

## 未曾有のマネタリーベース緩和が始まる

発表日：2013年4月4日（木）

～長期国債を大量に買入れて平均残存期間を7年にする～

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

日銀が大規模な金融緩和の仕切り直しを実施した。①マネタリーベース・コントロールを操作目標に変更する、②長期国債残高は年間50兆円積み上げる。③質的緩和としてETF・REITを買い増す、という変更である。資産買入基金は日銀本体のバランスシートと統合して、銀行券ルールは一時停止の扱いにする。株式市場はこれらの変更を好感して、日中の変動幅が+558円も拡大し、長期金利は一気に史上最低になった。

### 長期国債残高を年間50兆円積み増す

黒田総裁は、4月3・4日の決定会合で、約束どおり大規模な金融政策の「仕切り直し」を決めた。アベノミクスの本目の矢がうなりを上げて飛び出した格好である。

まず、これまでの包括緩和は、「量的・質的金融緩和」という表現に修正される。操作目標は、銀行券発行残高を含めたマネタリーベース・コントロールに切り替えることになった。3月の残高が134.7兆円であったから、そこから2013年末200兆円、2014年末270兆円へと資金供給量が上積みされる予定である(図表1、2)。270兆円といえば、現在のFRBのバランスシート規模に匹敵する大きさであり、日本の名目GDPの57%に相当する。

具体的な緩和内容として注目されるのは、長期国債保有残高を年間約50兆円ずつ増やす方針である。2013年3月の94兆円からみれば2013年末に140兆円へと+26兆円に増やすことになる。

さらに、グロスで言えば、長期国債の買入れは毎月7兆円強になるという。年間換算すれば、85～90兆円という規模となる。長期国債の市中発行額126.8兆円(2013年度)と比較すると、日銀が新規発行額の67～71%を買取るという未曾有の状況になる(従来は30%)。

しかも、今回の方針では、「イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から」、「長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの対象を平均残存期間を、現在の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度の延長する」としている。デュレーションを3年弱から7年にするという事は、今後どのくらいを

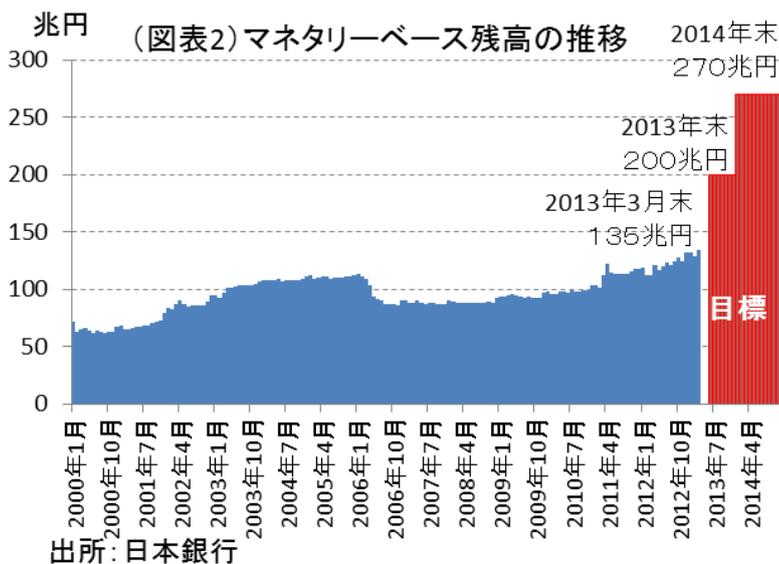
(図表1) マネタリーベースの目標

単位:兆円

	実績 2012年末	実績 ※ 2012年3月	見通し 2013年末	見通し 2014年末
マネタリーベース残高	138	134.7	200	270
バランスシート項目の内訳				
長期国債	89	94.0	140	190
CP等	2.1	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	1.5	2.5	3.5
J-REIT	0.11	0.12	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	3.7	13	18
その他とも資産計	158	165	220	290
負債				
銀行券残高	87	82.6	88	90
側 当座預金残高	47	43.8	107	175

出所: 日本銀行

※3/20日の営業毎旬報告による。



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。

イメージしているのかはわからないが、日銀が長期・超長期国債を大量に購入することが想起される。

細かな変更で言えば、「国債の発行後1年以内のもののうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く」というルール of 廃止も劇的だ。市場で消化された新発債をすぐに日銀に持ち込めば買ってくれるという非常に都合の良いルール変更である。国債管理政策上において、強烈な札割れ対策になり得る。

また、「質的緩和」の部分として、ETF、REITの買入れの拡大も決定している。ETFは年間約1兆円、REITは年間約300億円に相当するペースで買入れをするという。ただし、これまで白川体制では、2013年中にETFを0.5兆円、REITを100億円増やすと表明していたので、今回の決定はそれほど追加的に大きなものではないと理解できる。

## 仕切り直しの内容

今回の緩和によって見直された部分に注目してみよう。すなわち、白川前総裁の包括緩和についての総点検である。

まず、資産買入基金は廃止して、日銀のバランスシート本体での買入れと統合する。それに伴って、銀行券ルールの一時的適用停止を決めた。すでに、資産買入基金分を含めると、銀行券発行残高を突破していた状況を、公式に認めることになる(図表3)。

この「一時」は、撤廃するということとは異なっており、やはり政策委員の中に財政ファイナンスを心配するメンバーが居たことを示唆している。しかし、「一時」と言っているのに期限を明示していないので、撤廃に限りなく近いものだ。

裏返しに言えば、日銀による「財政ファイナンスではない」という説明の説得力は低下することになる。

また、見えにくい変更点としては、日銀がゼロ金利・量的緩和の出口を考えることをしなくなったことも特筆される。長期・超長期国債を次々に買入れてバランスシートを膨らませるといことは、先行きのバランスシートの縮小を考えずに緩和をやっていると、多くの人に信じさせる。

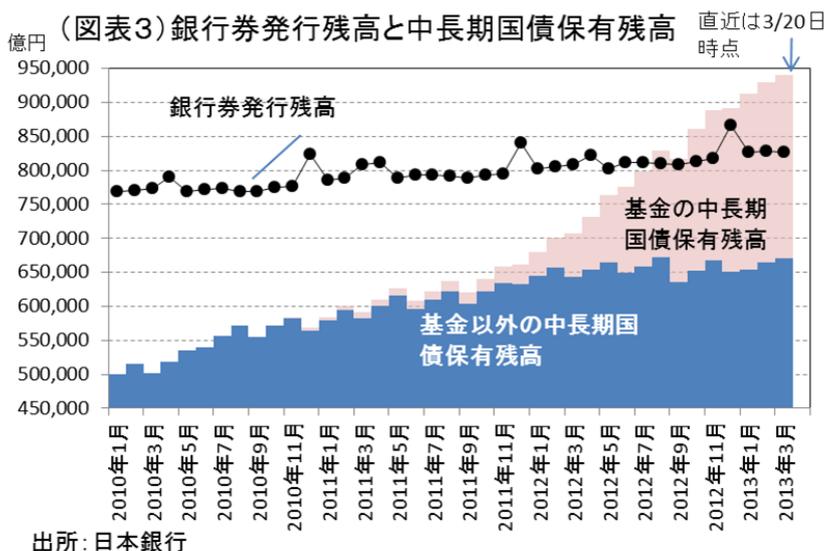
その一方で、0.1%の当座預金の付利は残すことを決めている。総裁会見では「引き下げは必要ないとの結論に達した」と述べている。執行部以外に、付利撤廃は好ましくないという判断が根強かったのだろう。これは、量的縮小を前提にせず、出口を模索できるようにするという意図をにじませたという理解もできる。

## 政策効果の波及についての説明

黒田総裁は、これまで金融政策の説明をわかりやすくすると宣言していた。そうした意図は発表資料にも様々にみられる。一番大きな変化は、政策効果の波及についての解説であろう。

量的・質的緩和は、「長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる。これらは、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている」と説明されている。

この点は、金融政策効果に対する反論にもなる。従来、インターバンクにおける流動性拡張が、どのように実体経



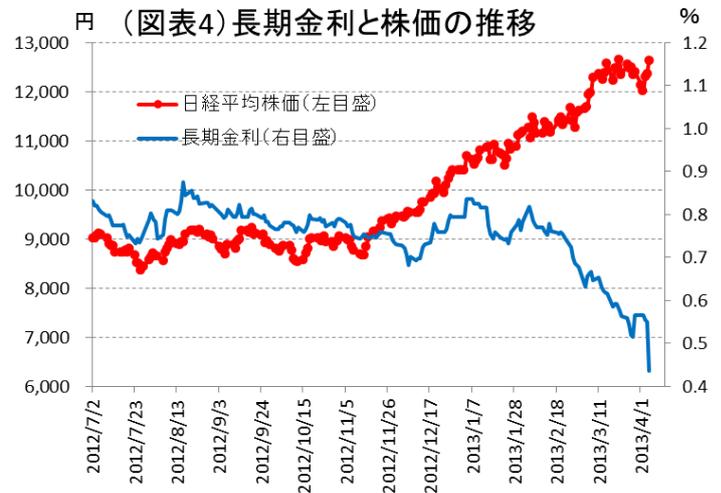
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

済の改善へと波及するのかが説明されてこなかった。その点を、黒田総裁らははっきりさせようとしているのである。一方、海外の中央銀行には、資産価格は金融政策の目標ではないと、視野に入れない姿勢を採っているところもある。それに対して、日銀はそれを念頭に置いていると言っている。

マーケットがイメージするのは、さらなる円安・株高・金利低下であろう（図表4）。4月4日の株式市場では、日銀の会合の結果が伝わるまでは大きく下げている、発表後は急上昇することになった。日中の株価変動は実に+558円である。また、10年物国債の金利水準もこれまでの過去最低の0.43%を下回るまでに急低下した。

今後、金融緩和効果がどのように浸透するのかという点では、不確実な部分が依然として大きい。仮に、クレジットリスクに影響を与えるルートがあるとなれば、不動産価格が上昇して、銀行の担保評価が緩和することを通じてであろう。一足飛びに、不動産価格の上昇へと金融緩和が向かうことはないだろうが、株価上昇が継続的に進めば、じわじわとそうした圧力も働いていこう。

一方で、そうした円安などの効果だけで、「2年程度の期間を念頭において、できるだけ早期に」消費者物価の前年比を2%上昇まで持ち上げることが可能かどうかには大きな疑問を抱く。黒田総裁が、わかりやすく波及経路を説明する姿勢自体は好意的に受け止めたいが、論理的に物価上昇を誘導できるかどうかは懐疑的にみている。



### 円安・株高を誘導できるのか

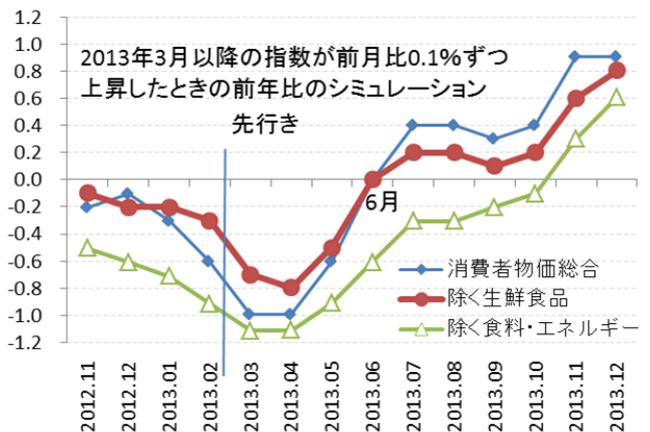
今後、株高・円安を進めるためには、2つのハードルがあるとみられている。ひとつは、物価上昇への期待感があまりに強くなってしまい、反動減が心配されることである。どうしても消費者物価が上昇するには時間がかかる。

今後の消費者物価指数の推移を予想すると、うまく行けば、2013年6月に伸び率がプラスに転じる可能性がある（図表5、発表日は2013年7月末）。それでも、2年程度で2%上昇率という目標からみれば、まだまだ十分な成果とはいえない。気の短い投資家たちが、金融緩和の効果をもっと気長に待つことができるであろうか。

もうひとつは、欧州各国の財政不安の再燃がユーロ安圧力になっている障害もある。2012年末から為替レートが急速に円安に向かった理由は、単にアベノミクスの成果と言い切る訳にはいかない。海外情勢の変化をうかがうと、米経済の好転がドル高を促したことで、イタリア・スペインの長期金利上昇が一服してユーロ高が進んだことがある。つまり、ドル高とユーロ高の裏返しとして、円安が進みやすかったのだ。ところが、ここ1、2か月は、イタリア問題とキプロスの混乱が不安定要因になって、一時のユーロ高がすっかりユーロ安に変わっている。円安の支えになってきたユーロ高の環境がなくなって、円安方向には振れにくくなる。

黒田総裁にとって円安が進むことは、2%のインフレ目標を達成するために、極めて重要な条件になっている。今後、その条件がうまく行くかに関しては、まだ見極めができない。黒田総裁のきめ細かな采配に注目していきたい。

前年比%（図表5）先行きの物価上昇シナリオの確認



注：実績は総務省「消費者物価」。

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。