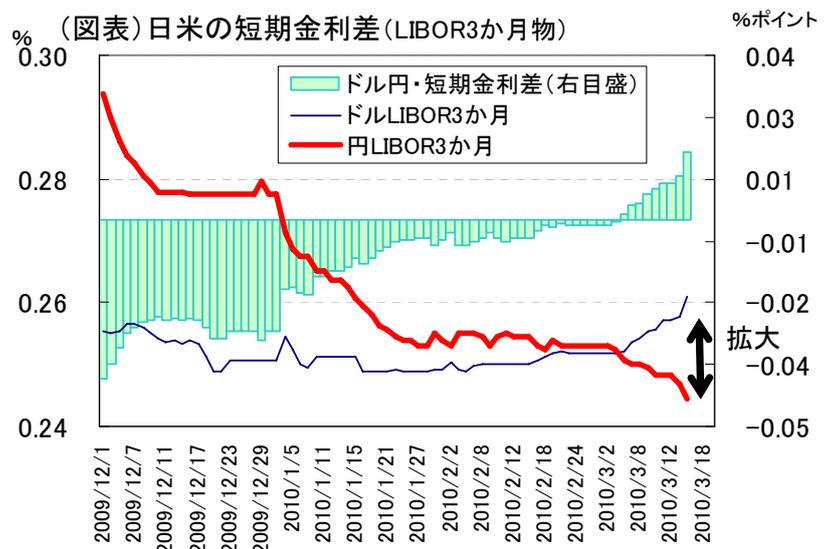
予想される政策効果

日銀の固定金利オペの延長がどこまで政策効果を及ぼすのかについては、限定的と言わざるを得ない。これが、たとえターム物金利が低下しても、企業が資金調達を伴うような設備投資に動かされる影響は薄いと考えられるからだ。伝統的な実体経済への影響力はすでに戦線が伸び切っていて、限界的な効果はほとんどない。

むしろ、為替が円安方向に動かされるかどうかポイントになる。これが、12月1日のときに、日銀がうまく円高に歯止めがかかるタイミングで行動し、円高修正・株価上昇の効果をたぐり寄せたという成功体験の再現が

期待されるからである。その点に関しては、すでに3月5日以来の追加緩和の観測報道で、円のLIBOR金利は一段と低下が進んで、その効果によって市場価格の形成には円高修正・株価上昇の効果が織り込まれている（図表）。

ただし、現状の為替動向は、不確定な要因に取り巻かれている。今のタイミングは、（1）ギリシャ支援の枠組



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経済調査部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。

みが固められ、ようやくユーロ安（円高要因）に歯止めがかかりつつある、という点はあるものの、（2）FRBが3月16日のFOMCで景気回復が進んでも時間軸政策を延長していく構えをみせてドル安圧力（円高圧力）になっていること、（3）人民元の切り上げ予想が強まって円高の連想が働きやすいこと、などがある。だから、12月のように、ドル円レートが容易には円安方向に修正されにくいと考えられる。

一方、株式市場には相対的に影響力が大きかったと考えられる。3月は期末月であり、銀行などは月中平均の株価によって年度決算の株式含み益を計算する。今のところ、3月の日経平均株価の月中平均値は10,500円（1日～17日）であり、昨年9月の10,300円よりも+200円ほど高い。株式含み益の増加は、銀行の自己資本比率の上昇に寄与するので、銀行のリスクテイクを助けるという解釈は成り立つ。

静かなる追加緩和期待への抵抗

今後の金融政策に関しては、さらに追加を行うような局面が再現されるのではないかという観測がある。そうした観測は、今後、景気情勢が悪化するかもしれないという観測に基づくのではなく、参議院選挙がある7月までに政府からの要請がさらにあるかもしれないという観測からである。そうした意味で、当面、日銀が追加緩和を余儀なくされる局面は否定できない。

もちろん、日銀にすれば、景況感の悪化という変化がないのに、言われたから緩和を重ねるという態度は採りたくないはずだ。白川総裁の会見では、「景気は幾分上振れ気味で推移している」という評価を語っている。景気認識と政策対応は足並みが揃っていない印象がある。

今回は、それよりも政治的要請が大きかったようにみえる。日銀自身も、そうしたことへの抵抗のようにみえるのは、7名の政策委員のうち2名が反対票を投じたことだ。この2名という数は、執行部（総裁・副総裁3名）以外の4人のうち半数に当たる。このメッセージは、たとえ日銀執行部が政治的な意を汲んで追加緩和をしようとしても、合議制の政策委員会では必ずしも執行部の意向が通らない可能性があるということを示すものであろう。政策委員会の意思決定が独立していて勝手に動かせないと伝えたいのだろう。

反対票を投じた須田美矢子委員と野田忠委員は、それなりに反対する理由がある。野田委員は、3月5日に大津市で講演を行って、追加緩和に否定的見解を述べている。同日の新聞朝刊には日銀が追加緩和を検討と報じられていて、同日の野田委員の話からは報道とは異なる印象を受けた。また、須田委員は、もともと理屈に合わないことを嫌う行動をみせてきた。福井前総裁のときに、景気持ち直しの中で、2003年11月と2004年1月に当座預金残高の目標を積み上げる政策決定をしたときに、両方の決定会合で須田委員は反対票を投じている。今回も、同じように筋を通した。

須田委員が執行部と袂を分かったことは少し意外感がある。須田委員は2009年12月の講演で、12月初の緩和措置を指して、「わずかであっても金利を下げる効果はありますし、そのうえ、マインドにも働きかけられるのではないかと、この行動は好ましいと私は思いました」と語っていた。この見解からは、今回も賛成票を投じてもおかしくないと思われた。これまで須田委員は、白川総裁と立場が近く、執行部3名+須田委員の4名が同調して、7名の政策委員の過半数の意思決定を握っていたとも理解されてきた。それが、今回、須田委員が反対票を入れたことで、4名の同調が必ずしも成り立たないという見方に変わった。つまり、政策委員会における執行部の票決支配力が完全ではないと思わせたのである。

政府の課題でもあるデフレ対策

重ねて言うと、今回の追加緩和の背景には、政府から日銀への緩和要請がある。それに加えて、日銀が追加緩和を検討しているという観測報道に対して、誰もそれを疑わなかったことも大きい。観測報道が追加緩和の期待形成

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経済調査部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。見通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。

を生み出したことは、仮に日銀が追加緩和をしなければ、為替・株式市場がネガティブな反応をするので、もはや日銀は当日になって追加緩和をしないという選択肢を事実上採り得なかったという図式である。しばしば、「金融市場の観測が日銀の背中を押した」と言われるのはそのためである。

しかし、この見解を筆者は疑っている。市場が背中を押したように見えて、実は日銀自身の姿勢が市場の観測として織り込まれたに過ぎないのではないか。これは、日銀が政治的意向に強くないという姿勢が、市場という鏡に映って、その像が日銀自身に跳ね返ってきて、政策の自由度を奪ったと理解することもできる。

この意味は、日銀が政治的な意図と完全に離れて、独自の意思決定を行えばよいということではない。市場に強気姿勢をみせることだけが政策の自由度を高めるとは解釈してはいけない。むしろ、政治的意向が存在するならば、日銀は政府との対話のチャンネルを持って、正々堂々とデフレ対策には追加緩和はほとんど貢献できないことを主張し、別の手段を講じて政府は何をすべきなのかという提言をすべきだったのだろう。日銀にしろ、政府にしろ、デフレ対策に無策であってよい訳はない。「何をすべきでないか」というデフレ対策の論議ではなく、「何をすべきなのか」という前向きなデフレ対策の処方箋を描くことが求められたのである。

政府は、3月の月例経済報告で景気判断の評価を改善させている。11月に政府がデフレ宣言を下した時点では、景気情勢には、円高進行や「二番底」懸念という材料があった。それが現在は、アジア輸出、企業収益、設備投資、雇用のいずれにも前向きな動きになって、以前とは経済環境が変わってきている。その点を日銀が指摘すべきだった。物価下落という要因だけを独立させて問題視されても、デフレ対策として有効打は示しにくいというのが日銀の本音ではないか。

本当に不幸なことは、今後、政府自身が物価指標を日銀が自由に動かせるという信じ込んでしまうことである。目先、政府は成長戦略を打ち出して、2020年にかけて平均で名目3%、実質2%、物価要因1%の伸び率を、目処に掲げようとしている。現在は、その成長戦略の信憑性がどの程度あるかを焦点になっている。金融市場では、どんな具体的な処方箋を描き出すかということに一定の期待感を持って、政府の政策立案を見守ろうとしている。

だから、もしも成長戦略の中で、「日銀が2020年までに平均1%の物価上昇を達成する計画になっている」と明記されたならば、その実効性は乏しいとみる有識者が多いだろう。金融政策が物価をコントロールできるという前提に立って、必ずしも実効性が高いと思われえないプランを掲げることは、政府自身のためにならない。日銀は、そうした結果にならないように、適切に政府との対話を行うことが「物価の番人」としての役割である。今回の一連の追加緩和の動きの中で心配になったのは、政府と日銀の間で建設的な対話を行わずに、既成事実の積み上げだけで日銀が動かされて、それでデフレ対策が行われたように見えることである。

本当に必要なのは、政府は、別途、企業の成長支援のために企業マネーを設備投資などに変換し、雇用増加を促す取り組みである。

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経済調査部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。