

リサーチ TODAY

2012年 10月 29日

## 日銀は金融政策オリンピックでウルトラCを出せるか

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

この1・2カ月余り、筆者がストーリーラインとしてきたのは3要因、①世界の「景気変調」、②日米欧の中央銀行の「金融緩和オリンピック」、③世界中の「政局化」にある。以上の3要因を2013年に向けた大きな方向性として展望している。なかでも、9月以降は「金融政策オリンピック」として欧米中央銀行が前例無き金融緩和を競い合う局面とした。その開幕は、世界経済の「景気変調」のなか、9月6日に欧州中央銀行が南欧国債の購入、すなわちOMTとされる政策を決定したことだ。次いで13日にはFOMCがQE3としてMBSも含めた債券購入を、限度を明示することなく決めた。これらは従来にない大きなチャレンジ、つまりオリンピックの「ウルトラC」であり、市場のマインドを大きく改善させた。この動きを受けて、9月19日には日銀が「金融政策オリンピック」に加わり、10兆円の基金積み増しで追加緩和を行った。

■ 図表：9月の日米欧の金融政策会合の日程と論点

開催日	中央銀行	状況
9月6日	ECB（欧州中央銀行）	OMT 南欧の国債購入 購入額は無制限
9月12日・13日	FRB（連邦公開市場委員会）	QE3でMBS購入、時間軸の伸長 規模と期間は無制限
9月18日・19日	日本銀行	基金の10兆円拡大で緩和姿勢を示す

（資料）みずほ総合研究所

日米欧の中央銀行の「金融緩和オリンピック」に反応し、株価は米国では2011年度末を上回り、一時、2007年以来の水準になった。欧州も9月以降は金融緩和期待から盛り返した状況にある。いまや世界的に金融緩和で落ち着きを取り戻した状態、「リスクオン」といえる。一方、日本だけは「ウルトラC」がないなか、さらに中国への輸出減少も加わって景況感の後退が10月22日に日銀の支店長会議でも示された。さらに、国内の政治的閉塞感のなかで日銀への緩和圧力が政治サイドからも高まる状況になり、10月23日には産経新聞に「20兆円の基金積み増し」<sup>1</sup>の観測報道が掲載されるに至っている。これまでの基金の積み増しは5兆円か10兆円であったことから、「小出し」ではないインパクトが求められていると考えられる。ただし、日本としてウルトラCを示す観点から20兆円の積み増しで充分かは様々な議論があろう。先に示した図表でECBとFRBの姿勢を市場が評価したのは、日本のように具体的な数字はないものの、「無制限」との「期待」が市場に示されたことにあると考えられる。日本においても対応余地の姿勢が重要になる。

いまや、大恐慌以来、最大規模のバランスシート調整を迎えている欧米は、バランスシート調整に伴う景気低迷状況にありながらも、債務危機に対処して財政緊縮のブレーキを一斉に踏む状態にある。各国中央銀行は金融緩和を競うが、それは、本音では自国通貨切下げ競争で市場を確保する行為に等しい「ダーティ・シークレット」である。日本にとっても「金融緩和オリンピック」への参加は実質的な「通貨戦争」

<sup>1</sup> 「20兆円追加緩和要求 政府、日銀に景気刺激圧力」（産経新聞、2012年10月23日朝刊）

に参加するに等しい。そこで、ストレートな対応は、昨今話題になる日銀の外債購入になる。ただし、各国が「通貨戦争」にあるなか、日本があからさまに通貨引き下げの意図を示す外債の購入は一般的に議論されるほど、とりわけ対外関係上(なかでも対米上)容易ではないと筆者は考えている。

筆者が当TODAYを含めストーリーラインとして議論してきた「日本化現象」では、マネーフロー面で企業が資金余剰になるなか、企業の資金需要に影響を与えることを大前提にした伝統的金融政策が機能しない。その結果、資金需要が存在する政府セクターと海外セクターを通じた対応しか金融政策の効果が生じないとの帰結になる。斯かる状況下、結局、金融政策は国債市場を通じ国債消化を安定化させることか、為替の自国通貨安誘導を行うことに効果が割り当てられる。政治的には企業向けの資金仲介拡大が求められることから、日銀はこれまで下記の図表のような企業向け成長支援資金を供給する対策を行ってきた。ただし、国内での資金需要に欠けるなか、その効果は出現しにくかった。

實際上、企業の資金需要が存在するのは海外での活動であり、企業向け支援を行うのであれば図表の米ドル特則のように、日銀も外貨や海外向けの支援を行う必要性が生じていた。昨今、日本企業は海外進出を一層活発化させ、さらに、海外の企業買収も行う段階にある。今日、求められる企業金融支援は以上のような海外での財務活動を外貨資金も含めて支援する姿勢を一段と強めるメッセージをだすことにあり、そこにウルトラCとしての日本の新たな技が存在する。

#### ■図表：日本銀行の成長支援資金供給の全体像

	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	2012年3月
貸出枠	3.5兆円	0.5兆円	0.5兆円	1兆円相当の米ドル資金
対象投融资	1000万円以上の投融资	100万円以上のABL、出資	100万円以上1000万円未満の投融资	外貨建て投融资
貸付期間	借り換えを含め最長4年	借り換えを含め最長4年	借り換えを含め最長4年	借り換えを含め最長4年
適用金利	年0.1%	年0.1%	年0.1%	市場金利
新規貸付受付期間	2014年3月末	2014年3月末	2014年3月末	2014年3月末
2012年9月6日時点の貸付総額(見込み)	3兆1859.6億円	1,094.4億円	44.4億円	(10月19日貸出実行、711百万米ドル)

(資料) 日本銀行よりみずほ総合研究所作成

ここで、日銀に必要なのは単にオペレーションそのものだけでなく、メッセージ性を含めた対応となる。今日のように海外を通じたルートでしか金融政策の有効性が十分には生じにくい環境下、海外のルートへの対応をよりメッセージ性を強めて行うことは為替市場への効果も含めた利点がある。2000年代初の日本のバランスシート調整の終盤において最も効果があったのは、大規模為替介入と量的緩和のあわせ技で「非不胎化介入」のイメージを市場に醸成させたことだった。

日銀として海外向けの活動支援で、暗黙裡に為替にも影響を期待する効果を示すことも選択肢にあらう。こうした対応には、いかに「政府と一体」で行っているかという姿勢を示すことが重要と考えている。戦後の円ドルのトレンドは結局、米国の為替政策で決まってきた。米国サイドが本音では自国通貨安を志向する方向性を変えるには、米国にとって過度なドル安が国益に沿わないことを認識させるしかない。日本からのM&Aも含めた海外投資拡大、さらには以上の動きを支援する金融政策は間接的に米国の自国通貨安の姿勢を変える動きにつながる。

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。