

思い切った緩和、資産買入基金を創設

発表日：2010年10月5日（火）

～5兆円程度の長期国債・社債購入をする方針～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、10月末の展望レポートを待たずに、5日の会合で大胆な金融緩和策の拡充に打って出た。政府の補正予算に合わせて、円高・経済対策をやらざるを得ないと判断したのだろう。ポイントは、固定金利オペなどの30兆円と、長期国債、社債などの買入れ5兆円を念頭においた資産買入基金35兆円を創設することである。今回は、時間軸政策の導入、無担保コールレートを0～0.1%程度に引き下げ(従来0.1%程度)など、いくつかの緩和手法に工夫を加えている特徴もある。

サプライズは資産買入れのための基金創設

日銀は10月5日の決定会合で、追加金融緩和を実施することを決めた。随分と思いついた対応を決めたというのが第一印象である。いくつかあるメニューの中で、ポイントは、日銀のバランスシート本体とは別勘定で、資産買入等の基金を創設して「長めの市場金利と各種リスク・プレミアム」に対して低下圧力をかけることを始めることである。長期金利と社債利回りの両方を押し下げようとするところは、「信用緩和と量的緩和の側面を併せ持つ『包括緩和』」（白川総裁）の特徴がある。さらに、今後、消費者物価が「物価の安定が展望できる情勢になった」と判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続する」という新しい時間軸政策を導入したことにある。

いくつかのメニューを列挙すると、

- (1) 日銀のバランスシート上に基金を創設し、多様な金融資産の買入れ、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行う。その趣旨は、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すことである。
- (2) 基金の規模は、買入資産5兆円程度と、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを30兆円程度(従来通り)を合算して合計35兆円程度とする。買入資産は、1年後を目途に、長期国債および国庫短期証券を合計3.5兆円程度、CP、ABCPおよび社債を合計1兆円程度、総計で5兆円程度とするように検討する。買入れる長期国債、社債は残存期間1～2年程度に制限。長期国債を買入れるときに、従来は縛りになっていた銀行券ルールはこの買入基金の分については適用しない。
- (3) 資産買入れの範囲としては、ETFとJ-REIについても「検討する」とある。ただし、白川総裁は「価格に影響なくPKOでもない」と価格維持政策の方針を否定している。それに、買入資産5兆円の範囲内では、前述の国債・社債などが4.5兆円を占めているので、ETF・J-REITは残り0.5兆円と限定的な規模である。
- (4) 無担保コールレートの誘導目標は0～0.1%程度で推移するように直ちに變更。従来の0.1%程度から引き下げ方向で見直し。ただし、補完当座預金制度、固定金利オペの適用金利は従来通り0.1%で据え置く。そのため、ターム物金利が0%に向かって低下するかどうかは不確実。
- (5) 時間軸効果として、「物価の安定が展望できる情勢になった」と判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明確化。「物価の安定」は、政策委員の中長期的な物価安定の理解に基づき、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」ことを踏まえる。ただし、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を検討し、問題が生じていないことを条件とする」と留保の文言がつけられている。

スキームに残っているいくつかの疑問点

日銀の追加緩和が、積極的な対応であることは確かであるが、その運用について見えない部分がある。すなわち、

- (1) 時間軸政策の実質ゼロ金利とはどういったスタンスを意味するのか。実質という意味は、0~0.1%のことを実質と指するという解釈と、消費者物価を差し引いた実質金利という理解がある。白川総裁は、「情勢点検の判断根拠は改めて明確化する」と述べており、時間軸の縛りは将来的に明らかになる。
 - (2) 買入基金の買取りは、それぞれの資産を足元でどのくらいのペースで買っていくのか。現在、長期国債の買い切りは、毎月 1.8 兆円であり、仮にそれを毎月 2.0 兆円にしたならば、追加購入は年間+2.4 兆円増となる。日銀の方針は、「1年後を目途に、長期国債および国庫短期証券を合計 3.5 兆円程度」と言っているので、今回の措置は、輪番オペのペースに換算すると、月+2,000 億円という程度になるのだろうか。
 - (3) 社債の買入れによって、リスク・プレミアムを縮小させるとするが、どこのグレードのクレジット・リスクに緩和効果を及ぼそうとしているのか。日銀の適格担保の範囲であれば、シングル A 格以上ということになる。逆説的に言えば、BBB 格以下のクレジット・リスクには信用緩和の効果は及びにくいことになる。
 - (4) 買入基金の買取りは、明示的な出口戦略を描くのだろうか。もしも、政策金利の時間軸政策と同調させるのであれば、資産の買取りは少なくとも 1~2 年は継続すると予想される。しかし、買入 5 兆円の枠を使い切ってしまうと、それ以上には買入れないということになる。一応、白川総裁の会見では、「5 兆円に達したら満期到来した同種債券を購入して残高は維持する」と説明している。この買入基金の対象としては、残存期間 1~2 年の国債・社債のみに対象を限定しているため、新規買入れの停止から 1~2 年が経過すれば、基金の保有資産は自動的にキャッシュに変わってしまうという見方もできる。つまり、長期国債の買入れは、期間限定で銀行券ルールを超えていくが、期間が経過すれば、以前の銀行券ルールに戻るということになる。
 - (5) 政策金利を 0~0.1%へと下限レンジを引き下げたことになるが、当座預金への適用金利を 0.1%にして、固定金利オペの金利を 0.1%にすればターム物金利への限界的な低下効果は及びにくいことになる。
- こうしたいくつかの疑問は、今後、日銀が市場との対話を進めていく中で明らかになっていくとみられる。

円高懸念はさらに追加緩和圧力になる

為替レートは、決定会合の内容が報道されると同時に、83 円台前半のレートが 83 円台後半に大きく振れた。これに反応して、株式市場も 5 日の引けにかけて急上昇した。週末の G7 を前に、為替円高に日銀の努力も貢献して、一応の歯止めをかけた格好である。ただし、今後の円高進行がこれで一服するかどうかは、確定的ではない。目先のいくつかのイベントが限界的にドル安要因に作用しないことが円高が止まるための条件になる。10 月 8 日には雇用統計発表と G7 が注目され、その後には 11 月 3 日の FOMC が控えている。米金融緩和がさらに進むという観測が強まって、まだ円高が進むリスクは大いに残っている。

円高に歯止めがかからない以上、これで「日銀への追加緩和圧力はおしまい」ということにはならないだろう。今回、政府は円高・デフレに対応する補正予算をつくらうとしているに対して、日銀はそれに歩調を合わせて何らかの追加緩和措置をせざるを得なかった。つい先日、8 月 30 日には 6 か月物の固定金利オペの拡充を含んだ 30 兆円の資金供給の拡大を打ち出したばかりなのに、それだけでは日銀は許してはもらえなかった。これは、円高進行を止めるという政府の目標に対して、否応なく結果責任を負わされているような図式である。

直近では 10 月の菅総理大臣の所信表明演説で、「日銀に対しては、政府と緊密な連携を図りつつ、デフレ脱却の実現に向け、さらなる必要な政策対応をとることを期待します」と明示的な要請を受けている。实体经济の動きでみると、本当は 9 月 29 日に発表された日銀短観で大企業製造業の業況判断 DI が +7 ポイントも改善し、普通に考えて追加緩和しないで様子を見るはずなのに、白川総裁以下が感じるプレッシャーは有形無形に強烈だったのだろう。

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。

日銀にすれば、今、短観を口実にして緩和を先送りすると立場がより厳しくなると思ったに違いない。むしろ、週末のG7で日本が先進各国に介入政策の自由度を認めてもらおうとするときに、「まだ金融政策ができることをやり尽くしていない」という風に各国からみられて、日本の切迫感がうまく伝わられない可能性もある。だから、日銀は追加緩和を思い切ったこと、政府が介入政策のための経済外交する上で、一生懸命に側面支援をしたというかたちをみせる必要もあったのだろう。

また、政府の事情をよく考えると、8日の閣議決定を目処にして、補正予算案の検討をしているのに、野党との協力がなかなかうまく進まない模様だ。菅政権がねじれ国会で苦しんでいるときに、政府の一員である日銀だけが独立性を盾にして、惜しめない協力を拒むことはできなかったとみられる。

追加緩和の余地

今回の決定が明らかになったとき、正直、筆者の胸の中では、1999年のゼロ金利政策導入や、2001年の量的緩和政策の開始のときと同じように、「どこまでこの緩和政策は途方もなく先まで続くのだろうか」という感覚がよぎった。「退路を断つ」という言葉は格好良いが、それは非常に向こう見ずな判断である。日銀の公表資料を精読すると、いくつかの仕掛けが隠されていて、白川総裁は身動きのできない緩和に封じ込められるという感じにならないように配慮していた。むしろ、白川総裁は、インフレ目標を課されて、際限のないマネタイゼーションに追い込まれることを避けるために、一読したくらいでは理解できない複雑な仕組みを用意して、政治サイドからの緩和圧力をかわそうとしている事情がうかがわれる。

とはいえ、今後、日銀に対する追加緩和の要請はこれからもあるだろう。そうした要請が強まったときには、日銀は、今回の買入基金35兆円（固定金利などのオペレーション部分を除くと5兆円程度）の枠の上限を引き上げながら、資産買取りの規模を大きくするアピールを進めていくのだろう。総裁会見の説明でも、「必要があれば、基金の規模、期間の拡大の可能性はある」とされていた。

ただし、達観すれば、今回の大胆な一連の措置を決めたことで、日銀は長期国債の買入れ増額とあまり差がない選択肢を採用したようにもみえる。これは比較すれば、単純な買い切り増額の場合に比べていくらか副作用が生じない条件を課して行ったに過ぎないということだ。