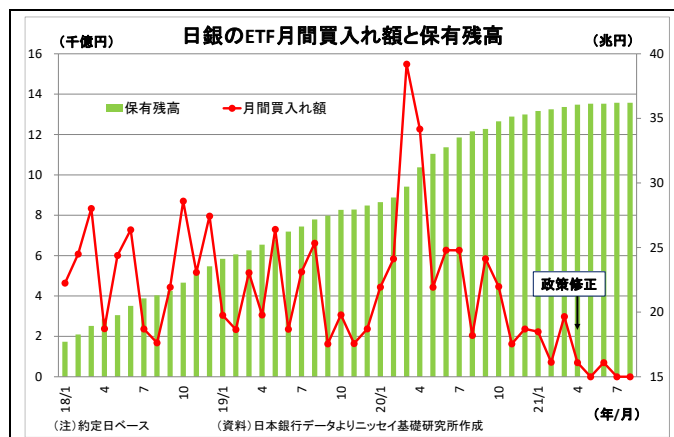


Weekly エコノミスト・ レター

日銀「政策修正」後の変化 と残された課題

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

1. 日銀が3月に「政策点検」を行い、各種の「政策修正」を行ってから半年近くが経過した。政策修正後に最も顕著な変化が現れたのがETFの買入れだ。買入れペースが大きく鈍化した結果、「価格形成の歪み」、「企業統治の空洞化」、「日銀の損失発生リスク」といった副作用の増大も抑えられている。また、長期金利の変動幅もやや拡大している。日銀が国債市場の機能度改善のために変動幅の拡大を促し、一定の効果が現れた形だ。
2. しかし、残された課題も多い。ETFに関しては、日銀の保有残高が減少したわけではないため、これまでに発生した「価格形成の歪み」や「企業統治の空洞化」、「日銀の損失発生リスク」まで解消したわけではない。また、将来的に保有する巨額のETFをどう処理していくのかという点も未解決だ。長期金利についても、以前よりはやや変動するようになっただけで、国債市場の機能度の十分な改善が確認できたわけではない。
3. 政策修正で特段の是正策が採られなかった超低金利の副作用も課題として残っている。銀行の収益圧迫が続いていることで、将来、金融仲介機能が停滞するリスクや金融システムの脆弱性が高まるリスクが燃える。また、日銀は「超長期金利の過度な低下はマイナス面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」と認めているが、超長期金利の低迷は続いている。日銀の国債保有残高の拡大が続いている点も課題と言える。日銀のバランスシートに低金利（高価格）の国債が積み上がっていくことは、将来の含み損や逆ザヤ発生リスクを高める。
4. このように、3月の政策転換後も日銀の大規模金融緩和に起因する課題が数多く残っている。緩和を継続するに当たって、日銀にはこうした課題に十分に目配りしつつ、適宜対応を採ることが求められることから、難しい舵取りが必要になる。



1. トピック：日銀「政策修正」後の変化と残された課題

日銀が3月18～19日に「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」（以下、「政策点検」）を行い、各種政策についての修正（以下、「政策修正」）を行ってから半年近くが経過した。政策修正後に現れた各種の変化を確認したうえで、現段階における効果と残された課題について整理する。

（政策修正内容の振り返り）

まず、3月の政策点検・修正の内容を振り返っておくと、政策点検では、現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和について「経済・物価の押し上げ効果を発揮している」と前向きに評価したうえで、「2%の物価安定の目標を実現していくために継続していくことが適当」と総括した。そして、物価目標実現のため、持続的な形で金融緩和を継続するとともに、情勢変化に対して躊躇なく、機動的かつ効果的に対応することが重要であるとの観点の下、主に以下の対応を決定した。

- ①ETFの買入れについては、「約12兆円の年間増加ペースの上限を感染症収束後も継続することとし、「必要に応じて買入れを実施」（従来は「積極的な買入れを行う」としていた）」（TOPIX連動型のみの買入れに）
- ②変動幅が狭くなることがあったことも踏まえ、市場機能の維持と金利コントロールの適切なバランスを取る観点から、「長期金利の変動幅を明確化（概ね $\pm 0.1\%$ の倍程度 $\rightarrow \pm 0.25\%$ 程度へ）」（ただし、新型コロナの影響が続くもとでは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先）
- ③金利の大幅な上昇を抑制する方法をさらに強化するために、「連続指値オペ制度」を導入
- ④長短金利引き下げ時の金融機関収益への影響を一定程度和らげる仕組みとして「貸出促進付利制度」を導入

これらの実質的な意味合いとしては、①は平時のETF買入れ抑制方針、②は長期金利変動許容幅の小幅拡大、③は過度の金利上昇の抑止、④は金融機関への収益補填による金利引き下げ余地の創出策であるとみられ、これまでに蓄積し、批判を受けてきた副作用や歪みを緩和するための措置にあたる。

次に、それぞれについて、政策修正後の変化と影響を確認する。

（政策修正後の変化とその効果）

1）ETF買入れの柔軟化（平時の抑制）

まず、最も顕著な変化が現れたのはETFの買入れだ。ETFの買入れペースは政策修正後に大幅に鈍化している。とりわけ、4月以降5カ月間の買入れ回数はわずか2回、買入れ額は1402億円に留まっている（表紙図表参照）。コロナ禍という有事で積極的な買入れを行った2020年度は特別だとしても、2018～19年度にかけての買入れペース（月平均で5000億円弱）と比べても著しく鈍化している。日銀としても、従来の自身によるETF買入れに対して強い課題意識を持っていたことがうかがわれる。

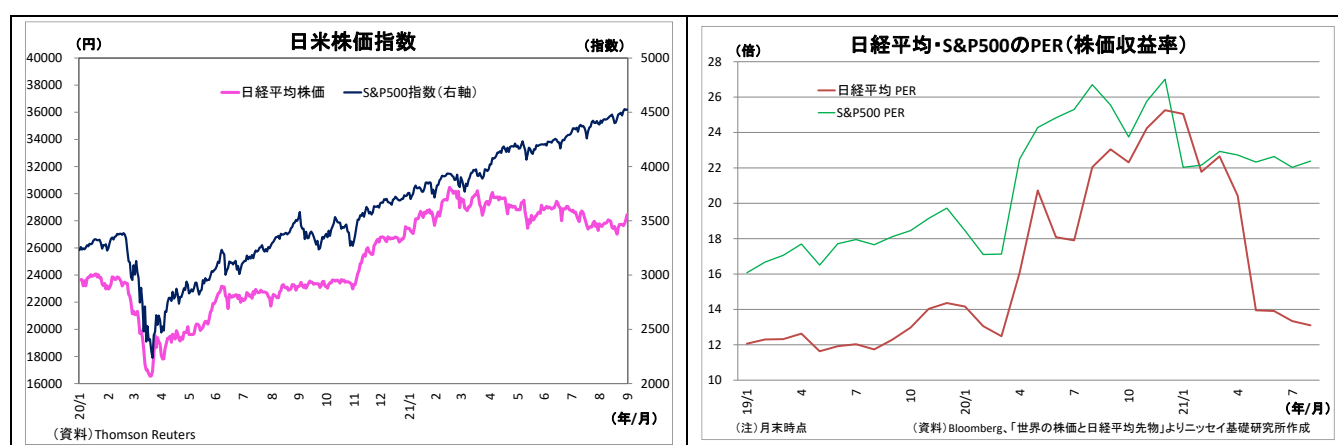
この結果、日銀のETF保有残高の増加ペースはかなり抑えられたことから、「株式市場の完成相場化（過度の株価押し上げなど）」、「価格形成の歪み」、「企業統治の空洞化」、「株価下落時の日銀

の損失発生リスク」といった従来批判を浴びてきた副作用も増大が抑えられている。

一方、政策修正後の日本株の動きは冴えない。昨年春以降、米国株の上昇と歩調を合わせる形で日本株も上昇してきたが、今年3月以降は米国株が上昇を続ける一方で、日本株は上値の重い状況となっている。3月末以降、米国株のPER（株価収益率）はほぼ横ばいで推移しているが、日本株のPERは大きく低下し、割高感が解消している。

日米株価の乖離は、両国におけるワクチン接種率の格差やそれに伴う経済再開ペースの差、景気対策規模の差などが影響しているとみられるが、日銀によるETF買入れ鈍化も少なからず影響したと考えられる。従来は、市場において「株価が下がれば日銀が買い支える」との安心感が醸成されていたが、ETF買入れ鈍化によって安心感が減退したためだ。

しかし、昨年度までのように「中央銀行が大量の株を買って株価を支える」行為が世界的に見て異常であったのであり、その正常化が進んだと見ることも出来る。



2) 長期金利の変動許容幅拡大

次に長期金利の変動幅について確認すると、4月以降は変動幅がやや拡大している。

とりわけ昨年後半(7~12月)には米長期金利が上昇したにもかかわらず、日本の長期金利は0.0%台前半での膠着した推移が続いていた。日銀が大規模な国債買入れを続けている以上、金利上昇余地は乏しいとの見方が市場で台頭したためと考えられる。金利の変動幅縮小は取引の動機や機会を乏しくすることで国債市場の機能低下に繋がる。

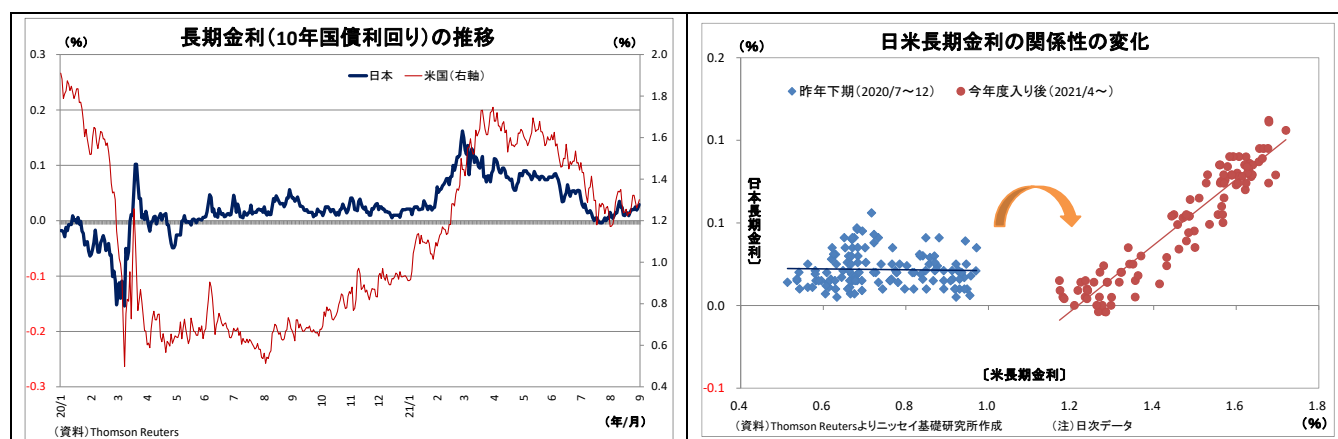
一方、政策修正を経た今年4月以降は、米長期金利の低下に連動する形で日本の長期金利も0.1%前後から0.0%まで低下した¹。日銀は3月の政策点検において、「金利の変動が一定の範囲内であれば、金融緩和の効果を損なわず、市場の機能度にプラスに作用すると考えられる」との認識を示していることから、4月以降の変動幅拡大は、国債市場の機能度改善を目指す日銀にとって望ましい方向に進んだということになる。

金利変動の拡大の要因には、このように日銀がある程度の金利変動を望ましいものと位置付け、変動許容幅を実質的に拡大したことに加えて、市場との対話の修正を図ったことが挙げられる。日銀は3月末以降、従来毎月末に翌月分の買入れ日程とともに買入れ金額をレンジ方式²で公表していた「長期国債買入れ予定」(通称「オペ紙」)について、金額を「固定額方式」とし、さらに6月末からは毎月の公表をやめて、「四半期に一度、3カ月分をまとめて公表する方式」に変更した。

¹ 今年1~3月の間は「日銀がこれまで以上に長期金利の上昇を許容する見通し」との観測が高まったことで長期金利が上昇したが、特殊事例であるため分析期間の対象から除いた。

² レンジ方式の場合、実際の買入れ額は買入れオペのたびにレンジの範囲内で変更になる可能性がある。

日銀は市場における自身の大規模買入れへの注目度を下げることで、金利がより変動しやすくなることを図ったとみられる。



3) 連続指値オペは出番なし

ちなみに、3月の政策修正で導入された「連続指値オペ」は、未だ一度も実施されていない。同オペは指値オペ³を連続して行うことで金利の大幅な上昇を阻止するものだが、政策修正以降、日銀の許容レンジ上限(0.25%)を試すような大幅な金利上昇は起きていないため、出番がなかった。

4) 貸出促進付利制度

また、貸出促進付利制度の存在感も薄い。同制度は「機動的に長短金利の引き下げを行うため」に導入され、長短金利引き下げ時に、資金供給オペの一部に短期政策金利(いわゆる「マイナス金利」)に連動する形での付利を行うことで金融機関収益への悪影響を和らげるものだ。しかし、導入以降、長短金利の引き下げは行われていないことから、金利引き下げの影響を和らげるという本来の効果は発揮されていない。

ちなみに、導入に伴うカテゴリー区分の設定によって付利が引き上げられた形となった(0.1%→0.2%)コロナオペ(プロパー融資分⁴)の残高は6月時点で4.7兆円と初回公表値である4月の4.4兆円からやや増加しているが、資金需要の変動や季節要因の可能性もあり、付利引き上げによる融資促進効果は不明だ。また、仮に同オペの残高が倍になる想定でも、同オペに対して金融機関に支払われる利息は年間200億円に満たず、金融機関収益全体に与える影響は限定的だ。

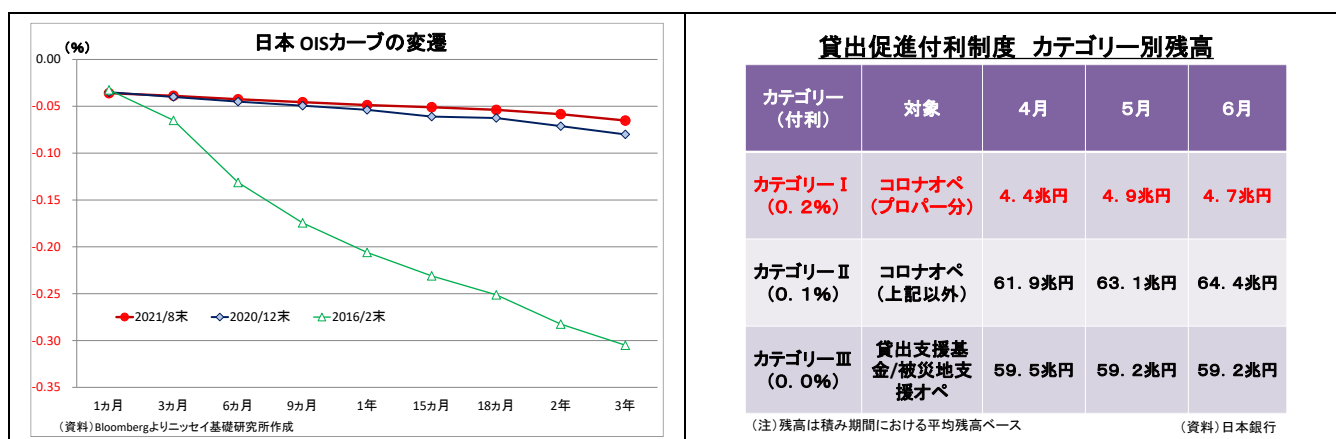
日銀が長短金利を引き下げの場合にどれだけ金融機関収益への悪影響を和らげられるかは、カテゴリーの区分方法と付利の水準次第だが、結局は日銀がその分の利息を金融機関に支払い続ける形になるだけに、金融機関収益の減少分を完全に補填するのは難しいだろう。従って、貸出促進付利制度の導入後も長短金利引き下げ時には金融機関収益への悪影響拡大が予想され、金利引き下げのハードルが取り払われたわけではない。

現に、先々のマイナス金利の動向を織り込むOISカーブは足元にかけて殆ど水平を維持しており、市場参加者はマイナス金利の深掘りをほぼ予想していない。政策修正後は円高が進んでおらず、マイナス金利深掘りが必要な状況にはなっていないと見ている可能性もあるが、貸出促進付利制度を

³ 特定の年限の国債を固定金利で無制限に買入れるオペ

⁴ 信用保証協会の保証等が付いておらず、金融機関が自身でリスクを取って実行する融資

以てしても、日銀のマイナス金利深掘りのハードルは残っているとの見方を反映している可能性もある。



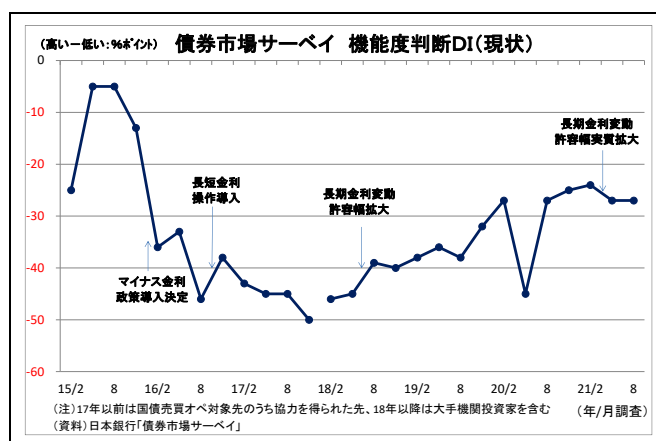
(日銀に残された課題)

以上の通り、3月の政策修正後は、日銀のETF保有残高増加ペースが抑制されたことでETF買入に起因する副作用の増大が抑えられ、長期金利の変動幅がやや拡大するなど、一定の効果が認められる。

しかしながら、残された課題も多い。日銀のETF保有残高は増加ペースが抑えられただけで、残高が減少したわけではない。従って、これまでに発生した「価格形成の歪み」や「企業統治の空洞化」、「株価下落時の日銀の損失発生リスク」まで解消したわけではない。また、今後も株価急落時には買入を行うことで残高の増加が見込まれるほか、日銀の損失発生リスクに絡んで、将来的に保有する巨額のETFをどう処理していくのか(ETFには満期がないため、処理せずに抱え込み続けるなら、損失発生リスクも抱え込み続けることになる)という点も未解決だ。

長期金利についても、以前よりは変動するようになっただけで、国債市場の機能度の十分な改善が確認できたわけではない。

日銀が証券会社や機関投資家等を対象に8月上旬に実施した債券市場サーベイでは、市場の機能度についての評価を示す機能度判断DI(「高い」とする割合から「低い」とする割合を控除)が前回2月調査から横ばいの▲27に留まった。1年前と比べても大差はない。市場では、国債市場の機能度改善は未だ不十分と評価されていることを示している。

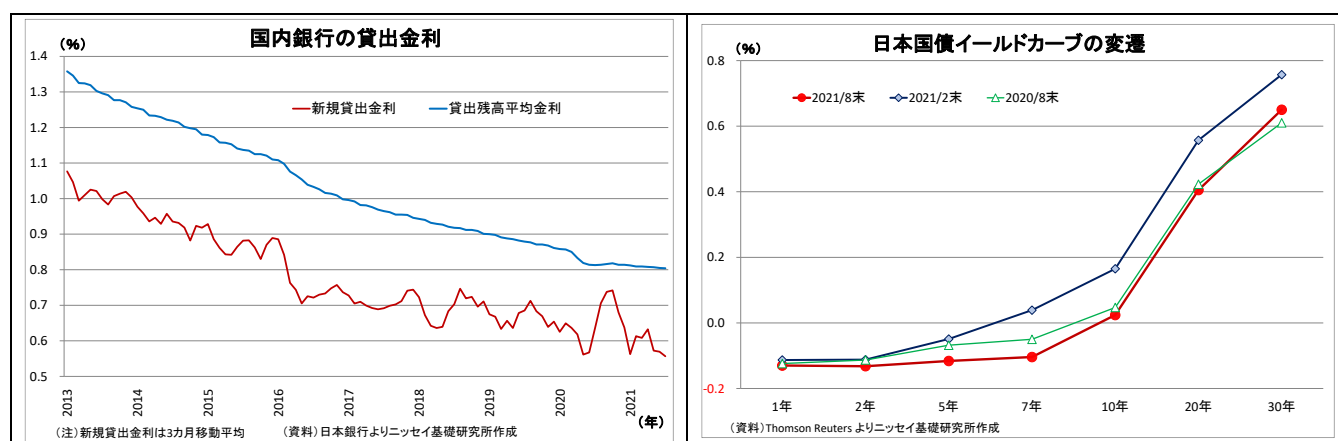


また、3月の政策修正で特段の是正策が採られなかった超低金利の副作用も課題として残る。日銀の大規模緩和による超低金利環境が続いたことで、銀行の新規貸出金利は過去最低圏にある。一方で過去に実行した比較的高金利の貸出の返済が進んでいるため、銀行貸出残高全体の平均金利は下げ止まっておらず、収益が圧迫されている。日銀も認識しているが、こうした状況が長期化する

と、金融仲介機能が停滞するリスクや、金融システムの脆弱性が高まるリスクが高まる。

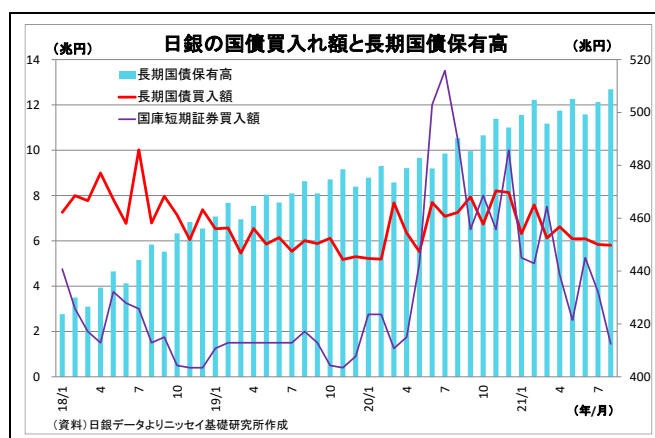
超長期金利の低迷も積み残された課題だ。日銀は「超長期金利の過度な低下は、（保険や年金等の運用利回りを過度に低下させることで）将来における広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」ことを認めている。「過度な低下」の水準感是不明だが、20年国債や30年国債の利回りは長期にわたって1%を下回っており、厳しい運用環境が続いている。

さらに、超低金利による政府の財政規律低下にも留意が必要になる。昨年度以降は超低金利がコロナ対応の財政出動を支援してきた面があるものの、一方でこれまで不必要・非効率な財政支出を誘発してきたとの批判も多い。



最後に、日銀の国債保有残高の拡大が続いている点も課題と言える。日銀は「長期金利がゼロ%程度で推移するように」長期国債の買入を行っており、足元でも、昨年からはやや鈍化したとはいえ、月6兆円近くの買入を続けている。この結果、日銀の長期国債保有残高は増加基調を続けている。

日銀のバランスシートに低金利（高価格）の国債が積み上がっていくことは、将来の含み損や逆ザヤ⁵の発生リスクを高める。また、日銀が逆ザヤ発生による収益・財務状況悪化（とそれを補填する政府による介入）を懸念して、必要な金融引き締めを躊躇してしまう事態にも繋がりがかねない。



このように、3月の政策転換後も日銀の大規模金融緩和に起因する課題が数多く残っている。緩和を継続するに当たって、日銀にはこうした課題に十分に目配りしつつ、適宜対応を採ることが求められることから、難しい舵取りが必要になる。

⁵ 利上げの際、日銀は市中金利引き上げのために負債サイドの日銀当座預金への付利を引き上げる可能性が高いが、資産サイドの国債の利回りを超えることで逆ザヤに陥り、日銀の収益・財務状況が悪化するリスクがある。

2. 日銀金融政策（8月）：開催なし

（日銀）現状維持（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会合は開催されず、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合は今月21～22日に開催される予定。

（今後の予想）

今後の金融政策に関しては、しばらく現状維持が続くと予想される。物価目標達成が見通せない一方で追加緩和余地が乏しく身動きが取りづらいという、デルタ株を中心とするコロナの感染動向やワクチン接種の普及ペースと効果、それが景気に与える影響等を見定めるべく、日銀は様子見姿勢に徹すると見込まれるためだ。「強力な金融緩和を粘り強く続けていく」という建前を掲げながら、現状維持を続けるだろう。金利の膠着が長期化するなど、副作用の緩和が十分に見られない場合には、政策をさらに微調整する可能性が出てくるが、緩和の大枠に影響はない。

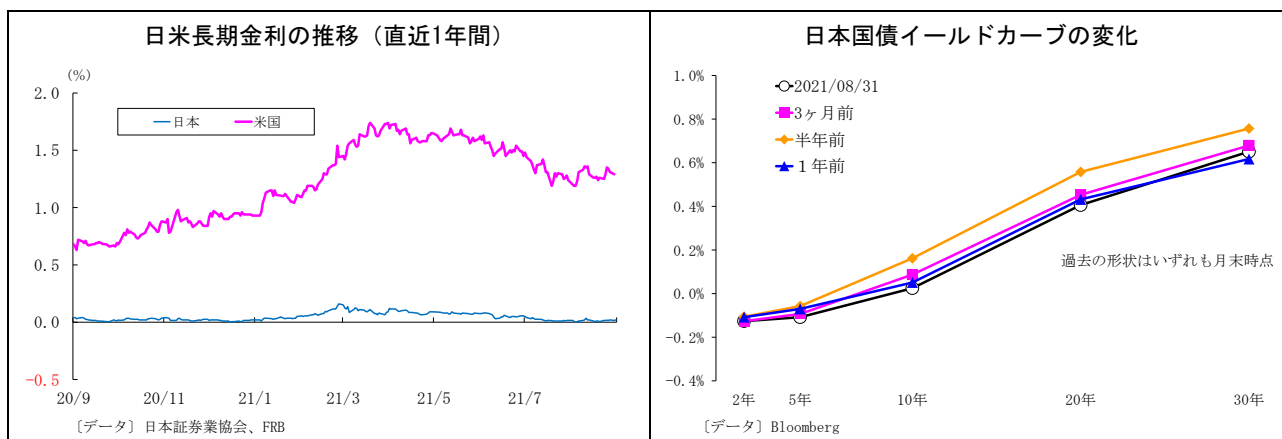
なお、3月の政策修正の一環として、長短金利引き下げの影響を緩和するための「貸出促進付利制度」が導入されたが、同制度によって金利引き下げ時の副作用（金融機関収益への悪影響）を全て吸収できるわけではないため、長短金利引き下げのハードルは引き続き高い。引き下げは円高が大幅に進む場合などに限られるだろう。

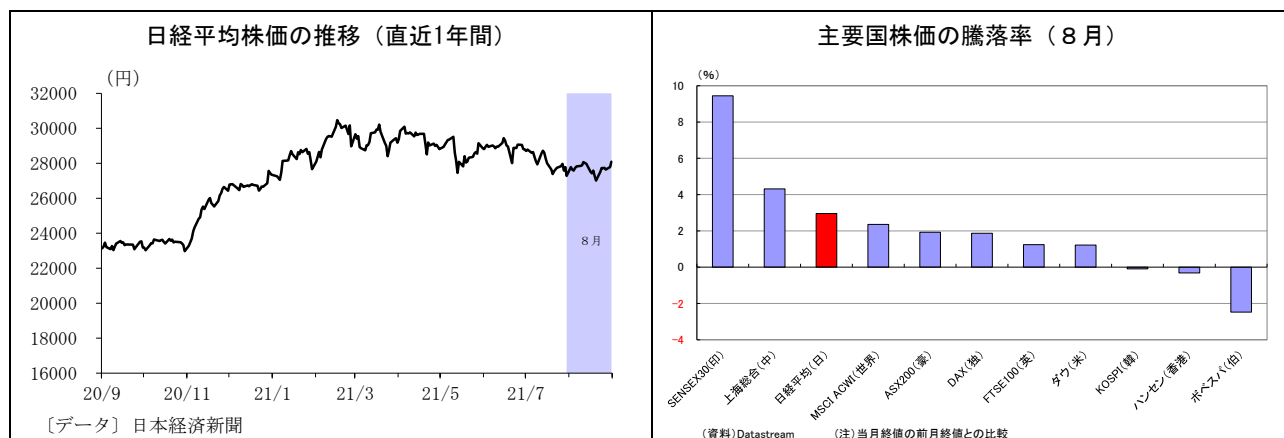
3. 金融市場（8月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

8月の動き 月初0.0%台前半でスタートし、月末も0.0%台前半に。

月初、デルタ株の世界的拡大等を受けた米長期金利の低下や入札・日銀オペで良好な需給が確認されたことを受けてやや低下し、4日に0.0%を付ける。その後は高値警戒感や米雇用統計ほか雇用関連統計の改善に伴う米金利上昇を受けて上昇に転じ、11日には0.0%台半ばをうかがう水準に。しかし、翌12日には予想を下回る米CPI発表に伴う米長期金利低下を受けて再び低下、以降は米金利が方向感を欠く中で0.0%を若干上回る水準での小動きが続いた。月終盤に行われたジャクソンホール会議でのパウエルFRB議長講演も無難に通過し、月末も0.0%台前半で終了した。

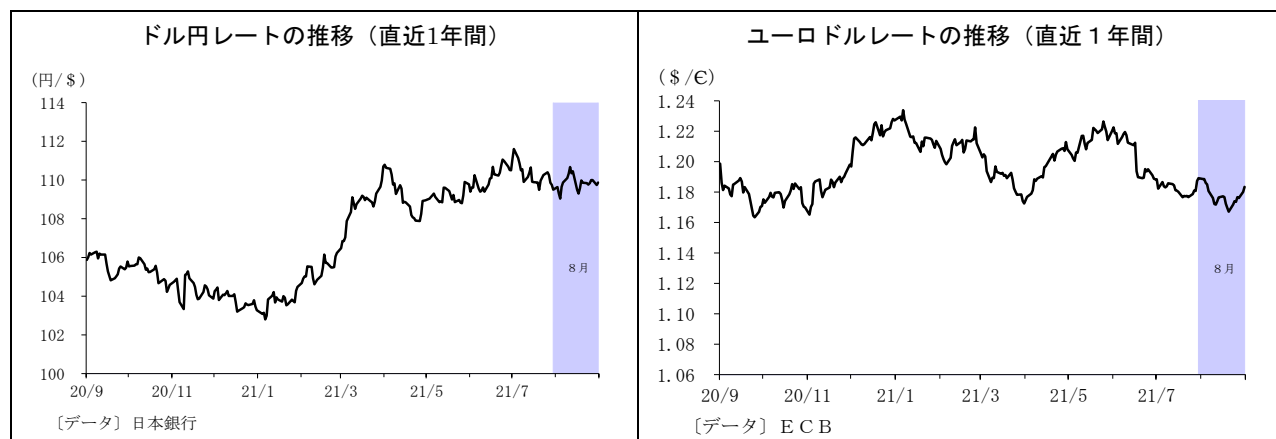




（ドル円レート）

8月の動き 月初 109 円台後半でスタートし、月末も 109 円台後半に。

月初、米国でのコロナ感染拡大を受けてドルが売られ、4 日に 109 円に下落したが、雇用統計ほか米経済指標の改善や FRB 高官によるタカ派発言、米上院でのインフラ投資法案可決を受けてドル買いが活発化し、11 日には 110 円台後半まで上昇した。その後は米物価指標や消費者心理指標の予想割れなどをを受けて再びドルが下落し、16 日に 109 円台に戻った後は 109 円台を中心とする横ばい圏での推移が継続。月終盤には米国でのワクチン普及期待に伴うリスク選好の円売りによって 110 円に乘せる場面もあったが、ジャクソンホール会議でのパウエル FRB 議長講演がややハト派的と受け止められたことでドルが弱含み、月末は 109 円台後半で終了した。



（ユーロドルレート）

8月の動き 月初 1.18 ドル台後半でスタートし、月末は 1.18 ドル台前半に。

月の上旬は、雇用統計ほか米経済指標の改善が相次いだことを受けてユーロが下落基調となり、10 日には 1.17 ドル台前半まで低下。その後、米物価指標や消費者心理指標の予想割れなどを受けて一旦持ち直したものの、米緩和縮小観測に加え、中国の景気減速懸念・アフガン情勢の悪化に伴ってリスク回避的なドル買いも入り、20 日には 1.16 ドル台に下落した。下旬は 1.17 ドル台での推移が続いたが、終盤にはパウエル FRB 議長講演がハト派的と受け止められたことでドルがやや売られ、月末は 1.18 ドル台前半に持ち直した。

金利・為替予測表(2021年9月3日現在)

		2021年			2022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	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
アメリカ	FFレート (期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利 (平均)	1.6	1.3	1.6	1.7	1.8	1.9
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)	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
ドル円 (平均)		109	110	112	112	112	113
ユーロドル (平均)		1.21	1.18	1.17	1.18	1.19	1.19
ユーロ円 (平均)		132	130	131	132	133	134

(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もありません。