

Economic Monitor

日本銀行が未知の領域に踏み入る

日本銀行は「利下げ」、「時間軸強化」、「資産買入基金の創設」による異例かつプリエンティブな金融緩和を表明。時間軸強化はイールドカーブのみならず、インフレ期待にも影響を与える可能性あり。一方、資産買入基金の実効性は、今後の運用次第。

緩和策に対するファーストインプレッション

日本銀行が「利下げ」、「時間軸強化」、「資産買入等の基金の創設」による異例の追加金融緩和を決定した。当社も含めた昨日までの市場コンセンサスは固定金利オペの増額による追加金融緩和であり（本今朝刊で資産買入強化との報道があった）、大きなサプライズである。まず、今回の3つの追加緩和措置について現時点での評価を行ないたい。

時間軸強化

イールドカーブの形成に大きなインパクトがあるのは、時間軸強化である。CPIの数値目標にこそコミットしていないものの、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」と明記された。物価安定はCPIで1%程度が中央値の『中長期的な物価安定の理解』に基づくため、今回の時間軸は「インフレ率が1%程度に達することが展望できるまで利上げはない」ことを意味する。「金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因」への配慮が注記はされているものの、政府との関係も踏まえれば、利上げのハードルは極めて高いと言えるだろう。

資産買入等の基金の創設

2つ目の基金創設は、日銀が株式や不動産を原資産とする市場性商品まで含めた金融資産の購入に踏み出したという点において、日銀の経済浮揚・デフレ脱却に向けた覚悟を示すものとして重要である。日銀の公表文によると、日銀はバランスシート内に5兆円の基金を創設し、国債3.5兆円程度、CP・ABCP・社債1兆円程度、その他（ETF、J-REITを検討するが、購入には日銀法上の認可が必要）0.5兆円程度を購入することになる。なお、購入する長期国債・社債は残存期間1~2年程度とされており、比較的短期の資産がターゲットである。

5兆円の基金額は、毎月の長期国債買入オペ（1.8兆円/月）や固定金利オペ30兆円との比較において、大きなものではない。そのため、日銀が一線を踏み越えたという点で基金創設は極めて重要だが、その効果について現段階では未知数と言わざるを得ない。なお、この新基金による長期国債の買入は2001年3月に導入した銀行券ルール¹の枠外である。8月末時点での銀行券残高は77兆円、長期国債残高は57兆円であり、購入余力は20兆円程度残っている。現在の長期国債買入オペ（1.8兆円/月）を続けても、2014~15年までは銀行券ルールに抵触しない。そのため、基金による購入を銀行券ルール¹の枠内とすることも、不可能ではなかったはずである。それにも関わらず、あえてルール¹の枠外としたのは、今後の基金増額による追加緩和も視野に入れたためであろう。実際、今後も政府による追加緩和と圧力が止むとは考えられない。

¹ 日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース）は、銀行券発行残高を上限とする。

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、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

無担保コール O/N レートの誘導目標の引き下げ

3 つ目は、伝統的な金融政策の領域にある「利下げ」であり、無担保コール O/N レートの誘導目標を従来の 0.1% からゼロ ~ 0.1% 程度に引き下げた。しかし、この利下げの真意は、実筆している現時点ではよく分からない。一連の追加緩和によって、O/N レートが誘導目標を大きく下回ることを受容するとの主旨であれば、妥当である（当座預金残高の大幅増加などに伴う金利低下など）。しかし、金利誘導にそれ以上の意味を与える、つまりは金利ゼロを目指した低め誘導をするということであれば、問題があるだろう。日銀自身が繰り返し指摘してきたように、ゼロ金利は短期金利市場の流動性を枯渇させ、市場メカニズムを阻害するためである。また、誘導目標と同率で超過準備に対して付利している「補完当座預金制度」との関係も現時点では不明である（いくらで付利するのか、それとも付利を止めるのか）。

緩和の背景にある景気判断

異例の緩和策の背景には、景気認識の大幅な下方修正がある。まず、総括判断については従来の「わが国の景気は、緩やかに回復しつつある」が「緩やかに回復しつつあるものの...改善の動きが弱まっている」に引き下げられ、回復テンポの鈍化が明示された。先行きについても「需要刺激策の効果の減退などから景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後、緩やかな回復経路に復していくとみられる」と述べ、回復シナリオは維持したものの、当面は踊り場に近いような状況が続くことを想定している。また、インフレ率についても「景気の下振れなど実体経済活動の動きが物価に影響を与える可能性には注意が必要」と記し、CPI 前年比のマイナス幅縮小テンポが今後鈍化するリスクを強調している。

今後の展開

今回の緩和策は、極めて異例かつ大胆なものである。かつ 8 月 30 日に行った 10 兆円の資金供給拡大の効果はほとんど検証されていない時点²での追加緩和である点も踏まえれば、日本銀行がフォワードルッキングかつ、経済の下振れリスクに対してプリエンティブに対応したとの前向きな評価が可能だろう。特にこれまで頑固に避け続けてきた物価安定に明確にコミットした時間軸の導入は、イールドカーブ形成に対して強い効果を有するだろう。加えて、今後の日銀によるコミュニケーション戦略次第では、市場参加者や国民のインフレに対する認識（インフレ期待）にも影響を及ぼし、デフレ脱却を手繰り寄せることも期待される。一方、今回の政策の目玉とも言える 5 兆円の基金創設がどの程度実効性を発揮するかは、今後の運用次第である。ただし、現時点で推測できるのは、今後の政府の追加緩和と圧力に対してこの基金増額が有力な選択肢になることである。

今回の緩和策には、為替介入に直接対応したものは含まれない。但し、8 月 30 日に増額した固定金利オペは未だ 8 千億円しか実行されていないため、追加の為替介入があっても、そのための資金は固定金利オペの実施で賄われ、非不胎化的な状況が創出されることになる。

² 6 ヶ月固定金利オペによる資金供給は 9 月に 1 回のみ。