

金融の緩和度合いを何で測るか

政策金利以外の構成要素にも要注目

調査部 経済調査チーム
主席エコノミスト

河田 皓史
080-2074-8973
hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

- 日銀の政策運営を占う上では「金融環境の緩和度合い」が重要。金融環境の構成要素としては、金利が最も重要だが、金利が全てというわけではない
- 間接金融については、量・金利・アベイラビリティのいずれも緩和的。直接金融も緩和的だが、その緩和度合いはこのところ幾分低下しているように見える
- 日銀の情報発信が市場予想をガイドするうえで有効に機能していないことが直接金融の環境にネガティブな影響を与えている面も。日銀のコミュニケーション改善も必要

1. 「金融緩和の度合い」は何によって規定されるのか

日本銀行の金融政策運営に対する関心が高い状態が続いている。今年に入ってからの日銀の政策運営は、ややタカ派的であった印象がある。初回の利上げ（3月のマイナス金利解除）、2回目の利上げ（7月の0.25%への利上げ）のいずれも、平均的な民間予想より幾分早かったほか、7月会合後の総裁記者会見では「経済・物価がオントラックで推移すれば淡々と利上げを続ける」という趣旨の、（当時の市場予想対比で）明確にタカ派的な発言があった。その後の金融市場混乱等を受けて「金融市場の安定」（あるいは米国経済の不透明性低下）という留保条件が追加されたものの、「オントラックなら利上げ」という基本姿勢は今なお維持されている模様である。

この「オントラックなら利上げ」について、7月展望レポートの基本的見解では「以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と記述されている。つまり、「金融緩和の度合い」を変化させるために、「政策金利」を操作するわけである。

このとき、「金融緩和の度合い」と「政策金利」とはどういう関係にあると考えるべきだろうか。3月の「枠組み見直し」およびそれ以降の決定会合において、日銀は国債買入れやリスク資産（ETF、REIT、CP、社債）の買入れを政策手段からほぼ外したため、現状では日銀が操作可能な変数は「政策金利」（無担保コール0/N物）だけである。したがって、「金融緩和の度合い」に働きかける手段は「政策金利」しかないため、中立金利の水準を所与とすれば、「金融緩和の度合い」は専ら「政策金利」によって決まるようにも思える。

ただし、これは「日銀が能動的に操作可能な変数」にのみ焦点を当てた議論となっていることに留意する必要がある。すなわち、日銀は毎回の決定会合で「金融環境」についての基調判断を行っている¹が、金融環境の構成要素は政策金利だけでなく、多岐にわたる（図表1）。そして、「金融環境は政

策金利だけで決まるわけではない」ことは、過去の日銀の情報発信からも窺える。例えば、4月展望レポートのBOX5には「金融緩和度合いは、金利動向以外の要素、例えば、銀行の融資姿勢や信用リスクプレミアムといった資金調達環境や、株価や為替などの金融市場の動向などによっても変わりうる」という記述がある。8月の内田副総裁講演において「金融市場の安定」という留保条件が追加されたことは、こうした考え方の延長線上にあるものとみなすこともできるわけである。

前述の通り、現在の枠組みで日銀が操作可能な変数は（短期）金利だけであることを踏まえれば、「金利面での緩和度合い」が最も重要であることは間違いない。この点、記者会見におけるメディアからの質問が「中立金利（あるいはその構成要素である自然利子率＜ r^* ＞）の水準をどうみるか」に集中しているのは自然である。日銀も「金融環境とは必ずしも金利だけではない」ことをそれほど積極的には言っていない印象がある。ただし、「金融緩和の度合いを何によって評価するか」という「ゲームのルール」を決めるのは結局のところ日銀であり、今後の金融経済情勢の展開によっては、「金融緩和度合いとは必ずしも（短期）金利だけで決まるものではない」ことが強調されるようになる可能性もなくはない。もともと日銀は政策運営を単一の指標に紐づけられることを嫌う傾向がある²ので、そのような形で「総合判断」色を強めながら政策運営面でのフリーハンドを確保しようとする可能性は相応にある。本稿では、そうしたスタンス変化のリスクに備えて、金融環境を構成する変数の現状と先行きについて考えてみたい。

図表1 「金融環境」の構成要素（の一部）

カテゴリ	指標（大分類）	指標（小分類）	備考
金利	短期金利	無担保コールレート（O／N）	現在の政策金利
		レポレート（O／N）	
		短国利回り（3M）	
		TIBOR（3M）	
	実質金利	1年	インフレ予想は「合成」
	貸出金利	短期	新規約定平均金利
		長期	新規約定平均金利
	CP発行利回り	3M、a-1格以上	
	社債発行利回り	AA格	
アベイラビリティ	金融機関の貸出態度	大企業	短観
		中小企業	短観
	CP発行環境	大企業	短観
	企業の資金繰り	大企業	短観
		中小企業	短観
資金調達量	銀行貸出残高		
	CP・社債発行残高		
マネー	マネーストック		

（注）2024年7月展望レポート（背景説明）に掲載されている指標（本文中で言及のある指標も含む）

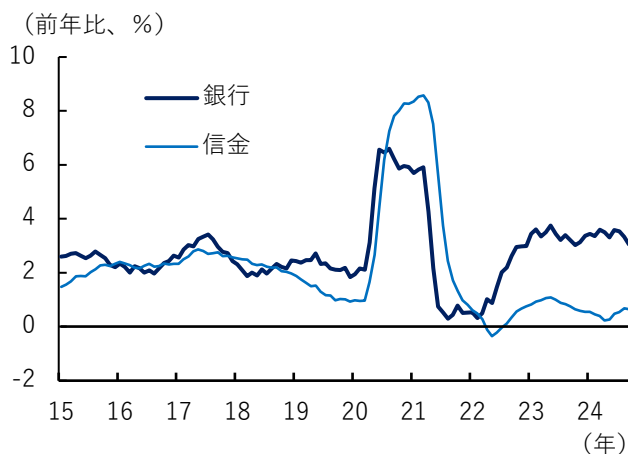
（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2. 金利面以外も総じて緩和的だが、直接金融の緩和度合いは幾分低下

間接金融と直接金融に分けて状況をみてみよう。最初に間接金融（金融機関貸出）の状況について確認する。まず、貸出量は増加している（図表2）。特に、銀行貸出は前年比+3%台の高い伸びとなっている。展望レポート（背景説明）の記述によれば、「経済活動の回復や企業買収の動き」により企業の資金需要が高まることで、貸出が増加しているとの評価になっている。確かに、インフレもあって名目GDPはこのところ右肩上がり成長しているので、それにつれて運転資金需要は高まっているはずである。加えて、在庫の増加傾向³も運転資金需要の押し上げにつながっているとみられるほか、名目ベースの設備投資計画も高水準なので、設備資金需要もそれなりにはあるのだろう。

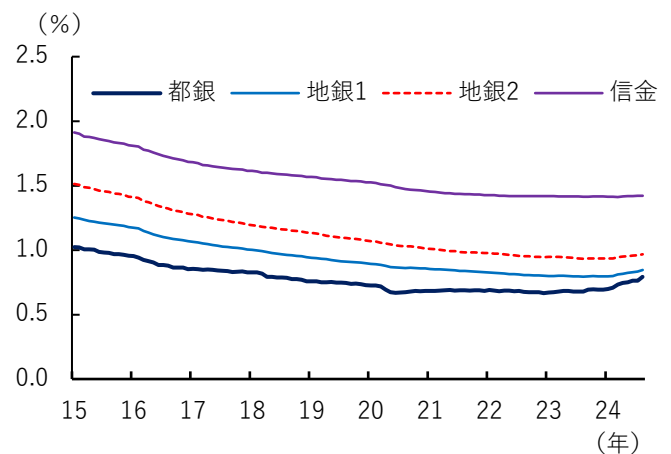
貸出金利（ストックベース）は、ベースレートの上昇を受けて、都銀や地銀1（地銀協会員行）を中心に足元上昇しているが、なお低水準である（図表3）。アベイラビリティ（外部資金の調達のしやすさ）について、短観の「貸出態度判断DI」をみると、緩和的な水準となっている（図表4）。

図表2 貸出量



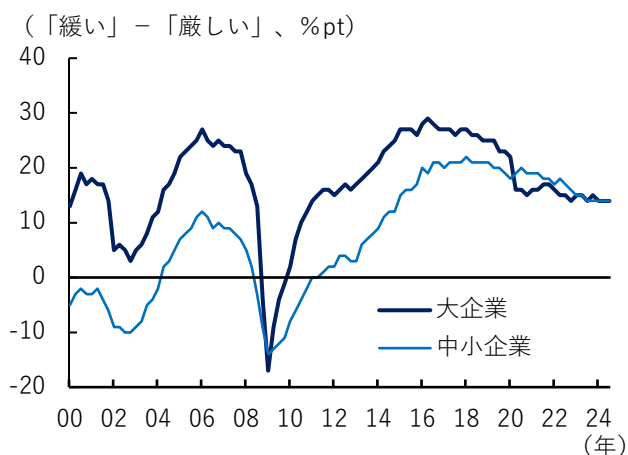
(注) 平残ベース
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 貸出金利



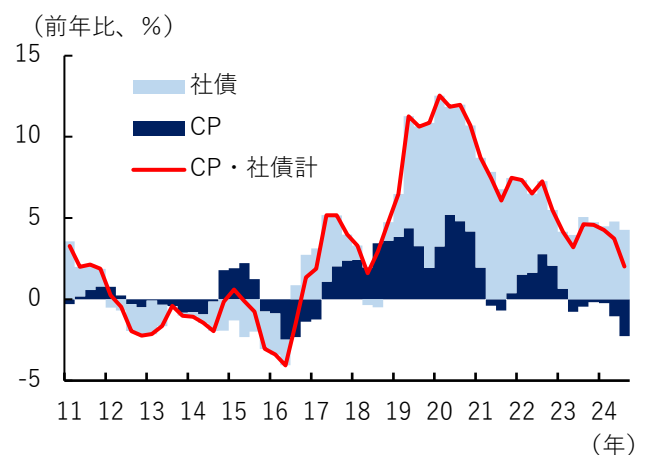
(注) 約定平均金利のストックベース・総合
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 貸出態度判断DI



(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表5 CP・社債発行残高



(注) 金融機関発行分を含む
(出所) 日本証券業協会、証券保管振替機構より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

以上をまとめると、間接金融の環境は十分に緩和的と評価できるだろう。先行きも緩やかなインフレが定着していく中で名目GDPの増加トレンドが維持される可能性が高く、そうしたもとで資金需要は引き続き増加していくことが見込まれる。金融機関の貸出態度が緩和的であることを踏まえれば、マクロ経済環境やマーケット動向に著変がない限りは、こうした資金需要の高まりに対応する形で貸出量の増加が続く可能性が高いだろう。新規貸出金利はベースレートの上昇からラグを伴いつつ上昇していくことが見込まれるが、ストックベースの金利上昇ペースは緩やかにとどまるとみられる。

次に、直接金融（CP・社債）の状況について確認する⁴。CP・社債の発行残高は増加が続いているものの、CPを中心にこのところ増勢が鈍化している（CP単独では前年比マイナス転化）（図表5）。CPの発行減については、近い将来の利上げ観測を背景に投資家の様子見姿勢が強まっており、発行体との間でレートが目線が合いにくくなっていることなどが影響している模様である⁵。

CP・社債金利は上昇している。利上げ等によるベースレートの上昇を反映した部分も大きいですが、社債については、2022年半ば以降スプレッド拡大が定着しているようにも見える（図表6、7）。現在は、マイナス金利政策のもとで一部に定着した「絶対値プライシング」から「スプレッドプライシング」への回帰が進む移行期にある⁶ほか、日銀の社債買入れがテーパリングの過程に入っていることもあり、一時的にスプレッドの目線が定まりづらくなっている面もあると思われるが、いずれにせよスプレッド拡大が続いていることは金融環境の評価という点ではマイナス材料である⁷。直接金融のアベイラビリティについて、短観における「CP発行環境DI」をみると、このところ低下傾向を辿っており、CPによる短期資金調達が以前ほど簡単ではなくなっていることが示唆される（図表8）。

以上をまとめると、直接金融の環境も緩和的という評価で基本的には問題ないと思われるが、量・金利・アベイラビリティのいずれの面でも緩和度合いが幾分低下しているように窺われる。日銀の利上げペースやターミナルレートについて市場コンセンサスが形成されないもとで、投資家と発行体のレート目線が合いづらい状況はしばらく解消されず、「緩和度合いが幾分低下した状況」は今後も継続する可能性が高いと筆者はみている⁸。

図表6 社債金利（AA格、5年債）



（出所）INDB、日本証券業協会より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表7 社債スプレッド（AA格、5年債）



（注）AA格の5年債利回りからJGB5年利回りを差し引いたもの
（出所）INDB、日本証券業協会、財務省より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

3. 日銀のコミュニケーション改善も必要

直接金融の緩和度合い低下については、投資家と発行体の金利目線が合いづらくなっていることによる部分も大きく、その背景には日銀のコミュニケーションの問題があると考えられる。すなわち、日銀以外の主体にはリアルタイムで観測できない「基調的な物価上昇率」という独自概念を政策運営のコアに位置づけたり、中立金利（自然利子率）に関する議論を回避したりしてきたがゆえに、先行きの金利パスに対する市場コンセンサスが形成されにくくなり、それが直接金融の環境に好ましくない影響を与えているように見受けられる。直接金融市場において意図せざる引き締め効果を発生させないためにも、日銀のコミュニケーション改善が期待される。

[参考文献]

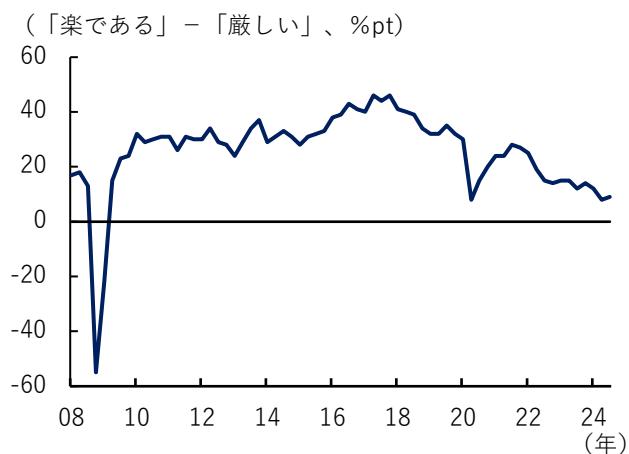
長田充弘・中澤崇（2024）「期間構造や予測力からみたインフレ予想指標の有用性」、日銀レビュー、2024年5月2日

落香織・長田充弘（2023）「わが国における社債発行スプレッドの動向」、日銀レビュー、2023年9月27日

河田皓史（2024）「在庫のある世界—高水準の在庫がもたらす強み・弱みとリスク—」、みずほインサイト、2024年8月19日

日本証券経済研究所（2024）「図説 日本の証券市場 2024年版」、2024年3月

図表 8 CP 発行環境 DI



(注) 大企業

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 9 合成予想物価上昇率（10年後）



(注) 作成方法の詳細は長田・中澤（2024）を参照。家計（生活意識に関するアンケート調査<量的質問・質的質問>）、企業（短観）、専門家（コンセンサス・フォーキャスト、QUICK調査、インフレスワップ）による年限別インフレ予想を用いて作成。2024/1Qまでのデータは長田・中澤（2024）と同じもの。2024/2Q以降は筆者による推計値（再現不可能な部分については、代替的な手法で対応）

(出所) 長田・中澤（2024）、日本銀行、Bloomberg、QUICK月次調査<債券>、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

-
- ¹ 直近の基調判断は「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」となっている。
- ² 「基調的な物価上昇率」というファジーな概念を政策のキー変数にしたり、中立金利（あるいは自然利子率）の水準に関する議論を回避し続けたりすることはその表れと言える。
- ³ 在庫増加については、河田（2024）を参照。
- ⁴ エクイティファイナンスも直接金融に含まれるが、展望レポートではエクイティファイナンスの動向に関する評価がなされていないため、本稿でも考察を割愛する。
- ⁵ 詳細については、短資会社の月次レポートなどを参照されたい。
- ⁶ 絶対値プライシングやスプレッドプライシングについては、例えば、日本証券経済研究所（2024）を参照。
- ⁷ 2023 年半ば頃までの社債スプレッドの動向については、例えば、落・長田（2023）を参照。
- ⁸ 一方、間接金融・直接金融を問わず実質金利に影響するインフレ予想が上昇基調で推移していることは好材料である。筆者の推計では、合成予想物価上昇率（10 年後）は直近 2024/3Q に 1.6%程度となっている（図表 9）。

【PR】YouTube[®]動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」は Google LLC の登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QR コードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。