

大山鳴動してデュレーション調整のみ

2016年9月13日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

藤代 宏一

TEL 03-5221-4523

筆者は日銀9月会合が単にイールド・カーブのスティープ化を促すための技術的な調整に終わり、実質的にゼロ回答になるとの予想に自信を深めつつある。9月会合時に発表される「総括的検証」では、マイナス金利とQEの組み合わせが想定以上の名目金利低下に繋がったとの分析が示され、デュレーション短期化の必要性が議論されよう。それゆえ、現時点で予想される政策変更はデュレーションの実質的な短期化のみ。市場で質的緩和のテーパリングと見做されることを防止する観点からデュレーションの上限を12年で据え置く一方、下限を3年まで短縮すると予想。新たなデュレーションは3年～12年程度になる（現行7年～12年）。なお、黒田総裁は「4次元」もありうるとしていたが、少なくとも今回の会合でそれが狙上に上がることはないだろう。

筆者は7月29日に日銀がETF単独の追加緩和を選択したことを重視して、従前から実質ゼロ回答の予想を示してきたが、5日の黒田総裁、8日の中曽副総裁の講演を受けてますますその自信を深めつつある。日銀は7月29日の時点で既に長期および超長期ゾーンの金利低下が行き過ぎているとの認識を持っていた可能性が高く、それ故、ETF単独の追加緩和を決定したとみられる。この見方が正しければ、今後も名目金利に下押し圧力を加える政策の採用は見込まれない。そうしたなかで5日の黒田総裁講演は（超）長期金利の低下について、その弊害が初めて言及されたという点で非常に示唆に富んでいた。

黒田総裁は「金融緩和政策の『総括的な検証』－考え方とアプローチ－」と題した講演で、マイナス金利の波及効果について「最近では、期間が10年を超える超長期社債の発行や劣後ローンによる借入れが増加するなど、企業金融を巡る新たな動きも生じています」との実例を引き合いに「これまでのところ、マイナス金利政策は、企業や家計の資金調達コストの低下にしっかりとつながっている」（下線は筆者）とプラス効果を強調した。一方、マイナス金利の効果については「あくまで、『これまでのところ』であって、この先、貸出等の金利の低下にどの程度波及するかは、一概にはいえないということです」として、マイナス金利の政策効果が持続しないことに伏線を張るような表現を用いた。また総裁は「預金金利がそれほど低下していない中であって、貸出金利が大きく低下したということは、それが金融機関の収益を圧縮する形で実現している」、「マインドという面で（中略）経済活動に悪影響を及ぼす可能性には留意する必要があります」として、比較的踏み込んだ表現でマイナス金利の弊害を認めた。イールドカーブを巡る言及では「イールドカーブ全体にわたって金利水準が低下したり、短期金利と長期金利の差が小さくなることは、預貸金利鞘の縮小をもたらし、収益にマイナスの影響を及ぼします」と、イールドカーブの行き過ぎたブルフラット化が日銀の懸念事項であることを表明。これまで一貫してマイナス金利のメリットおよび深掘り余地を強調してきた黒田総裁の発言は明らかにそのトーンが変化したと言える。

それに追従するように8日の中曽副総裁の講演では、「わが国の金融機関の場合、（中略）マイナス金利が金融機関の収益に与える影響は相対的に大きいと考えられます」（下線は筆者）との認識が示された。この「相対」が欧州との比較を念頭に置いていることは明らかだが、これは従来から主張であった「欧州の例

を参考にすれば、まだまだマイナス金利の深掘りが可能」、「マイナス金利の下限制約には、かなりの距離がある」というスタンスを修正したい意向が見え隠れする。また「（マイナス金利導入等による）収益の金融機関体力への影響は累積的なものであることを踏まえると、このことは政策が継続する期間によっても変わりうるということもしっかりと意識しておかなければいけない」として、マイナス金利政策の持続可能性について触れるなど新たな表現が加わった。マイナス金利の「深掘り」とその「持続性」がトレード・オフの関係にあるという理解の下、コスト・ベネフィットの観点ではマイナス金利深掘りがコスト増に繋がるとの認識だろう。

以上、①7月29日のETF単独緩和の背景、②5日、8日の黒田・中曽両氏の発言を重視し、筆者はマイナス金利の深掘りおよび長期国債の買入れ増額が見送られると予想。総括的検証は、概して自己肯定的な内容となり、これまでのプラスの政策効果を確認することが主となるだろう。マイナス金利の撤回はおろかテーパリングも見込まれない。一部には長期国債の買入れペースを現行の80兆円ペースから70～90兆円に変更するとの予想もあるが、総括的検証が「2%の早期実現のために何をすべきかという議論であり、緩和の縮小という方向の議論ではない」と繰り返し断言してきた手前、テーパリングと見做される恐れのある政策変更は今回のタイミングに適さない。これは最近になって黒田総裁が言及した「予見可能性」にも逆行するし、「まだまだ買える」と豪語してきたこれまでの見解の根拠が疑われる事態を招く。イールド・カーブのステイプ化を促すための技術的な調整、すなわちデュレーションの調整が唯一の政策変更になるだろう。

もっとも、こうした日銀の実質ゼロ回答に対する反応が思いのほか小さくなる可能性もある。日銀に残された弾が少ないことはほぼ全ての市場参加者の共通認識で、実際、日銀が3次元の追加緩和に踏み切るとの見方は少数派になりつつあり、もはやそれを複数回にわたって拡大していくとの見方は皆無。このように追加緩和期待は盛り上がっていない。

市場の初期反応を予測する上では直近行われた9月のECB理事会が参考になる。ドラギ総裁がこれまでのハト派バイアスを明らかに修正したにもかかわらず、市場の反応は債券市場と株式市場で調整売りが見られたのみで、EUR/USDは寧ろ下落した。追加緩和の余地が少ないことが共通認識となっていたため、失望の余地もまた限定的だったと解釈できる。皮肉にも金融政策の限界論が失望を回避に繋がった格好だ。残された弾が少ないのは日銀もECBも同じで、両中銀は似たような困難に直面している。それ故、市場の反応も似たものになる可能性があるだろう。