

臨時会合で固定金利オペ6か月物を導入

発表日：2010年8月30日（月）

～政府の経済対策との連携重視～

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、政府の経済対策に合わせて臨時会合を開催して、30兆円の資金供給を表明した。6か月物の固定金利オペを新設して、その資金供給を10兆円としたうえで、既存の3か月物のオペで20兆円を資金供給するという2段階構えを採っている。今回の日銀の行動は、政府との一体感をみせたと評価できると同時に、「次は為替介入かもしれない」という観測を強める見方もできる。足元では円高ペースが足踏みするとみられるが、目先の9月には雇用統計やFOMCも控えており、まだ予断を許せない。

資金供給量を30兆円の拡充

日銀が8月30日に臨時会合を開催して、30兆円の資金供給の方針を決定した。臨時会合で為替円高に歯止めをかけようという構えは、2009年12月1日を彷彿とさせる。今回は、白川総裁が米国出張を1日早く切り上げて、政府が発表する円高対策とタイミングを合わせて臨時会合を行うところに若干のサプライズを生み出そうとしている。政府・日銀が一体化して積極的に対応しようという姿勢は高く評価できる。

今回の日銀の緩和措置については、第三弾という見方ができる。今までの新型オペ＝固定金利オペによる大量資金供給は、第一回目が2009年12月に10兆円、第二回目が2010年3月に20兆円、そして今回が第三回目にあたる。三回目は資金供給を30兆円に大規模化してきたところが特徴だ。また、単に規模を拡大させるだけではなく、次のような見直しが表明されている点も注目される。

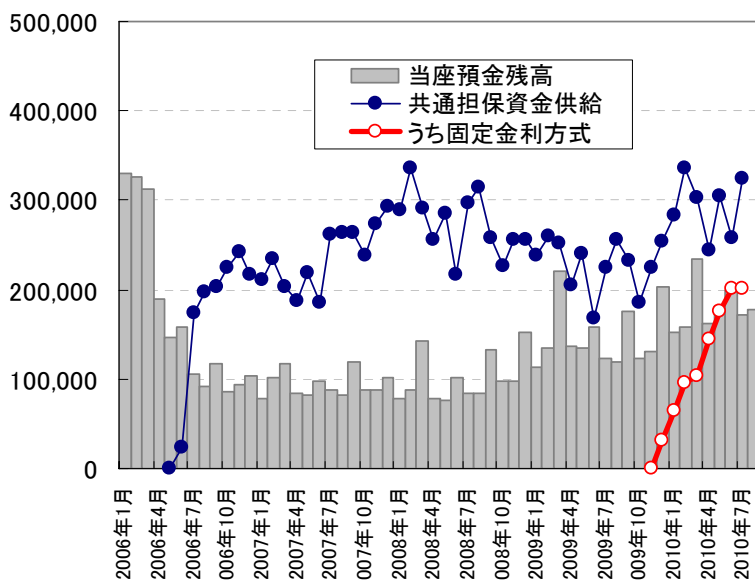
- これまでの3か月物の固定金利オペに加えて、6か月物の固定金利オペを導入。
- 3か月物オペによる資金供給を20兆円。6か月物のオペで10兆円。合計30兆円の資金供給を行う。
- 6か月物のオペは、月1～2回の頻度で1回当たり8千億円程度実施する。

——3か月物は週2回の頻度で1回当たり8千億円。

一連の日銀の資金供給スタンスを総括的にみると、0.1%の固定金利オペレーションが中核になりながら、期間限定の大量資金供給が行われている格好だ(図表)。

会合後の白川総裁の記者会見で注目されたのは、「不確実性がこれまで以上に高まっている」という発言である。率直にダウンサイドリスクを訴え、8月10日の展望レポートの中間評価よりも踏み込んで、景気シナリオに注意信号を送っている。同じ記者会見では、「追加緩和の可能性はその都度判断する」と、緩和の打ち尽くし感を否定した。これも、日銀の政策姿勢が後手に回る印象を払拭しようとする意味で評価できる。

億円 (図表) 日銀の資金供給と当座預金残高



出所：日本銀行

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。

6か月物の固定金利オペの意味

6か月物のオペを導入したことは、これまで3か月間で0.1%の固定金利で供給していた資金を、さらに長い期間にわたって適用する効果が見込める。もともと固定金利オペレーションは、通常のオペが期間ごとには市場金利に応じて行ってきたのを、翌日物コールレート（誘導目標）と同一の金利で融通するという新しさがあつた。その効果は、3か月のイールドカーブを、翌日物金利水準まで押し下げる低金利化の作用がある。今回、固定金利オペを6か月にまで拡充したことは、イールドカーブをじわじわと長い期間にまで押し下げていく追加効果が期待できる。

ただし、注意しないといけないのは、6か月物のオペの頻度が月1~2回で1回当たり8千億円というスローなペースに止まっていることである。ここには6か月物の方の頻度を上げて行くと、3か月物の資金需要を食ってしまうという判断があつたのかもしれない。日銀は、6か月物の導入に当たっては、やや慎重な判断を加えて、ペースを意図的に鈍くしたという読み方もできる。ならば、3か月物をすべて6か月にして30兆円の資金供給にすればよいという考え方もあろうが、そうした議論をどう評価したのかは、議事要旨での議論の公開を待つしかない。

須田委員の提起している問題点

決定会合の票決では、固定金利オペの拡充に対して須田委員が反対票を投じている。3月の決定会合の議事要旨では、須田委員は「特定のオペの資金供給量で金融緩和の度合いを測るといった誤解」を反対票を投じた理由として挙げている。今回もそうした考え方を変えていないとみられる。

実は、筆者は須田委員が反対したことが重要なのではなく、「特定のオペの資金供給量で金融緩和の度合いを測る」という考え方に白川総裁や他の審議委員がどう評価を下しているのかが問われると考える。目下、3か月物の固定金利オペを新たに20兆円供給しようとしつつも、前に6月上旬に行った固定金利オペが期落ちしようとしている。少し複雑な理屈であるが、この7~9月は3月17日に決定した20兆円の固定金利オペの片道の資金供給の終了の期日が到来して、順々に回収されている中で、新たに3か月の固定金利オペを20兆円というかたちでつないでいるという状況である。これを緩和度合いを強化してとみてよいかどうかについて、金融市場でも十分には問題にされていない。

今回、残高をキープするための3か月物の固定金利オペでつないただけとなると、追加的なものは、6か月物の新しいオペで10兆円の資金供給したことでしかなくなる。その6か月物のオペの方も、頻度が月1~2回ということなので、ネットアウトした追加緩和効果は限定的という見方ができる。この点を白川総裁たちがどう効果をみているのかは、今後の説明を待たなくてはならない。

日銀の追加緩和によって為替介入の可能性が試される

日銀が追加緩和に踏み切ったことで、次に控えている財務省の為替介入に関する関心がさらに高まるだろう。なぜならば、円高対策として最も効果が高いのは、為替介入を動員して、円高の流れに直接的に歯止めをかけることだからである。

もともと、「次は為替介入」だとしても、各国の理解を導き出し、国際協調体制の流れをつくるのは至難の業である。米国は暗黙のドル安容認を行っていて、バーナンキ議長もまた金融緩和をさらに拡充する姿勢を強めている。日本だけの事情で円高に歯止めをかけることは極めて難しい。日本は民主党代表選挙の前のタイミングなので、円高対策に前向きであるという思惑があるが、潜在的な円高圧力が9月中盤以降も継続すると予想されるので、政府の対応は一過性のものだと勘ぐられないように配慮しなければならないだろう。

そうしたうえで、財務省・日銀は、ねばり強く欧米の金融政策が為替レートの過度な変動をもたらさないように日本側の意図を伝えていくことが必要になる。究極的には、各国の通貨当局と議論して、円高の動きに対して国際協

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。

調を念頭に、「為替レートの過度の変動や無秩序な動きは悪影響を与える」という方針を確認し、暗黙の通貨切り下げ競争に陥りつつあるという市場観測を払拭しなければ解決しないと考えられる。

金融緩和効果はどこまで期待できるか

日銀の金融緩和効果は、短期金融市場への流動性供給を通じて、債券市場へ金利低下効果を波及させるところに実体的に影響力がある。もっとも、足元では株価上昇に反応して、中長期金利がやや上昇しており、さらに緩和感が浸透するという格好ではなかった。そうした意味では、今以上の金利低下効果を促そうとしても、かなり行き着くところまで行っているの、思いのままに日銀が緩和政策を打ち出しにくくなっているとみられる。

その一方で、米国ではFRBが追加緩和を辞さない構えをみせていて、さらに長期金利が下がる可能性がある。当面は、8月の米雇用統計、9月21日のFOMCと為替市場でドル安観測を醸成する可能性があるイベントが控えている。筆者は、一旦は円高のペースが明日踏みすとみるが、潜在的なドル安観測が払拭されてはいないとみる。それは、米国は11月に中間選挙を控えていて、この9月辺りが為替円高に振れるかどうかの正念場だと考えるからだ。当面は、政府・日銀がどこまでアナウンスメント効果を含めてうまく立ち回るかが期待される。