

日銀が金融緩和に補完措置を追加

発表日：2015年12月18日（金）

～量は増やさず、質的緩和を追加～

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

12月18日の決定会合は、金融緩和に予想外のマイナーチェンジを行ってきた。長期国債の買入れは、平均残存期間を7～12年程度に延長するほか、外貨建て貸出や住宅ローンを新たに適格担保として認めた。日銀は銀行から長期国債を購入しにくくなっているため、長期国債以外の適格担保の範囲を広げて、従来の長期国債の買入れをより円滑する対応策を講じた。今回の措置は追加緩和ではなく、補完措置と称しており、趣旨が伝わりにくい。市場へのアピール力もそれほど強くない。改めて、黒田総裁の「躊躇なく」という言葉の真意が何だったのかが問われる。

「質的」な金融緩和

日銀は、年間80兆円のマネタリーベースの純増額はそのまま維持しておいて、買入資産の構成を変化させるかたちで、補完措置を決定した。黒田総裁は、記者会見で「これは追加緩和ではなく、補完措置だ」と述べている。「戦力の逐次投入」にも当たらないと断じた。黒田総裁の説明は、「景気下振れリスクへの対応ではなく」、従来からの「資産買入れの円滑化を可能にするもの」だと説明している。もっとも、筆者からみれば、わかりにくい。これは従来の量的・質的金融緩和について、量的緩和はしなかったが、事実上、質的金融緩和を実施してきたと解釈する。なお、今回の決定では3人の委員が3項目について反対票を入れた。今回、決定した事項は以下の通り。

- (1) 長期国債の買入れは2016年から7～12年程度にする（2015年中は7～12年のまま）。
- (2) ETFは現在の年間3兆円の買入額を維持したまま、新規買入れの部分を「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式で構成されるETFの買入れ3,000億円にする（2016年4月より）。
- (3) 日銀適格担保に、外貨建て証書貸付債権と住宅ローン債権を認める（すでに円建貸付は適格担保）。金融機関の適格担保が長期国債だけに集中しないように改善して、日銀の長期国債買入れが進むように工夫。
- (4) J-REITの銘柄別の買入れ限度額を、当該銘柄の発行済投資口の総数5%以内になっているのを、10%以内に広げる。
- (5) 成長基盤強化支援資金供給は従来の18項目に「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加。

なぜ、今、日銀がこうした補完措置を打ってきたのかを考えると、今がチャンスと思ったからだろう。前日には、FRBの利上げ開始のスケジュールが控え、日銀はその後手を取ってサプライズを演出しようと画策した。皮肉な言い方をすれば、年間80兆円を、もはや90～100兆円に増やすことが困難だと思っているから、テクニカルな工夫やサプライズのあるタイミングを狙ったと言える。

金融市場の反応は、発表直後こそ、急激な円安・株価上昇となったが、少し時間が経つと、いつも「躊躇せずに調整」と言っている割に、量的拡大に慎重だった点に対して、懐疑的な見方を強めて、反転して円高・株安の度合いが強まる結果になった。当初の市場の反応は、あまり本質的な問題ではないし、ECBのドラギ総裁の追加緩和が期待外れだったことと同一視することはしていけないと思う。それでも、日銀が市場の反応を意図的に狙った節があるにも拘らず、その意図が空振りしたことは認めざるを得ないだろう。日銀は、市場心理が持っている恐ろしさを改めて思い知ったに違いない。

なぜ、補完措置が必要だったのか？

今回、日銀の景気判断は変わっていない。逆に、輸出が、「一部に鈍さを残しつつも、持ち直している」と、前回までの「横ばい圏内」から上方修正されたくらいだ。黒田総裁は、だからこれは追加緩和ではなく、補完措置だと言っている。ならば、より一層、どうして補完措置という異例の対応を日銀が実行してきたのかという理由がわからなくなる。理由もなく、補完措置を実行する理由はない。

再度、現状を確認すると、決定会合前の数日は為替・株式市場はそれなりに乱高下をしているが、悲観的な兆候があった訳ではない。ファンダメンタルズは、必ずしも良い訳ではないが、先行きの悪化につながる懸念が膨らんでいるようにも思えない。基本的な補完措置を必要とする現状認識の変化はあまり考えにくい。消費者物価が2%になる目途は、2016年度後半になった後、今も変わってはいない。敢えて言えば、原油価格の下落が予想以上に進んでいることが挙げられるくらいである。

どうして今、補完措置を講じたのかという理由は、やはりFOMCの後のタイミングにしかるべき用意をしていた、ということだろう。米利上げで波乱が起これば、危機対応の緩和措置となっていたはずだ。今回は、米利上げ直後に突然の波乱が起こらなかったため、日銀は準備していたパッケージのうち、長期国債の買入れの増額の部分を取りやめて、それ以外に用意した各種ツールを「補完的措置」と称して発表した可能性がある。

また、安倍政権に対するアピールとしては、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式で、新しくETFを組成することは、官民対話や賃上げ促進に併せて行動を共にする姿勢をみせることになる。

そのほかの理由を探すと、日銀が金融機関から買入れている長期国債をさらに買入れることが困難になってきたことがあろう。外貨建て貸出や住宅ローン貸出を担保^{*}として振り替えると、銀行の保有する長期国債を担保として使わずに、日銀に売ることができる。つまり、銀行が担保目的で長期国債を保有する必要度を引き下げて、日銀が実際の買入れ余地をどうにか広げなかったという理解ができる。

^{*}記者会見では、金融機関の保有する外貨建て証券貸付債権は10兆円、住宅ローン債権は130兆円と説明された。

今回の補完措置をみて、エコノミストたちは「追加緩和をしたのならば、素直に80兆円の買入金額を、100兆円から120兆円へと引き上げればよかった」と批判する人が多くいるだろう。しかし、実際、日銀はそれが甚だしく困難だと躊躇している可能性はある。だから、円安促進の意図を匂わせ、外貨建て貸出を新しく担保にしたり、住宅ローン貸出を追加したりする対応を採ったのだろう。日銀もまた台所事情がかなり厳しかったということだ。

長期国債の新規買入れは増加

資産買入れの「量」については従来と同じである。ただし、償還分に見合う格好で、新規買入れの金額は増やしている。まず、長期国債は、2016年中の償還額は120兆円に増える（2015年中110兆円）。だから、グロスの買入れは、総額10兆円を増やすことになる。毎月8~12兆円という原則は変えていないが、月間買入額の予定をみると、1年超5年以下と10年超のところが増額されている。すなわち、1年超5年以下の部分は、従来の月2.4~6.0兆円を、2016年から月3.6~6.0兆円へと増額。10年超の部分は、従来の月1.25~2.0兆円から2016年月1.5~3.0兆円に増額している。ざっくり言えば、毎回のオペで、金額を+20~+50%増加する対応である。1年以下、5年超10年以下、変動利付債、物価連動債は金額を変えていない。

また、ETFの部分も、保有残高が「新たに年間約3,000億円の枠を設け」て増加するように思えるが、それは違う。日銀は2002年11月から買入れを始めた銀行保有株式の売却を、2016年4月から再開するに当たって、約3,000億円の売却を予定するので、それとの振り替えで「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を買入れている。少し意地悪な言い方をすれば、今回の措置は、日銀の出口が遠くもならないし、近くもならないという性質のものになる。さらに言えば、日銀が引き受けているリスク量は不変という理屈になる。

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。

王道の金融政策とは

大所高所から考えると、日銀の金融政策が物価上昇率 2%を達成するためには、経済の自律的拡大メカニズムが働かなくてはならない。2013 年 4 月の黒田緩和はそのための呼び水効果を生み出そうとして、円安促進を意識した大規模緩和を行った。しかし、アベノミクスの成長戦略を始めとする各種施策は頑張っているとは思うが、日銀が高望みする 2%の物価上昇を十分に支援するほどには効果を発揮していない。消費者物価は、じりじりと下落して、除く生鮮食料品のベースで僅かなマイナスの伸び（2015 年 10 月前年比▲0.1%）になっている（図表）。この状況をどう立て直すのかが、黒田日銀の腕の見せ所だった。

しかし、予期せぬほどの原油下落が起こり、消費税増税・輸入物価上昇によってそれまでの拡大基調が崩れてしまった。当初のシナリオが大きく狂ったときに、どう振舞うのが黒田総裁の手腕だったが、無制限に長期国債を買い入れるという対応は採り得なかったと

いうことだろう。筆者は、これで追加緩和のハードルはまたしても高くなったと思う。

半面、追加緩和と称することはなく、補完措置というカードを日銀が用意したことで、今後も適宜、補完措置を行ってくるかもしれないと思わせる。補完措置は、景気シナリオの下振れがなくても行えるという点で、ステルス緩和のような存在である。一部の市場参加には、疑心暗鬼を起こすだろう。

今回、皮肉なことに、王道の金融緩和を採っていくと思わせていた黒田日銀が、弱みをみせて金融緩和の限界を感じさせたことで、逆に、かえって金融緩和がやりにくくなった。1 週間ほど早過ぎたクリスマス・プレゼントのつけは大きかったということになる。

前年比% (図表)消費者物価の伸び率の推移

