

危機感を強める日銀

早ければ1月会合で追加緩和の可能性

市場調査部上席主任エコノミスト

野口雄裕

03-3591-1249

takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

- 日銀が1月8日に発表した「金融政策決定会合における主な意見」を踏まえると、昨年12月の会合で導入を決定した量的・質的金融緩和補完策の狙いは政策への信認維持にあると考えられる
- 今次補完策により日銀の国債買入れは2018年まで持続可能と試算される。更なる年限長期化の鍵を握るのは生保の国債保有動向だが、国債買入れが財政ファイナンスとの見方を強める懸念も
- 日銀は春先の賃金交渉の行方を注視している。中国経済の下振れ懸念などから為替相場が円高地合いでの推移が続く中、早ければ1月の金融政策決定会合で追加緩和が行われる可能性がある

1. 12月会合で発表された量的緩和補完措置の狙いは政策への信認維持

日銀は1月8日に「（12月）金融政策決定会合における主な意見」を発表した。1月から金融政策決定会合の運営が見直され、会合の開催頻度が年14回から8回に減少することに伴い、決定会合の約1カ月後に公表される議事要旨より早期に決定会合での主な意見を公表するものである。今回公表された「金融政策決定会合における主な意見」を踏まえると、12月の金融政策決定会合で導入を決定した量的・質的金融緩和補完策の狙いは政策の持続性を高め、政策への信認を維持する点にあると考えられる。

12月17・18日の金融政策決定会合で発表された補完措置は、量的・質的金融緩和のもとでの資産買入れをより円滑に進めるための施策と、金融緩和の効果を企業部門など実体経済により効果的に浸透させる施策で構成されている（図表1）。

図表1 量的・質的金融緩和を補完する諸措置

1. 設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート

新たなETF買入れ枠の設定	・新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れ
成長基盤強化支援供給の拡充	・資金使途に「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加
貸出支援基金等の延長	・各種貸出支援策の受付期間を1年延長

2. 「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置

日銀適格担保の拡充	・住宅ローン債権を信託等の手法を用い一括して担保として受け入れることを可能とする制度の導入 ・外貨建て証書貸付債権を適格担保に追加
長期国債買入れの平均残存年限長期化	・平均残存期間を7～10年から7～12年に長期化
J-REITの買入れ限度額引き上げ	・銘柄別の買入れ限度額を発行済投資口の総数の5%以内から10%以内に引き上げ

（資料）日本銀行等より、みずほ総合研究所作成

資産買入れを円滑に遂行するための措置としては、買入れ対象の長期国債の平均残存年限長期化や、日銀適格担保の拡充などが盛り込まれた。いずれも現行の量的緩和策の持続性を高めるうえで必要な措置である。日銀は保有残高が年間80兆円増加するペースで国債を買っているが、金融機関が担保需要などで一定の国債保有残高を維持する必要があることなどから、市場では国債買入れが早晩困難になるとの見方が強まっていた。日銀の月次国債買入れを年限別に見ると、期間10年以下のゾーンは月次国債発行額に匹敵する買入れを行っているものの、10年超は2.2兆円と、月次国債発行額（2.7兆円）を下回っており、買入れ拡大の余地があると考えられる（図表2）。買入れ余地がある超長期ゾーンの国債買入れ額を増額することで、政策の持続可能性が高まるだろう。「金融政策決定会合における主な意見」によると「現在は、金融緩和の後退との印象を与える決定は適切ではなく、日本銀行が目標達成のための手段を有し、かつそれを実施する意思があることを示すことを最優先すべき」との発言が見られる。決定会合で3人の政策委員が現状の買入れ年限でも運営可能であるとの理由で反対した点を踏まえると、政策の持続性のみならず、国債買入れ額の拡大を含めた政策対応が可能であることを市場に示す狙いも垣間見える。日銀の国債保有増加ペースは年80兆円に維持されているが、保有国債の償還増から2016年の国債買入れ額は120兆円と前年比10兆円増加する見通しとなっている。会合後に国債利回りは超長期ゾーンを中心に低下し、イールドカーブはフラットニングしている（図表3）。10年国債利回りは0.2%台前半での推移となっている。

2. 今次補完策により量的・質的金融緩和は2018年まで持続可能との試算

今般の補完策を踏まえた2016年1月以降の日銀による国債買入れ、2016年度以降の国債発行見通しを踏まえると、日銀は2018年まで国債買入れを継続することが可能との試算結果となる。

次頁図表4は日銀が現状のペース（年間80兆円純増）で長期国債の買入れを進めると想定した場合の、日銀以外の民間投資家の国債保有額の見通しを試算したものである。国債発行残高に占める日銀の保有割合は2020年に70%台に到達する。日銀を除く民間投資家の国債保有額は、日銀の国債保有増加に伴い減少していく。金融機関に担保需要などで一定額の国債保有ニーズがあることを踏まえると、

図表2 日銀の年限別国債買入れ額

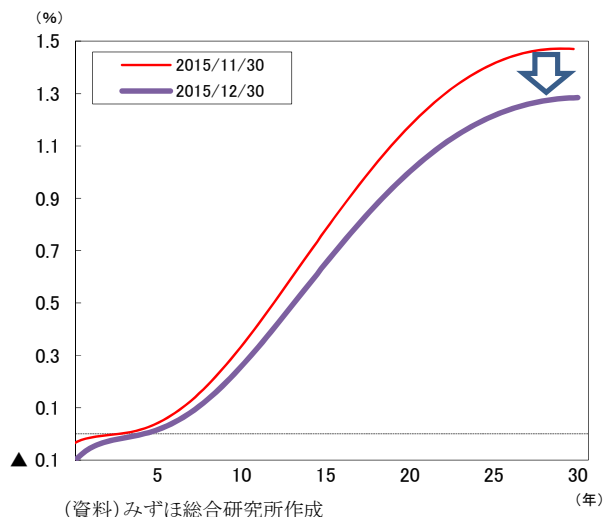
(兆円)

残存期間	月間 合計額	月平均 国債発行額	日銀購入 割合
1年超5年以下	4.9	4.7	105%
5年超10年以下	2.7	2.6	103%
10年超	2.2	2.7	81%
合計	9.8	10.0	98%

(注) 国債発行額は2016年度ベース。流動性供給入札の年間発行額については5年超10年以下で2.4兆円、10年超で7.2兆円と想定。

(資料) 日銀より、みずほ総合研究所作成

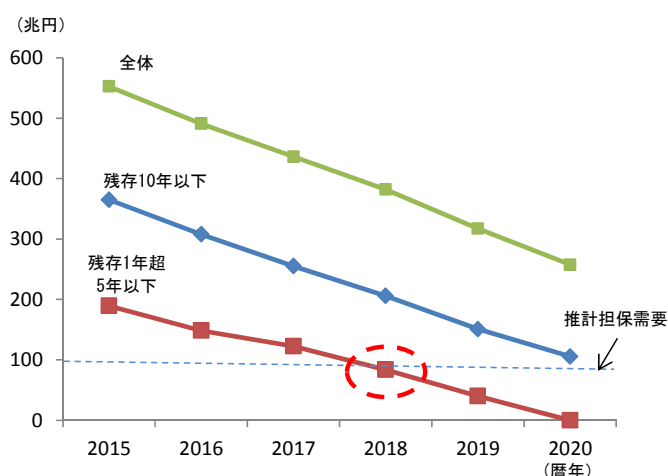
図表3 イールドカーブの変化



2020年より前のタイミングで国債買入れが困難となる可能性が出てくる。金融機関が担保需要のため保有する国債は残存年限が短いものが中心と考えられる。本試算では残存期間が1年超5年以下の民間国債保有残高は2020年にゼロになる。国債の担保需要がどの程度あるかは明確ではないが、短期金融市場取引残高（2015年末：レポ市場107兆円、有担保コール市場17兆円、対日銀取引35兆円）及び店頭デリバティブ取引残高（2014年末：54.3兆ドル）などを踏まえると、最大136兆円程度の担保残高が必要と試算される¹。日銀適格担保の拡大により対日銀取引残高35兆円分について国債以外の資産が担保として充当されとしても、最大100兆円程度は担保として必要になる可能性がある。本試算によると、残存期間が1年超5年以下の民間国債保有残高は2018年に100兆円を下回る。2018年以降は、国債買入れを円滑に行うことが困難となる可能性を示している。

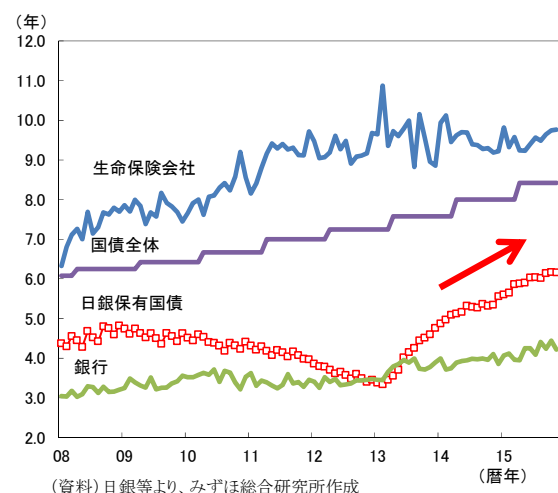
2018年以降も国債買入れを続ける、あるいは追加緩和で国債保有増加ペースを拡大する場合は、買入れ対象国債の更なる年限長期化を行う、またはレポ取引等で国債以外の担保が活用されるような措置が必要となつてこよう。ただし、政府が国債発行計画で超長期債の発行を増額し平均償還年限を長期化する中、日銀の超長期国債買入れ増加は実質的に財政ファイナンスを行っているとの見方を強めるリスクがある（図表5）。また、超長期ゾーンの買入れを増やすには超長期国債の主要投資家である生命保険会社の国債保有残高が減少することが必要となる。生命保険会社はデュレーションが長期の負債に見合う資産として超長期国債を中心に保有している。足元では日本国債が低金利のため外債投資を拡大させているが、米利上げに伴うドル調達コスト上昇などが外債投資の制約要因となる中、今後国内債を積み増す可能性もある。2018年は日銀が出口戦略に移行できる最も早いタイミングと考えられる。2017年4月の消費増税の影響が剥落し、物価の上昇基調が続けば金融緩和の出口を検討できる環境となるだろう。仮に2018年での出口が視野に入らなければ、黒田総裁の任期満了（4月）を契機に量的・質的金融緩和の枠組みを変更すべきとの声が強まる可能性がある。

図表4 民間投資家の国債保有残高



(注) 日銀の国債買入れは年間80兆円増額ペースで想定。年限別の買入れ額は2016年1月計画を踏まえ想定。国債発行額は2016年度計画ベース。
(資料) みずほ総合研究所作成

図表5 保有国債のデュレーション



(資料) 日銀等より、みずほ総合研究所作成

3. 早ければ1月会合での追加緩和の可能性も

日銀は12月会合で輸出の判断を上方修正するなど強気の経済・物価見通しを維持しているが、11月決定会合の議事要旨からは物価見通しへの強い危機感が伺われる。物価の基調が着実に改善しているとの認識が共有されてはいるものの、複数の委員から「基調的な物価上昇率を反映して賃金が上昇しなければ、先行きエネルギー価格下落の影響も一巡するもとで、家計が食料品や日用品の値上げに対する抵抗感を再び強めるリスクにも留意が必要である」との指摘が出された。また、企業の設備投資や賃上げが進みにくい点について、「企業経営者が現在の高水準の収益を過度の円高の修正や交易条件の改善も寄与した一時的なものとみていることが影響している」との見方が示され、政府の成長戦略などで企業の前向きな取り組みを後押しすることが重要との議論がなされている。日銀が重視する物価上昇のメカニズムは賃金と物価が同時に上昇する好循環である。12月会合では量的・質的金融緩和の補完策として、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするETFを買入れる新たなETFの買入枠3,000億円が発表されたが、企業行動の鈍さに対する日銀の強い危機感を踏まえた取り組みと考えられる。「金融政策決定会合における主な意見」では、ETF買入枠新設について、「企業のキャッシュフローの効率的な活用に対する資本市場の関心を一段と高めるとともに、成長戦略も重要であるというメッセージを発信することにつながる」との意見が出ている。

日銀にとって今後重要なイベントは春先の賃金交渉となる。黒田総裁は連合の新年交歓会（1/5）の挨拶で「必要と判断すれば、さらに思い切った対応をする用意がある」と発言し、これまでの発言（「必要であれば躊躇なく対応する」）よりも追加緩和に踏み込んだ発言をしている。日銀が懸念しているのは追加緩和により円安が加速することで賃金以上に物価が上昇し家計が値上げに対する抵抗感を強めるリスクである。しかしながら、足元では中国景気への懸念や地政学的リスクの高まりなどから為替相場は円高地合いでの推移となっており、日銀が追加緩和に動き易い環境になりつつあると言えよう。日銀短観（12月調査）の2015年度下期想定為替レート（1ドル＝118円）を踏まえると、このまま円高地合いが続けば企業マインドが悪化しかねない。

2014年10月における追加緩和の理由とされた「着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスク」が高まる状況にあると考えられ、早ければ1月の金融政策決定会合（1/28・29）で追加緩和が行われる可能性がある。今次補完策で国債やREITの買入れ余地が拡大されたことを踏まえると、追加緩和の手段としては、国債、ETF、REITの買入れ増額となる可能性が高い。もっとも、11月会合での議論に見られるように、企業行動の変化を即すには金融政策のみでは限界があり、政府の成長戦略などの後押しも重要となる。安倍首相は年頭の記者会見で、「デフレから脱却しつつあるも道半ば。政府・日銀一体となって全力でデフレ脱却に取り組む」と発言している。2013年1月に発表された政府・日銀の共同声明などを見直し、政府・日銀一体でのデフレ脱却に向けた取り組みを発表するなどの対応も考えられよう。

¹ 店頭デリバティブ取引に伴う要担保額は、BCBS 定量的影響度調査の結果から掛目 0.26%と想定して算出。

●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、商品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。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。