

殻を破りつつある日銀の金融政策

【ポイント】

1. 2月14日、物価安定の「目途」を示すなど日銀の金融政策に変化がみられた。
2. リーマンショック以降、結果として、FRB、ECB に比べて B/S の拡大は限定的。それによる円高進行で、日銀の慎重姿勢が浮き彫りとなった。
3. その間の政策は、市場の督促を受けながらも、長期国債の買入れ増額、資産買入れ基金の創設及び枠増加、時間軸政策、成長分野への資金供給などを実施。
4. 日銀のデフレ脱却への向けた姿勢をみる上で、今回の金融政策決定会合が注目される。

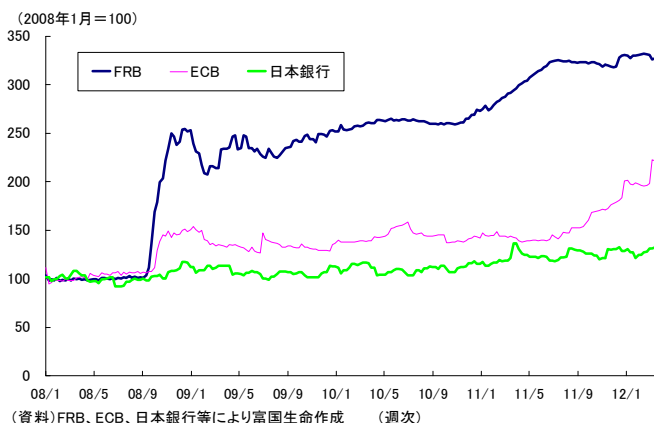
日本銀行（以下：日銀）が2月14日の金融政策決定会合後に公表した決定は、市場にとってサプライズであり、「日銀がデフレ脱却へ向けて本腰を入れた」との評価も出ている。直前に実施されたFRB（米連邦準備理事会）とECB（欧州中央銀行）の金融政策や、政府からの圧力なども後押ししたとみられるが、今回の金融緩和の強化により、日銀はスタンス変更を示すことになった。折しも、欧州債務危機への懸念後退や米国経済の回復期待の高まりなどを映して、円安・株安への反転の兆しがみられる中、その流れに弾みをつける、久しぶりに市場へインパクトを与えた金融政策であった。ここではリーマンショック以降の日銀の金融政策を振り返り、FRB、ECB との比較、これまで実施された金融政策の進捗状況を整理したい。

1. 欧米に比べて日銀は慎重姿勢か

リーマンショック以降の日銀の金融政策は、FRB、ECB と比較して慎重であるとの指摘が多い。その一例として、それぞれのバランスシート（以下：B/S）の規模を比較する（図表1）。このグラフは、2008年1月を100として示しているが、リーマンショック直後に2.5倍までB/Sを急拡大させたFRBは、2010年11月にいわゆるQE2（長期国債の買入れ）を導入し、その買入れ実施とともにB/Sが拡大し、その買入れが終了した後は概ね横ばいで推移している。また、ECBについても、リーマンショック後に急拡大させて1.5倍となった後は概ね横ばいの推移であったが、ドラギ新総裁が実施した2回の大規模なLTRO（3年物資金供給オペ）によって2倍以上の水準までB/Sが急拡大している。一方、日銀は、長期国債の買入れ額を増額し、資産買入れ基金を順次増額させたものの、1.3倍程度にとどまっている。

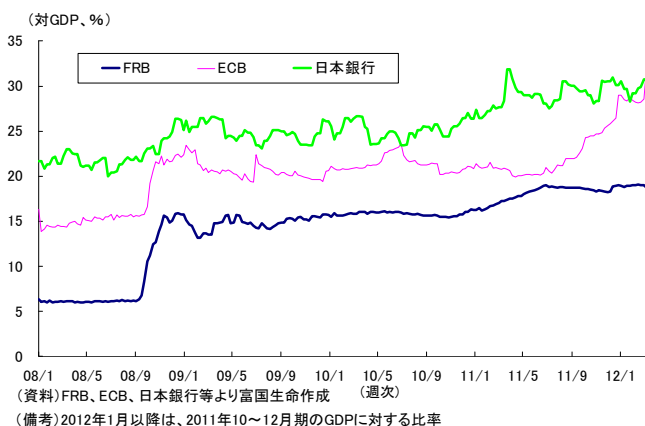
この尺度で見ると、FRB、ECB に比べて日銀のB/Sの規模拡大は限定的と言えるが、

図表1. 日米欧のB/Sの推移



B/Sの規模を名目GDP比で見ると、見え方が大きく異なる。リーマンショック以前はFRBが6%程度、ECBが15%程度であったのに対し、日銀は既に2割超えの水準となっており、群を抜いて大きかった(図表2)。その後も日本は名目GDPが減少していることもあり、日銀のB/Sに対するGDP比は3割程度で推移している。足元ではECBが2月に2回目のLTRO(5,395億ユーロ)を実施したことで日銀を上回ったものの、リーマンショック後に大きく拡大させたFRBは、2割を下回る水準にとどまっている。

図表2. 日米欧のB/S(GDP比)

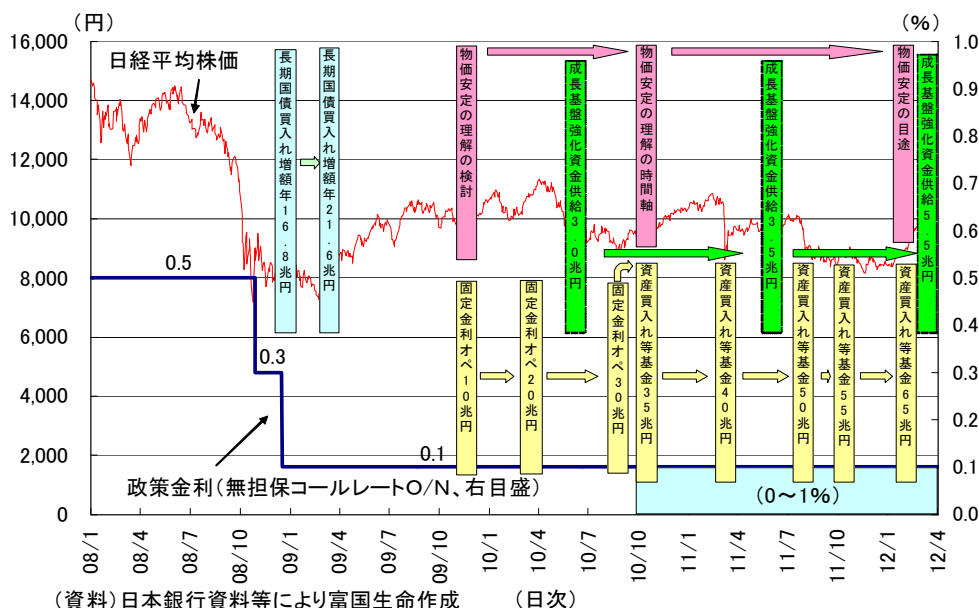


90年代後半の金融システム不安以降、デフレに苦しむ日本において、日銀は既にB/Sが膨らんでおり、また、リーマンショックによる金融危機も欧米が中心で、日本の金融システムは相対的に安定していたことが、日銀が機動的に動けない制約要因になっていたと考えられる。しかしながら、外国為替市場は、各国・地域の金融政策に大きな影響を受けることになる。もともと政策金利の引き下げ余地が小さく、結果としてB/Sの拡張が限定的であった日本は大幅に円高が進行し、マクロ経済への大きな下押し圧力となった。それが日銀の金融政策に対する慎重姿勢を際立たせる要因となった。

2. 金融政策の決定内容とその後の進捗状況

リーマンショック以降の日銀の金融政策を振り返ってみたい。図表3は、無担保コールレート(オーバーナイト物)の推移と日銀が実施した主な政策を示している。2008年9月に政策金利(無担保コールレート)は0.5%であったが、同年10月末にはそれを0.3%へ、同年12年には0.1%へと段階的に引き下げた。この時点でいわゆるゼロ金利政策となったが、2010年10月には、更なる強化を目指し0~0.1%に変更している。当初より、政策金利は0.5%とバッファーがなく、早い段階でゼロ金利となったことから、その後は、資産の買入れや時間軸を意識した政策に軸足を置くことになった。

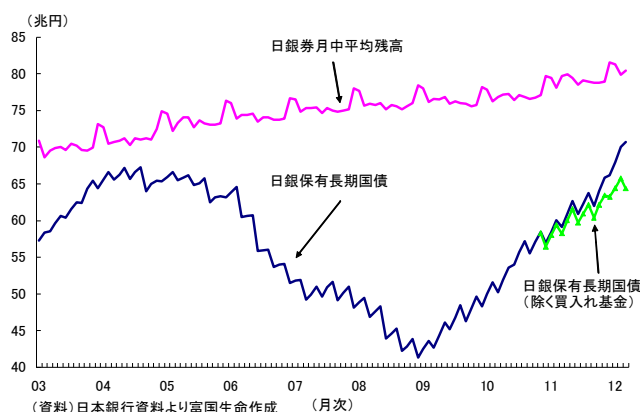
図表3. 日銀の主な金融政策



(1) 長期国債買入れ

それまで月額 1.2 兆円、年 14.4 兆円であった長期国債の買入れについては、2008 年 12 月に月 1.4 兆円、年 16.8 兆円へと増額し、2009 年 3 月には月 1.8 兆円、年 21.6 兆円と年間 4.8 兆円増加している。それにより減少傾向にあった日銀の長期国債保有残高は増加に転じ、その後も着実に残高は積み上がっている。この日銀が保有する長期国債は、日銀券発行残高を上限とする、いわゆる日銀券ルールが適用され、図表 4 は、その 2 つの推移を示している。

図表 4. 保有長期国債と日銀券発行残高

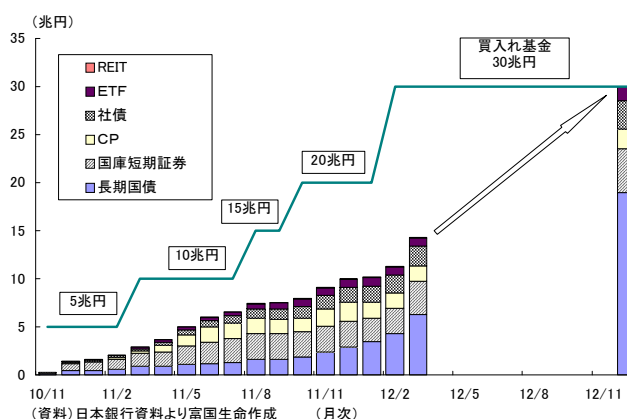


全体の長期国債の保有残高は 2000 年代前半を上回る水準になっているが、日銀券ルールに該当しない買入れ基金分を除くと、今年の 3 月で 64.4 兆円と日銀券発行残高を約 14 兆円下回っている。既に残高の増加ペースはやや鈍化しているが、今後もそのペースは一段と緩やかになる見込みである。日銀が保有する長期国債の平均残存年数を試算¹すると、2011 年度末時点で 4.60 年（基金分を除く）となっており、前年末の 4.93 年に比べ、残存年数は短期化している。特に、残存年数の短い長期国債の残高が増加しており、現時点で保有している残存年数 1 年未満の 17.5 兆円（2010 年度末 12.9 兆円）分は、2012 年度内に償還期限を迎える。日銀券ルールを意識せざるを得ない局面となるには、多少の猶予期間がありそうだ。

(2) 資産買入れ等の基金

一方、資産買入れ等基金における長期国債は急増する見込みである。この基金は包括緩和策の一つとして 2010 年 10 月に創設され、基金の総額は、資産買入れで 5 兆円²、固定金利オペ等で 30 兆円、計 35 兆円程度でスタートしている。リスクテイクの呼び水として、小額ではあるが、毀損の可能性がある上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（REIT）というリスク性資産の買入れに踏み切っている。2011 年 3 月、8 月に各資産は増額されて、その時点で資産の買入れは 15 兆円³となった。その後は、2011 年 10 月、2012 年 2 月に長期国債がそれぞれ 5 兆円、10 兆円増額され、現時点では資産買入総額は 30 兆円となっている（図表 5）。この基金による買入れは 2012 年末を目途に完了するが、各資産の 3 月時点での消化率は社債 69.3%、ETF60.6%、REIT66.2%等、既に 6 割超えとなり、今後の買入れペースは鈍化する見込みである。一方、長期国債は 33.3%にとどまり、今後月 1.4 兆円（2012 年末までの償還分を含めると

図表 5. 資産買入れ等基金の内訳



¹ 日本銀行が保有する各銘柄の保有額と残存年数を加重平均して試算。

² 5兆円の内訳は、長期国債1.5兆円（残存期間1～2年のもの）、国庫短期証券2.0兆円、CP等0.5兆円、社債0.5兆円、ETF0.45兆円、REIT0.05兆円。

³ 15兆円の内訳は、長期国債4.0兆円（残存期間1～2年のもの）、国庫短期証券4.5兆円、CP等2.1兆円、社債2.9兆円、ETF1.4兆円、REIT0.11兆円。

1.5兆円)の買入れが必要となる。従来の買入れ分と併せると国債の買入れ額は2012年末までに30兆円程度の規模に達する。日銀券ルールに縛られないこの基金分の買入れ加速により、みかけ上の日銀のB/Sは拡大基調になると見込まれる。

(3) 時間軸に関する政策

時間軸を意識した政策は段階的に透明性が高まっている。2009年12月に「中長期的な物価安定の理解」を明確化し、その理解は「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」とした。それまでの「0~2%程度の範囲内」の理解から、より具体的な数値が示された。2010年10月には、「理解」はそのままに、「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」と時間軸政策の導入を日銀が明言した。そして、今年2月には、「物価安定の目途」を示し、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるまで金融緩和を推進していくとした。「目途」が英訳では、FRBと同じ表記となるgoalとされたことで事実上のインフレターゲット政策との見方も広がった。それまでの「理解」は、時間軸を示すだけであったが、「目途」としたことで、時間軸効果とともに物価上昇に向けた政策対応が求められることになった。

(4) 成長基盤強化を支援する資金供給

中央銀行として異例の措置を講じたのが、成長分野への資金供給である(2010年6月公表)。これは日銀が、国内において成長基盤強化に資する事業⁴を行う民間企業に対し貸付を行う金融機関へ貸出しするものである。貸付利率が年0.1%、貸付期間が原則1年、最長4年で、上限3兆円の枠でスタートした。日銀が成長分野を見極められるか、元より資金需要がある分野ではないか等の批判はあるが、この資金供給が成長分野に資金が行きわたる呼び水となり、民間金融機関の取り組みを後押しすることを期待したものである。投融資先についても、今年3月に、外貨建ての投融資が対象になるなど広がっており、また、貸付枠も合計5.5兆円の規模まで拡大している(図表6)。

図表6. 成長支援資金供給の内容

	本則	ABL特則	小口特則	米ドル特則
導入時期	2010年6月	2011年6月	2012年3月	
貸付枠	3.0→3.5兆円	0.5兆円	0.5兆円	1兆円相当
投融資先	1,000万円以上の投融資	100万円以上のABL、出資	100万~1,000万円の投融資	外貨建て投融資
貸付期間	借り換えを含め最長4年			
適用金利	年0.1%			市場金利
新規貸付受付期限	2012年3月末→2014年3月末		2014年3月末	
貸付総額 12年3月	2兆9,998億円	891億円	-	

(資料)日本銀行資料より富国生命作成

3. まとめ

リーマンショック後すぐに実質ゼロ金利政策となった日銀は、長期国債の買入れ、時間軸政策、買入れ基金の導入等、様々な政策を実施している。しかしながら、一つの政策が小粒で、結果として、FRBやECBに比べて、その間の金利引き下げ幅やB/Sの拡大は限定的であった。その背景には、日銀が財政ファイナンスを懸念した日銀券ルールへの固執や相対的に安定していた日本の金融システムなどがあつたとみられる。

次回4月27日の金融政策決定会合後には、決定事項とともに展望レポートが公表される。既に日銀は、「目途」導入で従来のフレームワークという殻にひびを入れた。それを破る一步を踏み出すか否かが、一つの試金石と考えている。政府との協調を図りながら、日銀がデフレ脱却に向けて積極姿勢を示せるのか注目している。

(金融市場調査グループ 森実 潤也)

⁴ アジアにおける事業展開、社会インフラ整備、環境・エネルギー、医療・介護・健康関連、観光など、18分野が列記されている。それ以外でも対象となる場合がある。