

Weekly エコノミスト・ レター

金融緩和競争は激化へ、 厳しい判断を迫られる日銀 ～9月決定会合の予想と市場の反応

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 今月、ECB が金融緩和に舵を切り、FRB も追加利下げに踏み切ることが確実視される中、日銀は苦境に立たされている。日銀の対応次第で「緩和負け感」が鮮明になり、円高が進むリスクがあるためだ。しかし、日銀の追加緩和余地は乏しく、「大きな効果が見込めて、副作用の小さい手段」はもはや存在しないと思われる（下図参照）。
2. 従って、今回の決定会合では、金融政策を多少変更し、緩和色を漂わせる程度の変更がなされると予想している。具体的には「フォワードガイダンスの延長」と「長期金利許容レンジの拡大（下限引き下げまたは撤廃等）」が決定される可能性が高い。日銀が全く動かなければ、円高の引き金を引くことになりかねないが、一方で、本格的な追加緩和に踏み切れば、副作用を強めるうえ、今後、仮に世界経済が失速し、円高が急激に進んだ際の対応余地がその分無くなってしまうためだ。その点、「フォワードガイダンスの延長」は実害が無い。また、「長期金利許容レンジの拡大（下限引き下げまたは撤廃等）」は現状の追認に過ぎず、多少の緩和的色彩を加えることも可能になる。
3. なお、市場への影響としては、今月、日銀が一切の政策変更を見送った場合には、「緩和負け感」が鮮明となり、円高・株安に振れる可能性が高い。筆者の予想程度の緩和方向への小幅な政策変更が行われた場合も、小幅ながら円高・株安に振れる可能性が高い。欧米中銀の緩和と比べて内容が見劣りするためだ。一方、日銀がマイナス金利深掘り等を主軸とする本格的な追加緩和にまで踏み切った場合は、驚きから一旦円安・株高反応が起きる可能性が高い。しかし、長続きは期待できない。追加緩和の結果、緩和の打ち止め感が出ることで円高・株安方向への揺り戻しが発生する可能性がある。また、金融機関収益への懸念が高まることで、リスクオフの円高・株安が誘発される恐れもある。

<追加緩和の主な選択肢と想定される影響>

選択肢	効果	副作用・コスト・リスク
①フォワードガイダンス強化	ほぼ効果なし	金融政策の自由度低下
②長期金利許容レンジの拡大 (下限引き下げまたは撤廃等)	うまくいけば円高抑制効果 (ただし、逆効果の恐れも)	金融システムへの悪影響
③マイナス金利深掘り	同上	同上
④長期金利目標の引き下げ	同上	同上
⑤国債買入れ増額	同上	同上
⑥ETF買入れ増額	一定の株価下支え効果	日銀財務リスク増大、出口戦略困難化
⑦その他資産購入(財投債・ 地方債等)	規模小→効果乏しい	価格形成の歪み発生
(金融システムへの悪影響緩和策)		
A) マイナス金利での銀行への 資金供給	銀行収益圧迫の緩和、 貸出増加(設計次第)	貸出の競争激化・歪み、日銀 利益圧迫、世論の反発リスク
B) 日銀当座預金(政策金利 残高以外)の付利引き上げ	同上	日銀利益圧迫、世論の反発リ スク
C) イールドカーブのスティープ 化誘導	金融機関収益圧迫の緩 和	市場の不安定化リスク

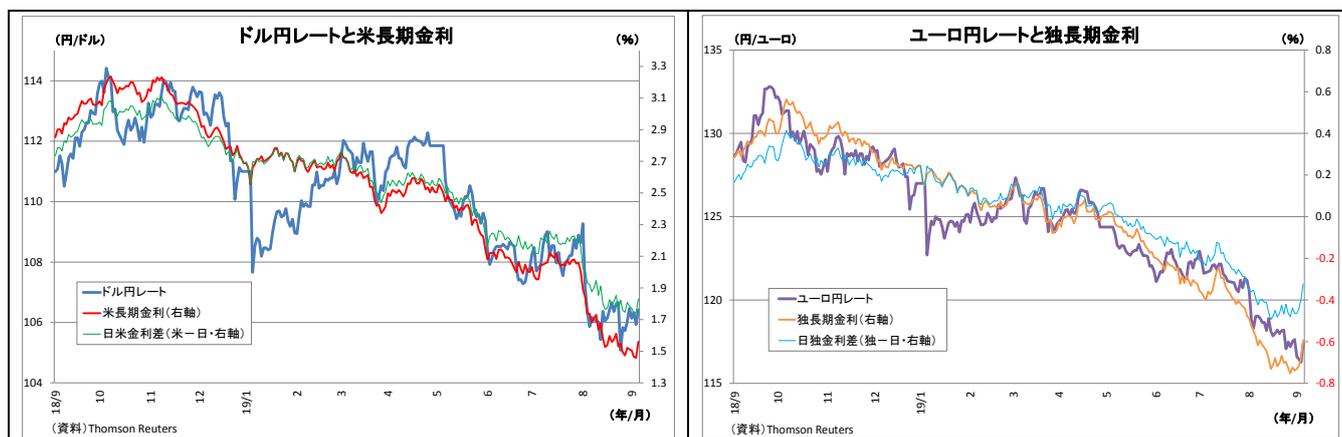
1. トピック：金融緩和競争は激化へ、厳しい判断を迫られる日銀

世界的な金融緩和競争の色彩が強まってきている。7月末のFRBによる約10年ぶりの利下げに追随する形で、8月にはニュージーランド、メキシコ、インド、タイなど多くの国で続々と利下げが実施された。さらに今月には、ECB（12日）が金融緩和に舵を切り、FRB（18日）も追加利下げに踏み切ることが、市場で確実視されている。

（苦境に立たされる日銀）

こうした各国、とりわけ欧米の金融緩和によって日銀は苦境に立たされている。これまで各国の金融緩和観測の高まりに伴って海外金利の低下が進み、内外金利差の縮小を通じて円高が進んできたためだ。円高は輸入物価の押し下げや輸出の下振れなどを通じて物価の抑制に作用する。

足元では米中協議の再開期待から多少円安方向に戻してはいるものの、欧米中銀の会合が始まる来週以降は警戒が必要になる。世界的な金融緩和競争の中、欧米中銀に続いて19日に政策決定が為される日銀の「緩和負け感」が鮮明になることで、円高が進むリスクがあるためだ。



FRB や ECB と比べて、日銀の追加緩和余地が乏しいという点は市場においてほぼ共通認識になっている。金融緩和の縮小・停止や金融引き締め段階を経ている欧米中銀と異なり、日銀は2013年以降長期にわたって一貫して金融緩和を続けてきたためだ。緩和の副作用として銀行収益が大きく圧迫されており、金融システムの不安定化や金融仲介機能停滞のリスクも燃えている。

従って、日銀としては出来ることなら追加緩和を避けたいところだと思われるが、欧米が緩和に動くなかで日銀だけ取り残されれば、円高の引き金を引くことになりかねない。

（追加緩和の選択肢と影響）

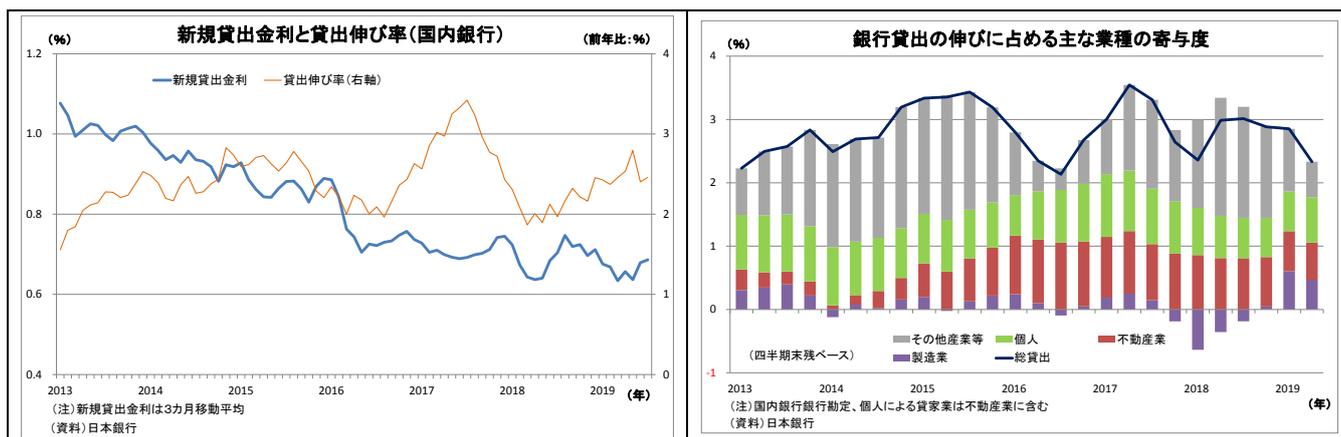
ここで、黒田総裁の発言内容¹などを参考に追加緩和の主な選択肢を改めて考えてみると（表紙図表参照・外債購入やヘリマネなど極端な手段を除く）、①フォワードガイダンス強化、②長期金利許容レンジの拡大（下限引き下げまたは撤廃等）、③マイナス金利深堀り、④長期金利目標の引き下げ、⑤国債買入れ増額、⑥ETF買入れ増額、⑦その他資産購入（財投債・地方債等）という手段が挙げられる。

これらは技術的には可能だが、それぞれの効果と副作用・コスト・リスクを考えた場合、「大きな効

¹ 「緩和手段については、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速等、様々な対応があり得る」（2019.7.31 総裁記者意見より）。

果が見込めて、「副作用・コスト・リスクの小さい手段」はもはや存在していないと思われる。逆説的に言えば、そのような手段が残されていたのであれば、これまで出し惜しみせず、物価目標の早期達成のために既に導入されているはずだ。

なお、金融緩和策として最もオーソドックスな手段は「金利の引き下げ」に関するもの（マイナス金利深堀り、長期金利目標引き下げ、国債買入れ増額）だが、既に過去最低レベルにある銀行貸出金利をさらに圧迫し、金融システムの不安定化や金融仲介機能停滞のリスクを高める恐れが強い。また、2015年以降に鮮明になったように、金利感応度が高い不動産向け貸出に資金が集中し、不動産市場の過熱や歪みを助長する恐れもある。



（日銀金融政策の見通し）

以上の点を踏まえ、次に日銀による今月の政策決定の見通しを考える。日銀の決定内容は、欧米中銀の金融緩和を受けた直前の市場動向によって変わり得るが、メインシナリオとして、概ね安定した（大幅な円高・株安が進んでいない）市場環境にあることを前提とすれば、金融政策を多少変更し、緩和色を漂わせる程度の変更がなされると見ている。具体的には「金利に関するフォワードガイダンスの延長」と「長期金利許容レンジの拡大（下限引き下げまたは撤廃等）」が決定される可能性が高い。

既述のとおり、今回、欧米が金融緩和に踏み切るなかで日銀が全く動かなければ、「緩和負け感」が鮮明になり、円高の引き金を引くことになりかねない。一方で、現段階で本格的な追加緩和に踏み切れれば、副作用を強めるうえ、今後、世界経済が失速したり、円高が急激に進んだりした場合の対応余地がその分無くなってしまうためだ。

その点、現在、「当分の間、少なくとも2020年春頃まで」とされている現行金利水準維持に関するフォワードガイダンスを「当分の間、少なくとも2020年末頃まで」などに延長することには殆ど実害がない（効果もないが）。そもそも、今後の経済・物価情勢を鑑みれば、2020年内に金利を引き上げることは極めてハードルが高い。実際、黒田総裁も現行金利水準が維持される期間について、「2020年の春より長くなる可能性も十分



ある」との発言を頻繁に行っている。

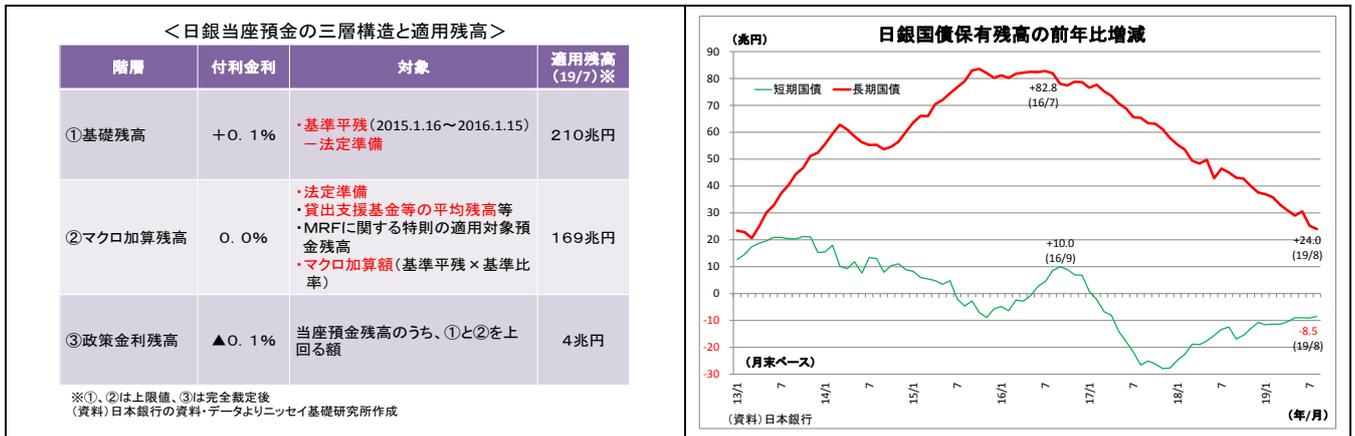
また、長期金利許容レンジについては、昨年7月に柔軟化が行われた際に、「プラスマイナス0.1%の倍程度の幅を念頭にする」（つまり、▲0.2%~0.2%程度）とされたが、最近の長期金利は▲0.2%を明確に下回って推移している。日銀が▲0.2%を下限として死守するために国債買入れを本気で縮小すれば、金融緩和の後退と捉えられて円高が進む恐れがあるため、半ば放置されている状況にある。そして、米金利の大幅な回復が当面見込めない以上、日本の長期金利が早期に上記レンジ内に戻る可能性も低い。従って、今月の決定会合において、長期金利許容レンジの拡大（下限引き下げまたは撤廃等）が行われたとしても現状の追認に過ぎないうえ、説明を加えることで多少の緩和的色彩を加えることも可能になるだろう。

ちなみに、現段階ではリスクシナリオだが、今後もし世界経済が大きく減速したり、急激な円高が進行したりすれば、日銀は副作用覚悟で本格的な追加緩和に踏み切らざるを得なくなると予想される。

この際には、マイナス金利深堀り（▲0.1%→▲0.2~▲0.3%）、ETF買入れ増額（年6兆円増→7~10兆円増？）、国債買入増額（その裏側でマネタリーベース拡大ペースの加速が起きる）などの手段を組み合わせるだろう。

さらに、同時に金融機関収益に対する副作用軽減策も導入される可能性が高い。具体的には、「（貸出を伸ばした銀行に対する）マイナス金利での資金供給」、「（現在、日銀当座預金の三層構造のうち基礎残高を対象としている）付利の拡大・引き上げ」、「（短期国債買入れ増額+超長期国債買入れ減額による）イールドカーブのスティープ化誘導（=超長期ゾーンの金利確保）」などだ。

ただし、こうした副作用軽減策を用いても、悪影響を完全に相殺することは難しいうえ、新たな副作用やコストを発生させる恐れも強い。日銀はさらなる課題を抱えることになるだろう。



(想定されるマーケットの反応)

最後に、今月の決定会合における日銀の政策決定が市場に与える影響について予想する。

まず、日銀が一切の政策変更を見送り、現状維持とした場合には、既述の通り「緩和負け感」が鮮明となり、市場は円高・株安に振れる可能性が高い。

次に、筆者の予想程度の緩和方向への小幅な政策変更が行われた場合も、小幅ながら円高・株安に振れる可能性が高い。欧米中銀の金融緩和策（FRB は追加利下げ・ECB はマイナス金利拡大+αと想定）と比べて内容が見劣りするためだ。

一方、今月、日銀がマイナス金利深掘り等を主軸とする本格的な追加緩和にまで踏み切った場合は、一旦円安・株高反応が起きる可能性が高い。市場参加者の多くはそこまで想定していないとみられるためだ。しかし、長続きは期待できない。なぜなら、本格的な追加緩和の結果、「いよいよ日銀の弾薬は尽きた」と緩和の打ち止め感が出る可能性が高いためだ。FRB との緩和余地の差が意識され、円高・株安方向への揺り戻しが発生する可能性がある。

また、2016 年初のマイナス金利導入後のように金融機関収益が圧迫される懸念が高まることで、リスクオフの円高・株安圧力が誘発される恐れもある。

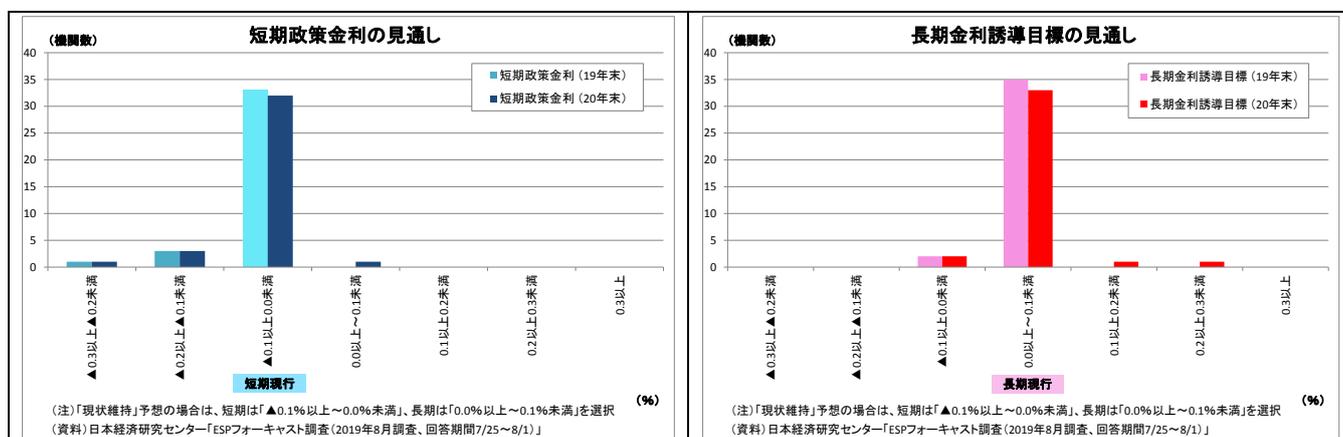


2. 日銀金融政策(8月)：緩和策の検討を求める意見が増加

(日銀) 維持(開催なし)

8月はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったため、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合は9月 ECB 理事会の翌週であり、FOMC の直後にあたる今月 18~19 日に開催される予定。

8月7日に金融政策決定会合における主な意見(2019年7月29、30日開催分)が公表された。同会合では、「モメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との文言が声明に明記されたが、会合においても、そうした意見(ならびに当該スタンスの情報発信を求める意見)が複数出ていたことが明らかになった。また、「緩和策をあらかじめ検討すべき」との意見も多く確認され、全体として、従来より追加緩和にやや前向きになった印象を受ける。ただし、一方で「緩和の副作用を考慮して慎重に点検・検討していくべき」との慎重意見も複数見受けられ、日銀内部における追加緩和に対するスタンスの乖離がますます目立ってきている。

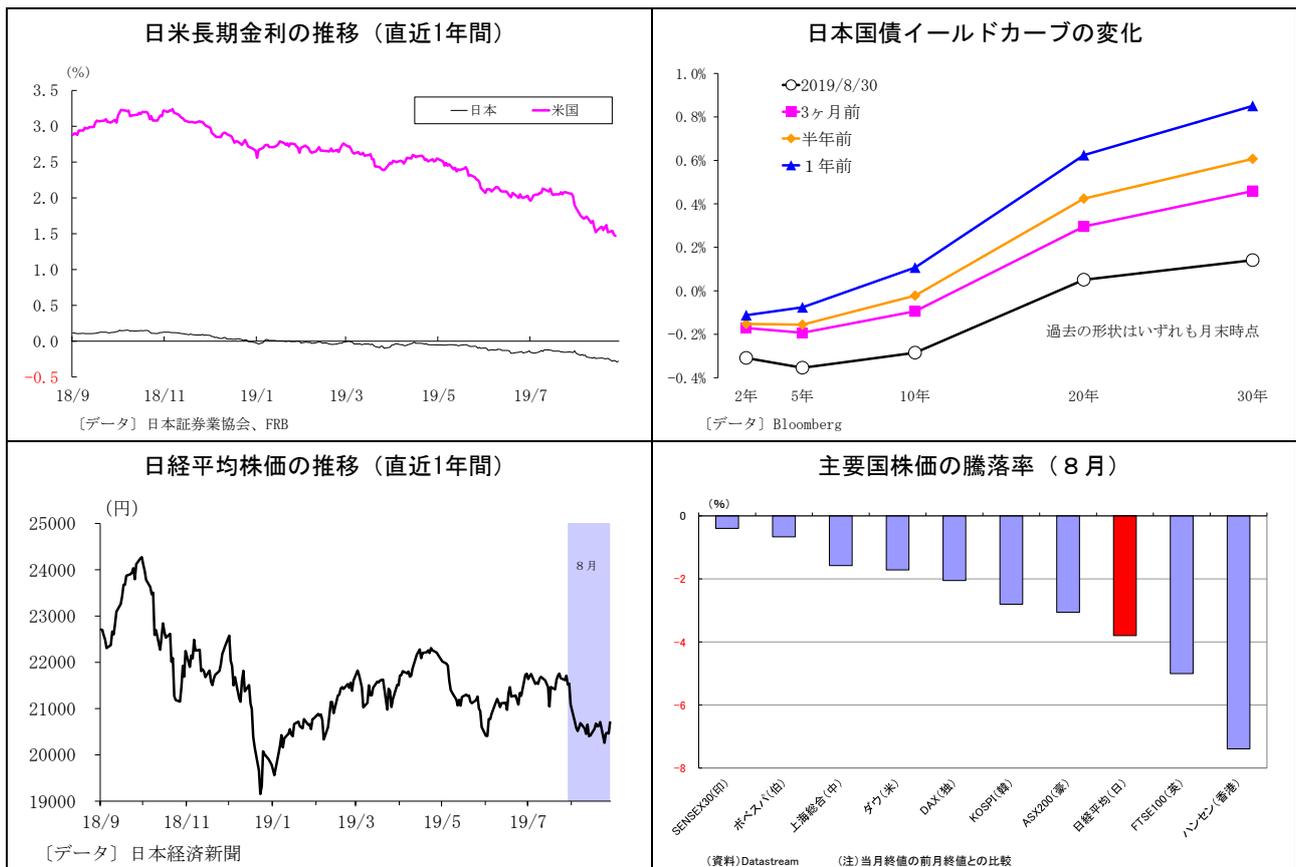


3. 金融市場（8月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

8月の動き 月初-0.1%台前半でスタートし、月末は-0.2%台後半で終了。

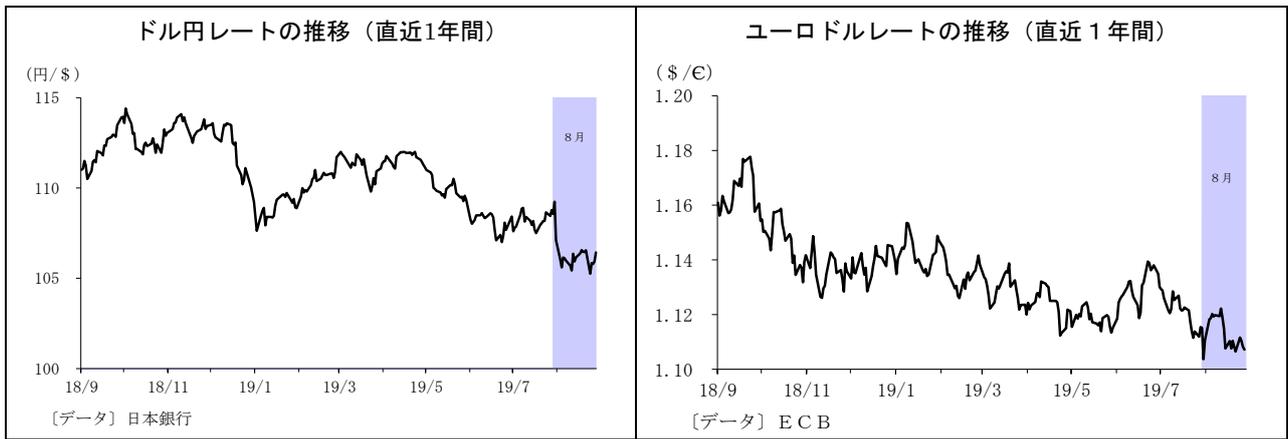
月初、トランプ米大統領が突如中国に対する追加関税（第4弾）発動を表明したことで安全資産需要が高まり、長期金利は急低下、5日に-0.2%を付ける。その後も世界経済減速懸念に伴う世界的な金融緩和観測から金利が押し下げられ、9日以降は-0.2%台前半での推移が定着した。さらに26日には、中国による報復関税への対抗として、トランプ大統領が対中関税の税率引き上げを表明したことで-0.2%台後半にまで低下し、月末も同水準で終了した。



（ドル円レート）

8月の動き 月初109円台前半でスタートし、月末は106円台前半に。

月初、トランプ米大統領が突如中国に対する追加関税（第4弾）発動を表明したことでリスクオフの円高が急激に進み、6日には105円台後半に。その後、トランプ大統領が一部追加関税の発動延期を表明したものの、米国で逆イールドが発生して世界経済の減速懸念が強まったこともあり、ドル円は105円台～106円台での上値の重い推移が継続。26日には米中摩擦のさらなる激化を受けて一時105円を割り込んだが、両国が対話の姿勢を伺わせたことでやや持ち直し、月末は106円台前半で終了した。



(ユーロドルレート)

8月の動き 月初1.10ドル台前半でスタートし、月末も1.10ドル台前半に。

月初、米中貿易摩擦とそれに伴う米金利低下を受けて、ドル売りが優勢となり、7日に1.12ドルに到達。しばらく横ばい圏での推移となったが、ドイツのマイナス成長やECB高官による大幅な金融緩和への前向きな発言を受けて下落し、16日には1.10ドル台後半に。その後は1.10ドル台後半～1.11ドル台前半での小動きが続いたが、月末はイタリア政局の不透明感(新政権樹立期待の後退)によってユーロが売られ、1.10ドル台前半で終了した。

金利・為替予測表(2019年9月6日現在)

		2019年			2020年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1
アメリカ	FFレート (期末)	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年金利 (平均)	2.3	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (独、平均)	-0.1	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1
ドル円	(平均)	110	107	106	108	108	108
ユーロドル	(平均)	1.12	1.11	1.10	1.11	1.12	1.12
ユーロ円	(平均)	124	119	117	120	121	121

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。