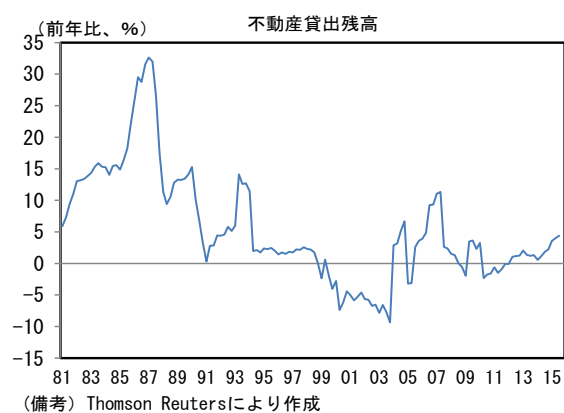


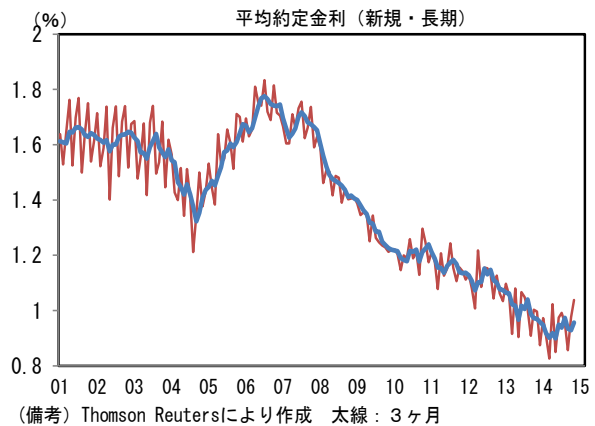
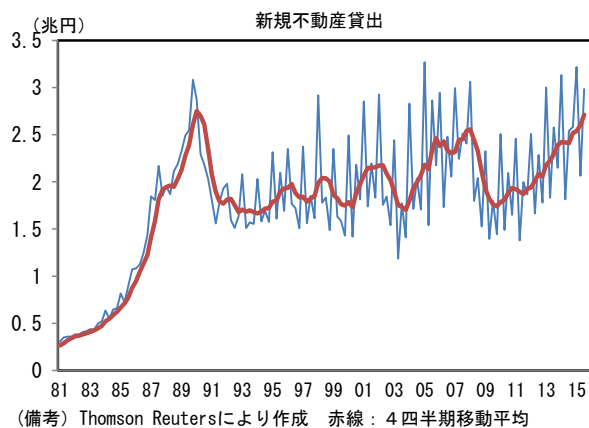
日銀は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」という新たな政策パッケージを導入。ほぼ全ての市場参加者が「追加緩和はあっても、付利撤廃およびマイナス金利は見込まれない」としていたので素直にサプライズであった。2013年4月はその規模に、2014年10月はそのタイミングに、そして2016年1月はその手段に市場は驚かされた。

多くのメディアは今回の決定を「未知の領域に踏み込んだ」と表現した。しかしながら、この政策は日本よりもデフレリスクの低い欧州（ユーロ圏、スイス、スウェーデン、デンマーク）で既に採用されているポピュラーなものだ。また、マイナス金利を含め大胆な金融緩和を「劇薬」として批判的に評価する声がある。しかし、先行導入した欧州各国ではその副作用が目立って確認されておらず、一定の成果がみられている。飽くまで筆者の主観だが、日本では新たな（金融）政策に対して、それを条件反射的に批判する風潮があるように感じられる。それによって本来期待される政策効果が潰されてしまうのは残念なことである。

マイナス金利が日銀の物価目標達成に資するかは金融市場の反応にかかっている。もちろん、日銀が言うようにマイナス金利が直接的に実体経済を刺激する効果もあるのだが、市場関係者はそうしたルートにほとんど期待していないし、日銀も本音ではそうだろう。つまり、名目・実質金利低下による「貸出増加→設備投資」は見込まれない。

なぜなら既に銀行貸出は年率3%超の伸びが達成されており、ここから一段と伸びが加速するとは考えにくいからだ。不動産向けに至っては、残高の伸びが+4.4%と金融危機後の最高を更新しており、新規融資額はバブル期の水準に比肩している。寧ろ、過剰なリスクテイクが懸念され始めているフェーズだ。実際、昨年金融庁と日銀はマクロプラードの観点から不動産貸出を中心に監視を強めているという。金利が一段と低下しそれが長期化すると、本来の与信管理が機能せず、却って金融システムの安定が脅かされるという皮肉なシナリオすら考えられる。つまり、日銀は日銀当座預金に滞留する資金を追い出して、貸し出しに向けようと本気で考えているわけではない。そもそも貸出金利は既に1.0%（新規・長期・3ヶ月平均）と極めて低水準にあり、ここからの金利低下が借り手にとってインセンティブになるかは疑問だ。





一方、金融市場を通じたルートには期待が持てる。足もとではUSD/JPYが116近傍まで下落したため「マイナス金利効果なし」との見解が散見されるが、僅か数営業日で約6円（122→116）という値幅で円高が進んだので、そうした指摘がでるのは自然だろう。確かに日銀の行動のみでは、グローバルリスクオフ（米国・中国経済減速、原油安、新興国不安）という大きな流れを反転させるには力不足だ。ただ、今回のマイナス金利導入によって日銀は追加利下げという新たな緩和オプションが可能になった。一段の円高進行を食い止める効果は十分に期待できる。今後、USD/JPYが節目（たとえば5の倍数の115、日銀短観想定レートの118）を跨ぐ場面あるいはそれを持続的に下回る際は、日銀が再び市場を驚かせJPYロング筋に打撃を与えるだろう。

今回のサプライズ緩和から得られた教訓は、市場参加者が思う以上に日銀（黒田総裁）が円高・株安を嫌っていたということだ。日銀は金融市場から逆風が吹けば、それに対応するという姿勢を示したので、今後も円安・株高が思うように進まない場面では追加緩和期待が高まるだろう。反対にグローバル投資家のリスク選好度が回復する局面、すなわち低金利調達通貨のJPYが下落し易い局面で日銀が追加緩和を仕掛けてくる可能性もある。そうしたタイミングでの追加緩和が大きなインパクトを与えることは、2014年10月のQQE2発動時に実証済みなので日銀は動き易い。

ところで、日銀の政策目標は2%の物価上昇を一日でも早く達成することだ。そのためには、人々の予想インフレ率を引き上げることが必要不可欠だと日銀は主張している。日銀の見解によると日本人はバックワードルッキング的に予想インフレ率を決定する傾向があるので、現実の物価上昇率が上向きになると予想インフレ率も上昇し易いという。であれば、円安を起点に現実の物価上昇率を高め、その状態を一定期間持続させることで、人々の予想インフレ率を政策目標にアンカーさせようと日銀が考えるのは自然だろう。やはり円安の持続性に疑問符が付く限り、日銀が追加緩和に踏み切ると予想するのが妥当と考えられる。

今後の金融政策については、マイナス金利付き追加緩和の発表から僅か1週間しか経過していないのでヒントは多くない。ただ、筆者は1月の展望レポートで物価目標の達成時期が「2016年度後半」から「2017年度前半」へと半年間だけの後ろ倒しに留まった点に注目している。原油価格の想定を大幅に引き下げたので「2017年度後半」に1年間後ろ倒ししても不自然ではなかったのだが、日銀は敢えてそれを選択しなかった。もう一度「追加緩和+目標修正」が繰り返されるという展開が想起される。

諸点に鑑みて、筆者は今後の日銀の金融政策を以下のとおり予想する。コアCPIが伸び悩むと予想される下、2017年度前半までの時間的余裕がなくなる2016年7月29日の会合でマイナス金利を拡大（▲0.1%→▲0.3%）した後、2016年11月1日或いは2017年1月末（開催時期未定）の会合で大胆な追加緩和を予想する。パッケージはマイナス金利を▲0.5%にしたうえで、長期国債の買い入れペースを10兆円増額して90兆円、ETF購入ペースを5兆円に拡大すると予想する。

最後に一点補足。日銀は3日になってHP上に「マイナス金利が適用されるのはどの程度の残高なのか。マクロ加算残高は具体的にどのように運営するのか」とのQ&Aを追記したので、要点を抜粋（太字部分）したうえで情報を整理する。

- ・+0.1%が適用される残高は、約210兆円（昨年1年間の当座預金の平均残高<基礎残高>は220兆円で、このうち所要準備額に相当する部分9兆円は、従来通りゼロ金利が適用されるため、+0.1%が適用される残高は、差し引き約210兆円）。
- ・ゼロ金利が適用される残高（マクロ加算残高）は、当初は約40兆円（所要準備額9兆円+貸出支援基金および被災地支援オペ30兆円）である。
- ・2月積み期間の当座預金残高は未定であるが、仮に260兆円とすれば、▲0.1%が適用される残高（政策金利残高）は、当初は約10兆円となる（260-210-40=10）。
- ・その後、現在の金融市場調節方針が継続すると仮定すれば、金融機関全体の当座預金残高（≒マネタリーベース）は年間約80兆円のペース、すなわち3か月で約20兆円のペースで増加する。マクロ加算残高（当初約40兆円）を見直さなければ、増加部分はすべて政策金利残高となり、3か月後には当初の10兆円+増加分20兆円で、30兆円になる。
- ・ここで、例えばマクロ加算残高を約20兆円（個々の金融機関の基礎残高の10%）追加すると、当初の約40兆円から約60兆円に増える。政策金利残高は2月と同じ約10兆円に戻ることになる。

要約すると、日銀の想定どおりに当座預金の残高が変動すれば、▲0.1%が適用される部分（政策金利残高）はほとんど増加しないことになる。つまり、銀行収益の圧迫を避けつつ、イールド・カーブの出発点を引き下げるということだ。筆者は今後新たに積み増される当座預金のほぼ全てがマイナス金利の対象になると解釈していたのだが、それは結果的に誤認であった。当初はマクロ加算残高の具体的な運営方法が発表されていなかったもので、そう考えていた人もいたはずだ。マイナス金利発表後に一部でオペ札割れ懸念が生じていたため、日銀がそうした状況を懸念して市場の誤解を解く意図があったのかもしれない。

