

2021年3月29日 全6頁

「3月点検」のマクロ経済への含意

将来の経済ショックへの具体的な対応策が見えたことが最大の収穫

経済調査部 エコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 日本銀行は3月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」を公表し、そこで示された分析結果を反映する形で金融政策の変更を行った。今回の「点検」における政策の変更は、長短金利の低下余地を拡大させることで、金融緩和の持続性の強化に繋がったと概ねポジティブに評価できる内容である。
- 今回の金融政策の変更におけるポイントとして、貸出促進付利制度の導入によりマイナス金利の深掘りを通じた金融緩和の余地が拡大したこと、及び追加緩和のオプションが増加したことが挙げられる。貸出促進付利制度の導入は、2%の物価安定目標はもちろん、日本銀行がその時々直面する課題に対して一層柔軟な政策対応を取ることを可能にする。
- 一方、日本銀行による金融政策が財政政策の領域へと一層踏み込むことになるリスクには警戒が必要だ。特定の政策目的を支援するために貸出促進付利制度が利用されるようになれば、物価安定目標に資する可能性はあるものの、財政政策としての色合いが濃くなる。日本銀行が2%の物価安定目標の達成のために政府と一体となって取り組むことは2013年1月のアコードで表明されているが、貸出促進付利制度を通じて金融政策と財政政策との垣根が一段と低くなる可能性がある。

貸出促進付利制度の導入でマイナス金利を深掘りする際の副作用を緩和

日本銀行は3月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、3月点検)を公表し、そこで示された分析結果を反映する形で金融緩和政策の変更を行った。変更点は多岐にわたるが、大きくは、①長短金利操作に関わる変更、②ETF等の買入れに関わる変更、の2つに整理される。

①の短期金利に関連する部分では「貸出促進付利制度」が導入された。詳細は後述するが、現在はマイナス圏にある短期金利が一段と引き下げられると、それに連動するように特定の資金供給の残高に対する付利が引き上げられ、金融機関の受取利子が増加する制度である。また、長期金利に関わる部分では、長期金利の変動幅を±0.25%の範囲とすることが明確化された。さらに、「連続指値オペ」という新たなオペレーションが導入された。従来の指値オペを連続して行い、これを事前にアナウンスすることで、金利の上昇圧力に対して一層の抑制効果が期待されている¹。

②に関しては、ETFの年間12兆円の買入上限は維持されたものの、6兆円の年間買入れペースの目安が削除されたほか、買入れ対象がTOPIXに連動するものに限定される等の修正が行われた。

図表1：「3月点検」を踏まえた政策変更の主な内容

長短金利操作	短期金利操作	✓ 「貸出促進付利制度」によるマイナス金利深掘りの際の副作用緩和
	長期金利操作	✓ 長期金利の変動幅を±0.25%の範囲にすることを明確化 ✓ 「連続指値オペ」導入による長期金利の上昇抑制
円購入	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 「6兆円」の買入れペースの目安を削除 ✓ TOPIX連動型のETFに限定して購入 	

(出所) 日本銀行資料より大和総研作成

貸出促進付利制度の概要

貸出促進付利制度は、特定の資金供給の残高に付利することで民間金融機関に貸出を促すものであり、その最大の特徴は付利の水準が短期政策金利に(逆)連動して変化する点にある。同制度には3つのカテゴリーがあり、カテゴリーIIには短期政策金利の絶対値が、カテゴリーIにはカテゴリーIIよりも高い金利が、そしてカテゴリーIIIにはカテゴリーIIよりも低い金利が設定される。日本銀行がマイナス金利をさらに引き下げると、カテゴリーIIの適用金利は短期政策金利と正反対に引き上げられ、少なくともカテゴリーIへの適用金利の下限も上昇する。

¹ 詳細は、中村文香「[日銀の付利制度が高める金融政策の実効性](#)」(2021年3月24日、大和総研レポート)。

この結果、金融機関の受取利子が増加するため、同制度はマイナス金利の深掘りによる金融機関への悪影響を緩和することが期待されている。

より具体的なイメージを持つために、短期政策金利が現行の▲0.1%から▲0.25%に引き下げられる場合に各カテゴリーの金利（の範囲）がどのように変動するかを考えよう。まず、カテゴリーⅡへの付利の水準は▲0.25%の絶対値である+0.25%に設定される。次に、カテゴリーⅡの金利を基準として、カテゴリーⅠ及びⅢへの付利の水準が決定される。カテゴリーⅠに関しては、カテゴリーⅡ（+0.25%）よりも高い金利が設定されるが、引き上げ幅は事前に定められていない。現在は+0.2%の金利が+0.3%となることも、+0.5%となることも考えられる。一方、カテゴリーⅢについては設定され得る付利の上限が引き上げられただけで、下限に変更はない。このため、現行の0%という金利が維持される可能性も、+0.25%に満たない範囲（例えば+0.1%）で付利の水準が引き上げられる可能性もある。

図表 2: 「貸出促進付利制度」の概要

	カテゴリーⅠ	カテゴリーⅡ	カテゴリーⅢ
対象資金供給	コロナオペ（プロパー分）	コロナオペ（プロパー分以外）	貸出支援基金・被災地オペ
付利水準の決定方法	カテゴリーⅡより高い金利	短期政策金利の絶対値	カテゴリーⅡより低い金利
現在の付利水準	+0.2%	+0.1% (短期政策金利▲0.1%の絶対値)	0%
短期政策金利が▲0.25%に引き下げられた場合の付利水準	+0.25%より高い金利 (例:+0.5%等)	+0.25% (短期政策金利▲0.25%の絶対値)	+0.25%より低い金利 (例:0%、+0.1%等)

(出所) 日本銀行資料より大和総研作成

「3月点検」のマクロ経済へのインプリケーション

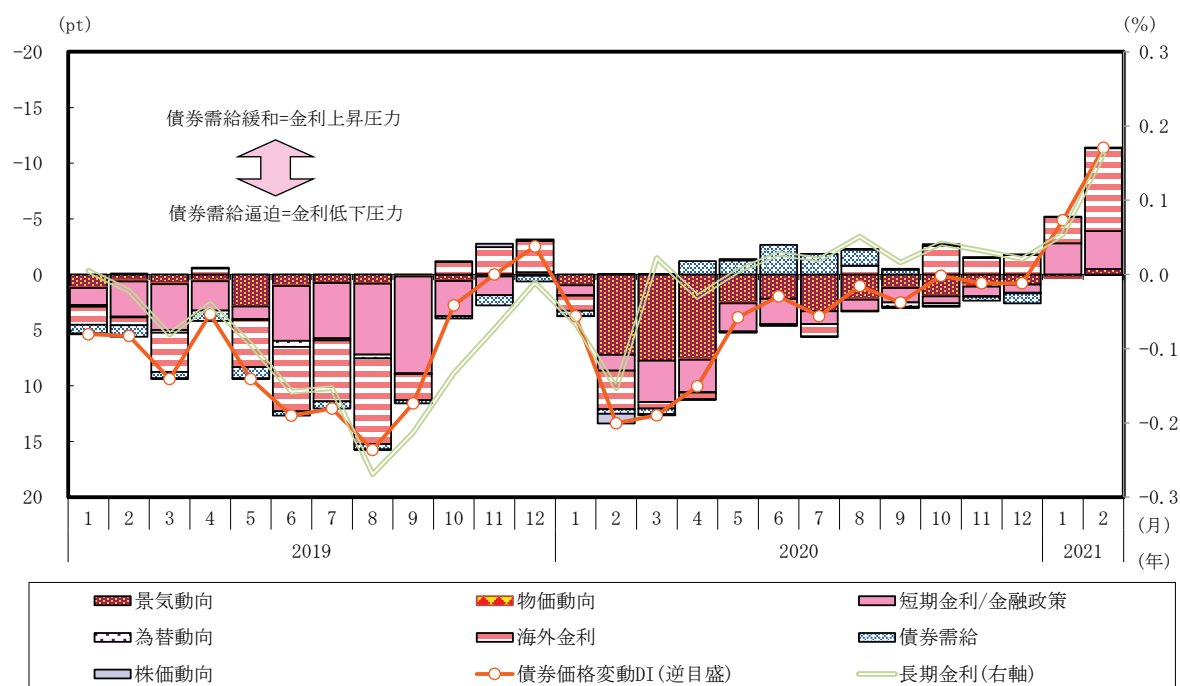
貸出促進付利制度の3つのポイント

ポイント①：利下げ余地の拡大で外生的ショックへの耐性も向上

「3月点検」を経て、マイナス金利の深掘りに対する具体的な対応が取られた意味は大きい。これまではマイナス金利の副作用への対応が十分でなかったことから、市場関係者の間では日本銀行はマイナス金利をさらに引き下げることができないとの見方もあった²。今回の貸出促進付利制度の導入により、市場では日本銀行が追加緩和する際の選択肢として利下げがあると認識されるようになるだろう。

図表3は債券市場関係者へのアンケートを指数化したもの(債券価格変動DI)と長期金利の推移を比較したものである。債券価格変動DIの変動要因を見ると、2021年に入り米国の長期金利の上昇が「海外金利」要因として債券価格の下落(=金利の上昇)に寄与した。加えて「短期金利/金融政策」要因も債券価格の下落要因として働いている。3月に入ってもこれらの要因が長期金利を押し上げているとみられるが、今回の点検で長短金利の引き下げ余地が拡大したことで、今後起こりうる一層の長期金利上昇圧力や「有事の円買い」等の外生的なショックへの耐性が高まったといえよう。

図表3：債券価格の変動要因と長期金利の変動



² 日本銀行が公表した文章でも「市場参加者の間では、追加緩和手段として長短金利の引き下げを意識しない理由に、金融仲介機能への影響を挙げる向きが多いが、本制度により、金融仲介機能への影響に配慮しつつ、より機動的に長短金利の引き下げを行うことが可能となる」との記述があり、こうした見方を日本銀行は強く意識していたとみられる。

ポイント②：追加緩和のオプションが増加

貸出促進付利制度における各カテゴリーへの付利の水準と、対象となる資金供給は金融政策決定会合で決定される。このため、日本銀行はマイナス金利の引き下げ以外にも、カテゴリー I の金利水準の引き上げや、各カテゴリーの対象となる資金供給の範囲の拡大などを通じて貸出の増加を促す（結果として金融緩和の効果を高める）ことが可能となる。

現在はカテゴリー I の対象に新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション（コロナオペ）（プロパー分）が、カテゴリー II の対象にコロナオペ（プロパー分以外）が設定されており、危機対応の信用緩和に主眼を置いた資金供給がこれらのカテゴリーに分類されている。今後、新型コロナウイルス感染症の拡大が収束に向かい、経済・金融市場における主たる課題が 2% の物価安定目標の達成へと回帰すれば、これに資する資金供給がカテゴリーの対象に設定されることも予想される。このように貸出促進付利制度の導入は、2% の物価安定目標はもちろん、日本銀行がその時々直に直面する課題に対して一層柔軟な政策対応を取ることを可能にする。

ポイント③：財政政策の領域に一層踏み込みかねないリスク

日本銀行の追加緩和オプションの増加は貸出促進付利制度の導入のメリットである半面、同制度の活用により日本銀行が財政政策の領域へと一層踏み込むことになるリスクがある点に留意が必要だ。前述したように各カテゴリーの対象となる資金供給は金融政策決定会合で決定されるが、特定の政策目的を支援するためにこの資金供給が利用されるようになれば、物価安定目標に資する可能性はあるものの、財政政策としての色合いが濃くなる。また、各カテゴリーへの付利の引き上げは金融機関への補助金としての性質を持つ。日本銀行が 2% の物価安定目標の達成のために政府と一体となって取り組むことは 2013 年 1 月のアコード³で表明されているが、貸出促進付利制度を通じて金融政策と財政政策との垣根が一段と低くなる可能性がある。

今回の金融政策の変更は円安の進行をもたらす可能性

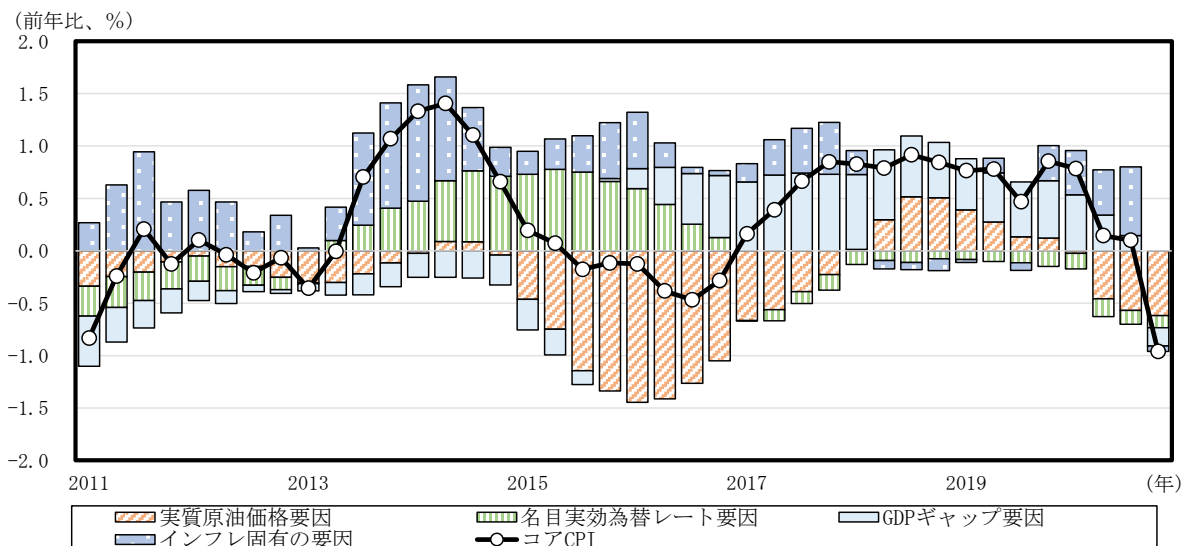
「3 月点検」を経た日本銀行の金融緩和余地の拡大は、Fed との金融政策のスタンスの違いを明確にした。足元では、Fed が長期金利の上昇を一定程度許容する一方、日本銀行が長期金利の変動幅を限定していることから、日米の金利スプレッドは拡大している。この状況下では「3 月点検」の副次的な作用として、いわば受動的な形で円安が進む可能性がある。

円安はコア CPI を押し上げる方向で作用することはもちろん、その効果も一定程度持続する。**図表 4** は、日本銀行が 2016 年の「総括的な検証」の際に用いた分析（川本・中浜、2016）を参考にし、コア CPI 上昇率を分解したものである。2013 年以降の円安局面では、「名目実効為替レート」によるショックがコア CPI 上昇率を押し上げて、その効果は 2017 年ごろまで確認された。

³ 内閣府、財務省、日本銀行「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」（平成 25 年 1 月 22 日）

このように円安ショックは物価への影響が一定期間にわたり残存することを勘案すると、足元で進行する“受動的な”円安が製造業を中心に实体经济を改善させることで、先行きの物価の押し上げに寄与するとみられる。

図表 4：コア CPI 上昇率のヒストリカル分解



(注) 実質原油価格、名目実効為替レート、GDPギャップ、コアCPI(除く消費税等)を用いて算出。推計期間は、1984年7-9月期から2020年10-12月期。

(出所) 日本銀行、総務省、Haver Analyticsより大和総研作成

しかし、為替や原油といった項目が一時的に物価を押し上げて、これらの項目が恒久的に物価を押し上げ続けることは不可能であり、より本質的には2%のインフレ期待の定着がカギとなる。日本銀行の分析で示されたように日本では適合的期待の影響が強いのであれば、長期間にわたりインフレを経験することで企業の賃金や価格の設定行動を変化させていけるかが重要となる。今回の点検を経た新たな金融政策は短期的に物価を押し上げる効果が大きく向上したわけではなく、その持続性の強化に主眼を置き、長期にわたり物価を下支えできる制度を整えたことで、こうした行動変化を促し続けることを企図しているものと理解できよう。

【参考文献】

川本卓司・中浜萌(2016)『総括的検証』補足ペーパーシリーズ(4):なぜ2%の『物価安定の目標』を2年程度で達成できなかったのか?-時系列分析による検証-、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.16-J-13.