

# 3月はマイナス金利を現状維持

発表日：2016年3月15日（火）

～追加緩和を打つぞという姿勢はあえて封印～

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

マイナス金利政策の導入を1月に決定した次の会合にあたる3月は、「現状維持」に止めた。そして、1月のように先行きの追加緩和の予想を強めるような姿勢はあえて採らなかったようにみえる。むしろ、MRFを受託する金融機関に対して、受託残高にマイナス金利がかからないように配慮するなど、実務的な対応を決めた。これは、マイナス金利批判への対応であり、今後の追加緩和で摩擦が起きないように配慮しているのだろう。

## 追加緩和の姿勢はトーンダウン

3月の日銀会合は、現状維持になった。さすがに、連続でのマイナス金利幅の拡大には動かなかった。今回、前回1月29日にマイナス金利政策の導入を決めたときと比べて温度差を感じるのは、先行きに対する構えに違いがあることである。前回は、「今後は『量』・『質』・『金利』の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていく」と緩和手段に限界がないことを強くアピールする姿勢であった。今回は、確かに「必要な場合には追加的な緩和措置を講じる」と述べているものの、「特定のものを事前に考えて決め打ちはしない」とトーンダウンしていた。前のような前向きな勢いはとても感じられなかった。

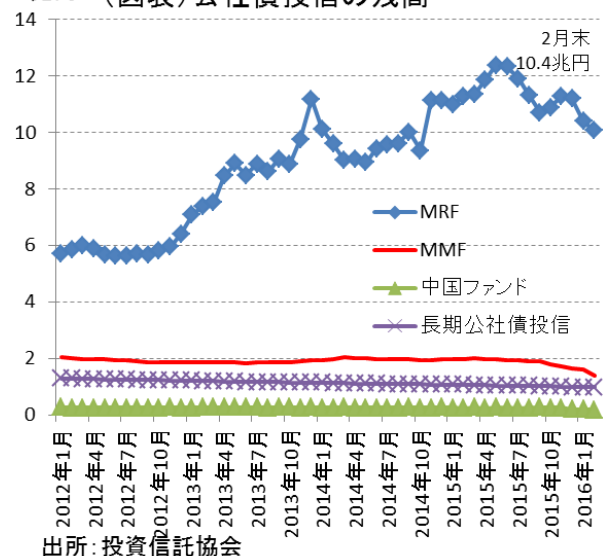
その理由は、(1) マイナス金利をどんどん広げていくことでインフレ予想を高めるという前のめりの意思表示をしなくてもよいと判断したためであろう。前は、追加緩和に限界があると指摘されていたので、あえて先行き手段を残していることを強調してみせる必要があった。一方、今回は、マイナス金利を導入して先行する ECB を暗に意識してマイナス幅を拡大させるアピールをする必要がなくなった。これは、ECB が先行きの緩和を示唆しなくなったからであろう。

さらに、(2) マイナス金利政策に対する批判が国内から大きくなり、あまり先行きのマイナス幅拡大を示唆することは好ましくないと日銀が考え始めていることもあろう。今後、日銀が必要に迫られて追加緩和を行うのならば、そこで費用対効果、あるいは副作用対効果の比較考量が成り立つ。だから、先行きの副作用を強く意識させる発言を控えたのだろう。

## マイナス金利の票決は7対2に改善

今回は、MRFを受託する金融機関に対して、受託残高に相当する額を、マイナス金利の適用から外すとしている。マイナス金利政策が実務的に弊害を及ぼしている中で、それを放置して、一方的に追加緩和を検討するという訳にはいかなかったのだろう。MRFの存立を脅かし、証券会社の決済機能を麻痺させる弊害について、日銀が配慮したかたちである。投資信託協会のデータを参照すると、公社債投信の中で、MRFの残高は2016年2月末10.4兆円であり、前月比で▲3,285億円の減少であった（公社債投信全体で前月比▲8,817億円減、図表）。

兆円（図表）公社債投信の残高



筆者は、日銀がマイナス金利の弊害に対して柔軟な対応を採ったことは高く評価できると考える。今後、マイナス金利幅を拡大していくとしても、こうした弊害防止措置を柔軟に見直すことで、政策運営はやりやすくなるだろう。

今回の票決では、政策金利の方針について、賛成 7 : 反対 2 となった。前回は、伯仲して賛成 5 : 反対 4 となったが、今回は賛成者が増えて、執行部の提案が通りやすくなったことがわかる。先の弊害防止を加える対応は、マイナス金利の反対意見を抑えることにも貢献するだろう。

## 景気判断を下方修正

総裁会見とは異なって、公表文では、先行きの政策運営に対して、もっとマイナス幅を拡大していきそうな雰囲気をかもし出している。なぜならば、景気判断が下方修正されて、先行きの見通しも慎重だからだ。足元の評価では「輸出・生産面に鈍さがみられる」とし、「基調として緩やかな回復を続けている」としている。この部分は、1 月時点では、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている」だったところから下方修正である。現状、中国の輸出入が弱く、日本もその減速圧力にさらされている。先行きに関して、1 月のときは「新興国経済が減速した状態から脱していく」としていたが、今回は「当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられる」と輸出環境の低迷が長引きそうだという見方をしている。こうした見方は、追加緩和に備えて含みを持たせたとみえる。

また、物価面では、予想物価上昇率について「このところ弱含んでいる」ことを認めた。物価予想を重視する姿勢は、黒田総裁には特に強い。物価上昇の予想が強まることで、将来のインフレ率を高めると頑なに信じているからだ。1 月時点では、「やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる」としていたので、今回の「弱含んでいる」という評価は大きな修正にみえる。黒田総裁の論法から言えば、次にインフレ予想を高めるための何らかの方策を採ることが類推される。

## マイナス金利の実務的な対応

3 月の決定会合後に発表された資料で興味深いのは、新版の Q&A を更新・拡充したことである。実務面でまだ課題がいくつも残っていることを象徴している。総裁会見では「いろいろな意見が出ていることは認識している」と語られていた。先に述べた MRF の取扱いは、これまでマイナス金利の弊害として挙げられていた重要な課題の 1 つであった。

今回は、公表文のところで、①0%の金利を適用する「マクロ加算残高」の見直しが原則 3 か月ごとであること、②MRF を除外すること、③金融機関の貸出増加の取り組みが成果を上げたとき、「貸出支援基金」と「被災地金融機関支援オペ」の残高増加額の 2 倍の金額を「マクロ加算残高」に加える、ことを明記した。

貸出増加のインセンティブを、マイナス金利（罰金）を課さないことに定めたことは、マイナス金利の意外な応用法に思える。通常、日銀が金融機関に積極的な働きかけを行うツールとしては、貸出増加に対して、超低金利の資金供給をインセンティブとして付ける。以前の白川時代にはそういう手法だった。それに対して、現在の日銀は、負のインセンティブをなくするから、貸出増加をしてほしいと促す。日銀の立場からみれば、マイナス金利の副次的な作用をうまく使ったと言える。

## 今後の金融政策の予想

先行きの金融政策について、黒田総裁は先行きの緩和に対してトーンダウンしたものの、多くの人が日銀の追加緩和はあるとみている。筆者も、マーケット環境が荒れた場合には、2016 年 4 月末に追加緩和があってもおかし

---

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。

くはないとみる。

衆目の関心は、消費税増税との関係である。かつて、2015年10月の消費税率10%の引き上げが延期されたのは、2014年11月18日のことである。このタイミングは、増税の実行から数えて、およそ11か月前がぎりぎりの判断のタイミングということだったのだろう（やや荒っぽい計算ではあるが）。これを当てはめると、次の消費税率10%を実行する予定の2017年4月から逆算して、2016年5月という計算になる。ちょうど、5月18日に1～3月の実質GDP一次速報が公表されるくらいの日程である。伊勢志摩サミットが5月26・27日なので、サミット前に増税の最終判断をする可能性がある。

一方、日銀は、2014年11月18日の手前の2014年10月31日に前は追加緩和を行った。同じ日程を当てはめると、日銀は2016年5月の手前にあたる2016年4月末に追加緩和に打って出ると予想を立てることができる。

無論、今後の株価上昇があれば、日銀はあえて追加緩和をする必要性を感じないだろう。しかし、消費税増税の判断ができるような経済・金融環境になることを警戒して、黒田総裁はマイナス金利幅を拡大させるカードを温存している可能性はある。