

## 日本銀行の追加緩和を占う

2016年9月8日

金融アナリスト 久保田博幸

日銀は9月20、21日の金融政策決定会合で「総括的な検証」を公表する。市場ではこの総括的な検証の内容と、検証を受けて何かしらの政策に対する修正があるのか、さらには今後の追加緩和を行う際にどのような手段を講じることができるかについて注目している。

目次

[<1. 総括的な検証とは>](#)

[<2. 想定される日銀の追加緩和手段とは？>](#)

[<3. 為替市場や株式市場への影響>](#)

### <1. 「総括的な検証」とは>

総括的な検証を行うようにと黒田総裁から日銀の企画部門を中心とした執行部に指示が出されたのが7月29日の金融政策決定会合であるが、その後、9月の会合を控え、市場では様々な憶測が飛び交いはじめている。

その中で注目されたのが、9月5日の黒田総裁の講演だ。講演のタイトルはそのものずばりの「金融緩和政策の『総括的な検証』」。

この講演のなかで黒田総裁は「あくまで2%の早期実現のために行う検証ですから、市場の一部でいわれているような緩和の縮小という方向の議論ではありません。」とわざわざ強調していた。

■この講演を通じて今回の検証のポイントとなりそうと思われたのが、「マイナス金利の効果と影響」という点での発言内容である。

「マイナス金利政策は、国債買入れとの組み合わせによって、イールドカーブ全体にわたって国債金利の一段の低下に大きな効果をもたらしました（※参考追記：イールドカーブの起点の金利をマイナスにすることによって、イールドカーブ全体を引き下げた）。

このことは、両者を適切に組み合わせることによって、日本銀行がイールドカーブ全体に影響を与えることができることを示唆しています。この枠組みはきわめて強力であることがはっきりしました。」

---

(ご参考：追記)【イールドカーブとは】

「利回り曲線」とも呼ばれる。縦軸に金利（利回り）、横軸に期間をおき、債券の償還までの残存期間の異なる金利をつないで金利と期間の関係を表す。一般的には長期の金利が短期の金利を上回ることが多いのでカーブの形状は右上がりの曲線となりやすい。

カーブの形状は投資家が予想する将来の金利動向を集約していると考えられ、投資家の経済予測の先行指標ともなりえます。そのためイールドカーブは、金利の予測や債券の価格決定や債券投資の戦略立案などに広く利用されています。

【イールドカーブのスティープ化（右肩上がり化）】

短期金利と長期金利の金利差が大きくなると、イールドカーブの傾斜角度が急な右肩上がりになります。この右肩上がり化がスティープ化と言われます。スティープ化は、たとえば徐々に将来の景気見通しが明るくなるなどの期待によって長期金利が上昇し、短期金利との差が拡大する場合などにおこりやすくなります。今回は日銀の政策により、長期金利の上昇期待を通じてイールドカーブのスティープ化を進める可能性があると考えられています。

---

さらに効果については下記のような説明もあった。

「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ことが窺えます」

「金融機関の貸出態度は引き続き積極的であり、マイナス金利による収益圧迫によって金融仲介機能がかえって悪化するというような事態にはなっていません。」

ただし、それでも懸念材料があることを総裁は示している。「もっとも、これらの点については、留意すべき事項が2つあります。ひとつは、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。そして第2に、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ということです。」

■今回の検証において、ここが大きなポイントとなりうるのではないかと？

つまり、2%の物価目標が達成できない理由を羅列するとともに、評判の悪いマイナス金利政策についての検証を加えてその修正を図るのではないかと思われる。このイールドカーブの形状をどう変えていくかが今回の検証の胆にあたる部分ではない

かと考えられる。

超長期債と呼ばれる20年を超える期間の国債利回りは7月6日に20年債がマイナス0.005%をつけた後、ここがいわば高値（利回りとして最低）となり、じりじりと利回りが上昇していた。その上昇ピッチがここにきて顕著となっていた。その要因として、日銀の総括によって超長期国債の買い入れが減額されるのではとの観測があった。市場はある程度、日銀がイールドカーブの修正を図っているのではないかとの見方も持っていた可能性がある。

それではなぜ日銀が長い金利を上昇させたいのであろうか。正確には低下し過ぎた金利をなぜ修正したいのか、その目的も自ずと浮かび上がる。

日銀のマイナス金利政策で不評となっていたのは何か。ひとつは利ざやの縮小による金融機関への収益への悪影響である。これを手っ取り早く解消する手段はイールドカーブのステープ化となる。つまり超長期の金利を上げることである程度解消される可能性がある。

足元の金利、つまり短いところのマイナス化についてはそのまま放置するか、もしくはいろいろとセーフティーネットをつけた上でのマイナスの深掘りをする事でイールドカーブをさらにステープ化させることも想定しているのかもしれない。

国債利回りのマイナスにより資産運用に大きな支障が出ていた。MMFの償還などがその大きな事例となっていたが、それも多少なり解消させることも意図している可能性がある。

加えて10年債利回りあたりがマイナスからプラスに転じることになれば、そこにあらためて投資家需要も見えてくることになり、国債市場の流動性が回復する期待も出てこよう。

## <2. 想定される日銀の追加緩和手段とは？>

■この総括的な検証を受けて、日銀はどのような軌道修正を図り、追加緩和手段として何が想定できるのかを考えてみたい。

軌道修正の柱となりそうなのが国債のイールドカーブのステープ化であろう

と考えられる。スティープ化には足元金利のさらなる引き下げの選択肢に入る。金融機関の収益に悪影響がでないようにセーフティーネットも構築した上での、マイナス金利の深掘りは選択肢として残る。量については超長期について微修正を行う可能性があるが、全体の量の変化はなく、ターゲットにレンジを設けるなどしてフレキシブルな国債買入に修正し、見た目では量が増えているかのような工夫を凝らす可能性がある。

それ以外のアイデアとしては、日銀が金融機関に資金を供給する貸出支援基金にマイナス金利を適用することや、外債購入なども選択肢に入るかもしれないが、いずれもあまり現実的ではない。貸出支援基金にマイナス金利を適用すると金融機関も貸出金利のマイナス化が要求される懸念がある。外債購入は為替操作と認識されるとそれは財務省の管轄であるとともに、米国からの批判を受けることも目に見えている。

このように今回の検証で日銀は、少しでも追加緩和余地を拡げようとするかもしれないが、むしろ量・質・金利ともに限界が近いことを示すことになる可能性もありうる。債券市場ではイールドカーブの修正は好感するとみられるが、それはつまり債券相場の調整も意味することで、金融機関は運用益の減少となる懸念がある。

### <3. 為替市場や株式市場への影響>

為替市場や株式市場がどのような反応を示すのかは予想しづらいが、強力な追加緩和の可能性は想定できない以上、日銀の追加緩和期待での円安・株高はあまり期待できないのではなかろうか。これは ECB（欧州中央銀行）も同様であり、結果として日銀や ECB の追加緩和の行方より、9月20・21日（日本時間9月21・22日）に FOMC が予定されている米国、FRB（連邦準備制度）の正常化の行方の方が市場における焦点になりやすいように思われる。



#### （著者紹介）

フリーの金融アナリスト。1996年に債券市場のホームページの草分けとなった「債券ディーリングルーム」を開設。  
幸田真音さんのベストセラー小説『日本国債』の登場人物のモデルともなった。日本国債や日銀の金融政策の動向分析などが専門。  
主な著書として「日本国債先物入門」パンローリング、「債券の基本とカラクリがよーくわかる本」秀和システム、「債券と国債のしくみがわかる本」技術評論社など多数。

**!** 株式、債券、金利、為替、REIT等、マーケットの変動がその価格等に影響を及ぼす金融商品を購入する際は、必ず個別金融商品の商品説明書等をご覧・ご確認いただき、マーケットの動向以外に、各金融商品にかかる元本割れなどの固有のリスクや各種手数料についても十分ご確認いただいた上でご判断ください。

**!** 本稿は、執筆者が制作したもので、新生銀行が特定の金融商品の売買を勧誘・推奨するものではありません。

- ・本資料は情報提供を目的としたものであり、新生銀行の投資方針や相場観等を示唆するものではありません。
- ・金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、お客さまご自身の責任と判断でなさるようお願いいたします。
- ・上記資料は執筆者が各種の信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を新生銀行が保証するものではありません。