

## 追加緩和決定、日銀の奇襲攻撃

発表日：2014年10月31日（金）

～長期国債の保有残高を年間30兆円増加させる方針～

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

意外なタイミングで日銀が追加緩和に打って出た。消費者物価の伸び率が10月以降に1%を割りそうなときに、それを容認しないというメッセージを送る格好で、追加緩和を打ったのである。これは、期待インフレ率を高める効果を持つ。日銀の追加緩和は、政府が12月に消費税増税を最終判断するときの支援を行う意図があるのだろう。その一方で、日銀は目先の課題に重きをおいて、金融緩和を打っているのではないかと心配な面もある。

## 長期国債保有残高は50兆円から80兆円に増加させる

日銀が追加緩和を決定した。予想外の緩和はまさしく奇襲攻撃である。前回、黒田総裁が就任直後2013年4月から約1年半ぶりの金融緩和ということになる。今回は、マネタリーベース残高の増加ペースを、年間60～70兆円の増加幅から、先行き年間80兆円に増やすとしている。

また、その内訳は、長期国債残高が年間50兆円（ストック）を年間80兆円へと増やし、年間+30兆円のネット増加額とする方針を示した（図表1、2）。また、ETFは、年間1兆円から年間3兆円に増やすという（J-REITは年間300億円→900億円）。結果的に、買入資産規模は年間ペースで83.09兆円（従来51.03兆円）へと増額されることになる。2013年4月の量的・質的金融緩和のマネタリーベース残高を2倍にしたときの対応に比べると、緩和規模の拡大はどうしても相対的に小さくなる。大方の予想を裏切るかたちで追加緩和を決めたのは、日銀自身が少数の兵隊しか持っていないと自覚しているからだろう。日銀は、少数の兵力だからこそ、奇襲攻撃に打って出たのだ。

（図表1）総裁会見で使われたデータ

長期国債の保有残高の年間増加額を 「80兆円」に	<b>「+30兆円」</b>
長期国債買入の平均残存期間を 「7～10年」に	<b>「+3年」</b>
ETF、J-REITの買入ペースを	<b>「3倍」</b>

（図表2）日本銀行のバランスシートの見通し

	単位：兆円			
	2012年末 実績	2013年末 実績	2014年末見通し (従来) (今回)	
マネタリーベース残高	138	202	270	275
(内訳)				
長期国債	89	142	190	200
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5	3.8
J-REIT	0.11	0.14	0.17	0.18
その他も資産計	158	224	290	297

出所：日本銀行

## 追加緩和効果の検討

長期国債のグロスの買入規模は、毎月8～12兆円程度になると、日銀の運営方針には書かれている。筆者も、毎月10兆円近くまで増えることになるだろうとみる。これまで2014年4～9月にかけては、毎月平均6.5兆円を買って、償還分が2.7兆円という関係であった。市場発行額が10兆円だとすると、日銀はほぼその金額を吸収してしまうことになる。いずれにしろ、いよいよ日銀は、財政ファイナンスではないかと疑われることになるだろう。なお、買入の平均残存期間は7～10年程度に延長される。政府が市中発行する国債の平均償還年限は2014年度当初8年5か月になっていた（2013年＜実績見込み＞7年11か月）。日銀は、政府の発行計画が長期債シフトするのに合わせて、買入の平均年限を長くしたようにもみえる。

今回の特徴点としては、ETFを年間3兆円にすることだろう。これまで「国債買入ではサプライズが置きにく

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。

いので、次はETFだ」という人がいた。今回、そうした意見に沿った政策が採られたとも感じさせる。これは、株式市場に対する心理的インパクトが大だ。

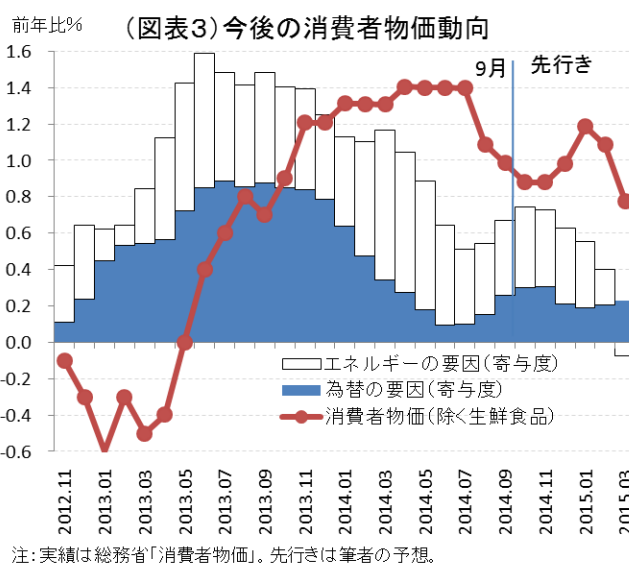
さらに、ETFの対象として、JPX400に連動するETFを対象に加えるという決定も行った。GPIFも運用のベンチマークに採用しているので、日銀の買入とGPIFの買入増が歩調を合わせるアピールにもなる。うがった見方をすれば、将来、日銀が出口戦略に出るとき、JPX400と連動する株式資産を持っていれば、GPIFにそれを売却して、長期国債と間接的に交換するという奇策を採って、買入から脱却するのかもしれないと思わせる。筆者は、日銀の資産買入について出口らしきものが想像できれば、資産買入にもっと積極化できるという見方も成り立つと思う。JPX400に連動するETFの買入については、投資家たちが「もっと積極的にETFを買うのではない」という思惑も生じるのではないか。これは、あくまでうがった見方だが、そうした意図が日銀にはあったのかもしれないという邪推は成り立つ。

### なぜ、日銀は追加緩和に踏み切ったのか

今回、日銀が追加緩和を行った理由は、消費税増税の判断を前にして、景気刺激を行って、政府の判断を促すということだったのだろう。すでに、円安の痛みに対して、政府が補正予算を打って景気刺激に動く構えをみせている。日銀が円安を促す点は、円安の痛みという点でやや齟齬があるようにも思えるが、総合的にみて、さらなる景気刺激を追加することで、政府と歩調を合わせたという評価になる。

振り返ると、黒田総裁は、しばしば消費税増税を2015年10月に再度行うことに対して、政府に向けて積極的なメッセージを発してきた。黒田総裁が景気支援に追加緩和を動員してきたことで、政府へのメッセージ性は一段と強まる。無論、今回の判断は、政府と綿密に諮って行ったものではなく、日銀が独自に判断してものだ。日銀は独立性を前提に、政府を信頼してボールをミットに投げたのだろう。

もうひとつ、なぜ、今、追加緩和なのかという説明については、消費者物価が1%割れにならないように配慮したという見方もできる。7月の記者会見で、黒田総裁ははっきりと消費者物価のコア指数の伸び率が、1%割れしないと断言した。ところが、エネルギー価格が下がっていくようか効果もあり、目先10・11月には1%割れの蓋然性が高くなった(図表3)。そこで、日銀がそうしないように動けば、投資家たちにとっては、「日銀はCPI1%割れを許容しないつもりだ」と感じさせる。かつて、グリーンズパン・プットという言葉が言われたことがある。これは、米国で株価が下がっていくと、当時のグリーンズパン議長が金融緩和という助け舟を出して、株価下落を反転させてくれるだろうと思わせたことを指している。



今回の日銀の追加緩和は、日銀が消費者物価2%を目指すだけでなく、それに加えて消費者物価1%割れを許容しないというメッセージにもなっている。つまり、期待インフレ率を高める効果を持っているということだ。日銀は追加的に円安を促すことによって、輸入物価を押し上げて、物価目標の達成に強い影響力を与えようとしている。

なお、今回は10月の展望レポートが発表されるタイミングである。今回は、2014年度の経済成長率見通しが7

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。

月の中間評価のときの 1.0% (中央値) から、0.5%へと下方修正されている。そうすると、黒田総裁が重視する需給ギャップという点でも、物価上昇圧力は弱まることになる。だから、日銀は単に見通しが狂ったから緩和をやるというだけではなく、景気刺激を行って追加的に経済成長率を押し上げて、実体面でも物価上昇圧力を生み出そうとしているのだと理解できる。

(図表4) 2014年10月の展望レポート

		前年比%		
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮(除く消費税要因)	消費税要因を含む	
2013年度	+2.3	+0.8		
2014年度	+0.2~+0.7 (+0.5)	+1.1~+1.4 (+1.2)	+3.1~+3.4 (+3.2)	
2015年度	+1.2~+1.5 (+1.5)	+1.1~+1.9 (+1.7)	+1.8~+2.6 (+2.4)	
2016年度	+1.0~+1.5 (+1.3)	+1.2~+2.3 (+2.1)	+1.9~+3.0 (+2.8)	
前回	2014年度<7月中間>	+0.6~+1.3 (+1.0)	+1.2~+1.5 (+1.3)	+3.2~+3.5 (+3.3)
	2015年度<7月中間>	+1.2~+1.6 (+1.5)	+1.2~+2.1 (+1.9)	+1.9~+2.8 (+2.6)
	2016年度<7月中間>	+1.0~+1.5 (+1.3)	+1.3~+2.3 (+2.1)	+2.0~+3.0 (+2.8)
前々回	2014年度	+0.8~+1.3 (+1.1)	+3.0~+3.5 (+3.3)	+1.0~+1.5 (+1.3)
	2015年度	+1.2~+1.5 (+1.5)	+1.9~+2.8 (+2.6)	+1.2~+2.1 (+1.9)
	2016年度	+1.0~+1.5 (+1.3)	+2.0~+3.0 (+2.8)	+1.3~+2.3 (+2.1)

注：政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。( )内はその中央値。

出所：日本銀行

## 今後の金融政策

今後の政策発動は、消費者物価の動向次第になりそうだという見方ができる。例えば、2015年10月に消費税を再増税して、2016年前半の景気が弱くなれば、そのときには消費者物価の動きを見ながら追加緩和に打って出るのではないかという観測も成り立つ。

ただ、筆者はそうやって2010年代後半の物価情勢を継続的に押し上げていくことは、終わりのない金融緩和の状況になっていくように思わせる。所詮、円安で輸入物価を押し上げても1年間で効果は剥落する。円安効果だけで物価上昇を継続できることにはならない。また、金融緩和の終了についても、技術的にどうやって、長期国債の買入から足抜けしていくかという展望が描けないという問題がある。景気が良くなるほど、出口戦略課題が浮上するというのはジレンマだ。筆者は、もしかすると、日銀は極めて近視眼的に政策判断をしているかもしれないという不安を抱く。

視点を変えて、グローバルに考えると、FRBがテーパリングを完了させ、次は利上げに動こうとしていて、日銀とECBは終わりのない金融緩和の道へと進んでいることも気になる。これは、単に、金融政策の限界に調整するという問題ではなく、ドル・ユーロ・円の3つの通貨変動のバランスがうまく取られるのだろうかという課題を想起させる。例えば、日銀が追加緩和を行って、さらに円安が進み、そしてECBが追加緩和を行うとユーロ安が進むと、その裏返しとしてドルは独歩高になる。FRBや米財務省は、ドル高の弊害について言及するようになってきている。日銀は、円安を促す金融緩和を打つにしても、日本を取り巻く環境が、円安が許容された1年半前の金融緩和とは変わってきていることを注意しなければいけないだろう。また、この先、ECBがさらにユーロ安を促すと、ドル高はますます進むことになる。こうした流れが、為替政策について、どちらかと言えば節度ある対応をしてきた米欧の通貨当局の姿勢を変化させることにならなければよいと感じさせる。