

追加緩和でなく、短期国債への切り替え

発表日：2012年7月12日（木）

～7月12日の政策決定会合～

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

日銀は短期国債を+5兆円ほど積み増し、代わりに同額の固定金利オペを減らすことを決めた。これは追加緩和ではない。6か月の固定金利オペの札割れが頻発していることへの対応として、限界的な資金供給能力を高めるための微調整を行っているに過ぎない。日銀の中間評価は、概ね見通しに沿っているとされたが、原油価格の想定は大きく下方修正されたようだ。

追加緩和と言えるか否かの考え方

7月の定例会合は、短期国債を+5兆円積み増しする一方で、固定金利オペを▲5兆円減らす対応を決めた（図表1）。ややテクニカルな資産買入の手法の調整であるが、これは追加緩和ではない。最近、固定金利オペの札割れが頻発するようになったことに対処するため、資金供給を行いやすい短期国債の買い入れに切り替えるというオペ手段の入れ替えをしたのである。

(図表1)資産買入基金の増額状況

	増減額の状況							累計規模 (参考)	
	初回 2010年 10月5日	2回目 2011年3 月14日	3回目 8月4日	4回目 10月27 日	5回目 2012年 2月14日	6回目 4月27日	今回 7月12日	合計 買入目標	残高実績 7/10日
長期国債	1.5	0.5	2.0	5.0	10.0	10.0	5.0	34.0	13.3
短期国債	2.0	1.0	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	3.5
CP等	0.5	1.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	1.6
社債等	0.5	1.5	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9	2.2
ETF	0.45	0.45	0.5	0.0	0.0	0.2	0.0	1.6	1.3
REIT	0.05	0.05	0.01	0.0	0.0	0.12	0.0	0.23	0.09
小計	5.0	5.0	5.0	5.0	10.0	10.14	5.0	45.3	22.1
固定金利オペ	30.0	0.0	5.0	0.0	0.0	▲5.0	▲5.0	25.0	32.5
合計	35.0	5.0	10.0	5.0	10.0	5.14	0.0	70.3	54.6

固定金利オペを減らして、短期国債を購入するような対応が、金融緩和の拡大になるのかどうかを考えてみたい。教科書的には、3か月や6か月の期間の資金供給オペを止めて、1年以下の短期国債を購入する方が、資金供給の期間を長くできる点で、緩和度合いを強めることができる。理屈の上では、確かにツイスト・オペのような手法を使って、イールドカーブをより長い期間に対して動かせる効果を見込めるように思える。

※日銀は、新発ではなく既発の短期国債を購入するので、残存期間は1年よりももっと短い。

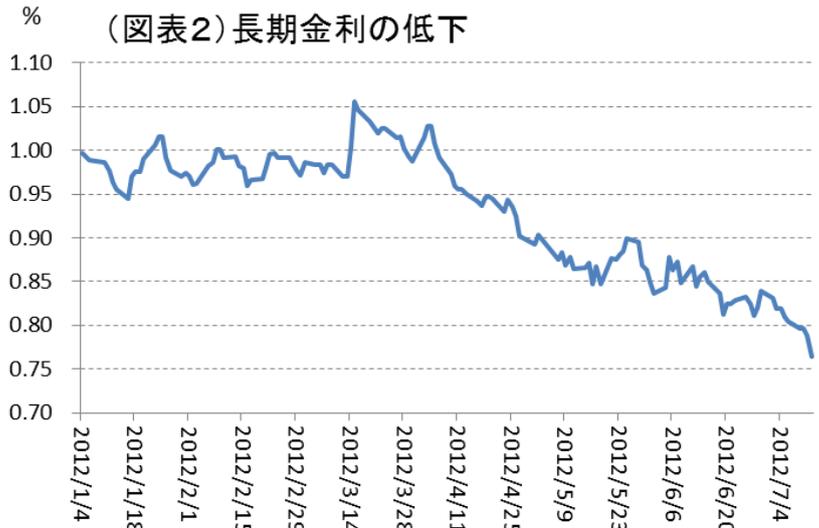
しかし、現在、札割れが起こっているのが、3か月ではなく、むしろ6か月である点を考慮すると、1年以下の短期国債を使うことが緩和効果を強めるとは評価しにくくなる。実際の固定金利オペの状況をみると、7月10日に8,000億円でオファーされた6か月の固定金利オペは、応札額が3,548億円しかなかった。7月3日は8,000億円に対して応札が2,345億円、7月2日は3,400億円と半分以下の資金供給しかできていない。一方、7月6日にオファーされた8,000億円の3か月固定金利オペでは26,650億円の応札があった。6月28日は8,000億円に対して15,033億円の応札である。3か月先の方が、資金需要を見つけて資金供給ができるという意外な結果である。

これは、資金繰りを考える金融機関が、6 か月先までの資金を欲しがっていないことの表れである。金融機関は、季節的な資金不足に対して期日が近づいてから資金調達をすればよいと考えている。

日銀は、固定金利オペの限界に直面する中で、資産買入基金の目標金額を達成するため、短期国債を購入する方法にシフトせざるを得ない。ただし、国債購入であれば、残存期間の長い国債の方がより応札倍率が高く、人気が集まるのだろうが、今回日銀はそうした選択はしなかった。それを考慮すると、今回、日銀は追加緩和効果を高めようとは考えなかったのだろうと読むことができる。

残存期間の長い国債は買い増しをせず

日銀が、なぜ、3 年以下の残存期間の長期国債をもっと多く購入する選択をしなかったのだろうか。現在、10 年の長期金利は、0.80%台を割り込んで低下が進んでいる(図表 2)。日銀は、折から財政ファイナンスの恐れを過度に気にしている。また、すでに高値にある債券価格をさらに吊り上げるようなことをすれば、将来の金利上昇のマグマを溜め込むというような思いがあるのかもしれない。残存期間の長い国債を購入するほどに、日銀のバランスシートは膨張して、将来に金利上昇を促すような引き締めを行いにくくなるという心理的な抵抗が働いた可能性はある。



もともと、ゼロ金利状態で、量的拡大を押し進めることをすれば、中長期債のイールドカーブが平坦化することを通じて、金融機関の債券運用ニーズを減退させる副作用を持つ。自分で大量資金供給をしておきながら、金融機関の資金運用ニーズを減退させるのは矛盾と言えるが、金融機関の側には国債運用を減らして、信用リスクを増すというリスクテイクはできない事情があるので、我慢しながら国債を買い続けなくてはいけなくなる。量的緩和には、二重・三重の自己矛盾がつきまとう。

札割れへの対応

白川総裁には資産買入基金の積み増しに対する矛盾をはっきり認識しつつも、極端なイールドカーブの平坦化を推進して、為替円高の防止、マクロ経済への刺激を迫らざるを得ない苦しさがある。総裁会見では、「オペの札割れは強力な緩和効果が浸透していることの表れ」だと苦し紛れの説明していた。白川総裁が札割れを歓迎していないことは言うまでもないが、総裁会見では緩和効果の浸透という美名で語られた。

今回、日銀が、6 か月の固定金利オペの札割れ対策としていくつかの微調整を講じている。ひとつは、短期国債の買入れであるが、その際の取り決めとして、入札の下限金利 0.10%を撤廃して、より低い価格での買入れができる余地を探ろうとしている。日銀の当座預金への付利が 0.10%なので、ベースラインの金利が 0.10%になるとというのが常識的な見解だが、金融市場のリスク回避姿勢が強まると短期国債の売買が 0.10%を下回って行われることも起こり得る。これは、「金利が下がるほど短期国債の価格が上昇する」と考えた方がわかりやすい。日銀は、金融機関との間で短期国債を買入れるとき、金利水準が 0.10%よりも高値の債券価格で短期国債を購入することができる。つまり、応札する金融機関にはオペに応じるうまみが高まる。これは、短期国債の限界的な金利水準を

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。

引き下げる余地を模索して、円高防止効果を促すとともに、札割れ対策にもなる。

また、固定金利オペについては、「期間 3 か月」、「期間 6 か月」の区分をなくし、「期間 6 か月以下」とすると発表している。これは、固定金利オペのツールにしばりをなくし、事実上オペの短期化することで、短い期間の資金需要に対して、資金供給量を増やしていこうとする試みである。

展望レポートの中間評価

7月の会合は、4月に発表した展望レポートの中間評価を行うタイミングである。今回は、2012年度の実質GDPと消費者物価の見通しをともに▲0.1%（中央値）を下方修正している（図表3）。消費者物価は、足元でのガソリン価格の下落を受けているが、実質GDPの方は見た目よりも大きな変更である。なぜならば、1-3月のQEが発表されて、年度のゲタが+0.2%程度押し上げられてもおかしくなかったからだ。つまり、本来は+0.2%ほど上がるどころが、▲0.1%ほど下がっているのだ。民間予測機関が、4月から7月にかけて実質GDPの見通しを上方修正させてきたのとはやや違う流れでもある。日銀は、この点については発表文では、「概ね見通しに沿って推移する」と変更されてはしないと説明している。

少し変化がみられた点としては、企業物価が前回の中央値+0.6%から今回▲0.2%へと大きく下方修正されたことも挙げられる。これは、原油価格が大きく想定よりも下がったことを暗示させる。不思議なのは、消費者物価については、足元でのガソリン価格の下落を織り込むに止まっており、年度の見通しを変えていない。日銀は消費者物価プラスの見通しをどうしても守りたいという意向が、ここには透けて見える。

今後の金融政策

当面、日銀には追加緩和の圧力が働き続ける。景気情勢が依然として不安定であり、欧州の財政不安が円高進行へと結びつきやすいからだ。一方、政治的には、消費税法案が衆議院を通過している。経済成長率が下振れすると、日銀にデフレ対応の圧力がかかるような図式が山を越えた印象はある。従って、政治的な側面よりも、実体経済面からの追加緩和の動機が強まるという構図であろう。

今回の札割れ対策は、今後、日銀が固定金利オペを減額して、短期国債を購入する流れをつくる可能性がある。日銀は、残存期間が長い国債を買い増すことなく、短期国債の購入増加だけで追加緩和の雰囲気を含めたいからだ。それは、ほとんど効果を及ぼさないが、日銀が緩和のために何かをやっている体裁づくりには貢献する。

次回以降、日銀の政策委員会には2人の新しい審議委員が加わる見通しである。彼らの活躍を期待したいところではあるが、大局的にみて日銀はもうしばらく塹壕戦から抜け出せないだろう。

（図表3）2012年7月の経済・物価見通し（中間評価）

	前年比%	
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮
2012年度（中間）	+2.2~+2.4 (+2.2) ↓	+0.1~+0.4 (+0.2) ↓
2013年度（中間）	+1.6~+1.8 (+1.7)	+0.5~+0.7 (+0.7)
前回		
2012年度(4月)	+2.1~+2.4 (+2.3)	+0.1~+0.4 (+0.3)
2013年度(4月)	+1.6~+1.8 (+1.7)	+0.5~+0.7 (+0.7)

注：政策委員7名の見通しのうち最高・最低を除いた5名のレンジ。（ ）内はその中央値。

（参考）民間エコノミストの経済・物価見通し

…7月のESPフォーキャスト(7/10日、経済企画協会)		
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮
2012年度	+2.32	+0.06
2013年度	+1.59	+0.20
…4月のESPフォーキャスト(4/12日、経済企画協会)		
2012年度	+2.07	▲0.01
2013年度	+1.54	+0.13

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。