

(主な政策決定内容)

日本銀行は、9月21日に、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」結果を公表した。その検証の骨子としては、第一に過度な金利低下が金融機関収益を圧迫し、保険や年金の運用利回りが低下していること、第二に、予想物価上昇率が過去の物価に引きずられやすく、引き上げに時間がかかることを挙げた。これを踏まえて同日に行われた金融政策決定会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と称する新たな金融政策の枠組みが決定された。この新たな金融政策の枠組は、黒田総裁の記者会見要旨報道を見る限り、検証結果の課題に対応しつつ、今後とも粘り強く金融緩和を続ける意思表示と示したものと受けとれよう。

新しい金融政策の枠組みにおいては、短期金利に加えて長期金利も操作する①「イールドカーブ・コントロール」と、②物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで資金供給拡大を継続する「オーバーシュート型コミットメント」が主な政策の柱となっている(図表1)。

(図表1) 新しい金融政策の枠組み

イールドカーブ・コントロール	<ul style="list-style-type: none"> <li>・短期金利については、政策金利残高のマイナス金利(▲0.1%)の適用を維持する。</li> <li>・長期金利については10年国債金利がおおむね0%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額は、おおむね現状程度の買入れベース(年間約80兆円)をめどとし、平均残存期間の定めは廃止する。</li> </ul>
オーバーシュート型コミットメント	マネタリーベースの残高については、コアCPIの前年比上昇率が安定的に2%を超えるまで拡大方針を継続する。

(注) Jリートの資産買入れ額を年約900億円に相当するペースで増加させるという従来の方針は維持されている。

前者については、これまで実施してきた金融政策(「量=政策ターゲットを金利からマネタリーベースに変更」、「質=国債の購入対象を拡大、平均残存期間を2倍以上に長期化」、「マイナス金利」という3つの次元での金融緩和策)のうち、マイナス金利を「イールドカーブ・コントロール」に変更し、操作目標に新たに長期金利を加え、長期金利を現行のゼロ%程度に維持するというものである。

後者については、日銀はこれまで、「2%の消費者物価上昇率(除、生鮮食品)の実績値が安定的に持続するために必要な時点まで」としていたが、今回は「マネタリーベースの残高は、消費者物価上昇率(除、生鮮食品)が安定的に2%を超えるまで拡大方針を継続する」とのコミットメントの強化を示唆する方針も打ち出した。

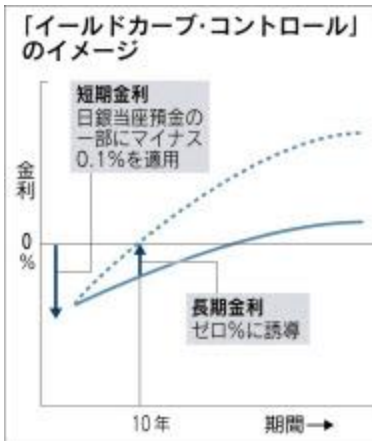
(新たな政策枠組みの意味)

今回の新たな金融政策の枠組みについては、様々な解釈が可能であり、今後、政策の有効性、実現可

能性等を巡り、経済論壇で多くの議論が戦わされることになろうが、日経9月22日朝刊2面は、「日銀の新手法を読み解く」を特集し、この2つの政策をどう読むべきかを解説している。

まず第一の長期金利を誘導目標に加える「イールドカーブ・コントロール」については、ふつうは期間の短い金利ほど低く、長い金利ほど高いので右肩上がりとなるべきイールドカーブが、日銀の異次元緩和で期間の長い金利も大幅に低下し平たんになっているため、1年以下の短期と期間10年の長期という2つの金利を操作して、イールドカーブを立たせるというのが狙いであると解説している（図表2）。

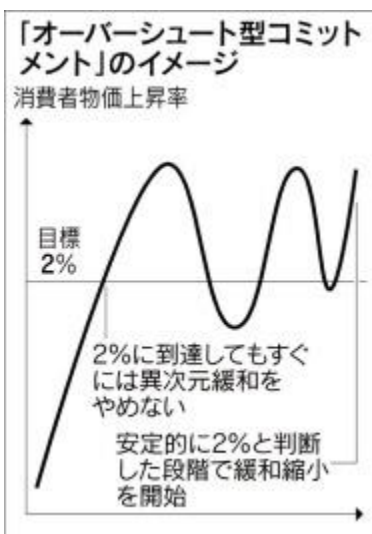
（図表2）



（注）日経新聞朝刊（2016.9.22）による

第二の「オーバーシュート型コミットメント」は、消費者物価指数（CPI、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的に2%を超えるまで異次元緩和をやめないと約束することによって、金融緩和が長期間にわたって続くという安心感を人びとに植えつけ、その効果の浸透を狙う手法である。CPIは景気の循環的な変動や国際商品市況の変動などで上振れすることがあるため、仮に物価上昇率がこうした行きすぎによって一時的に2%を上回っても、すぐには異次元緩和をやめず、安定的に2%になるまで続けることが狙いであると解説している。

（図表3）



（注）日経新聞朝刊（2016.9.22）による

### （不動産市場への影響）

政策の波及効果については、どのような運用が行われるのか細部が不明であるので、現段階では、確認のあることは何ともいえないが、金融政策の枠組みの中に、長期金利の誘導が明示的に組み込まれたことから、この面から不動産市場への影響を考えてみよう。

第一は実物投資への影響である。長期金利は、イールドカーブ（利回り曲線）・コントロール政策により、傾向的には上方へのシフトが目指されるので、長期金利に連動する住宅ローン金利や長期設備投資金利と関連性を持つ住宅投資や大規模建築物投資にはマイナスの影響が及ぶ可能性がある。

第二は不動産融資を通ずる影響である。オーバーシュート型コミットメント政策により、引き続き、マネタリーベースの緩和が継続され、しかも、消費者物価が2%に到達してからも、なお緩和政策が継続されることが明確にされたことから、現在伸びている不動産業向け融資の拡大基調はさらに拡大する可能性があり、東京オリンピックを控え、訪日外国人数の増加基調の継続もあり、収益性の高い投資用不動産への需要は、引き続き根強い推移を辿るものと思われる。

第三は REIT 市場への影響である。堅調な投資用不動産価格の下で、金融緩和の継続による期待成長率の改善が加われば、今後とも期待利回りの低下を通じて、REIT の利回りは低下の傾向が続く一方、10年物の長期金利は利回りゼロを目指した反転が進むと見込まれるため、両者のスプレッドが縮小し、REIT への証券投資はこれまでに比べれば落ち着くものと見込まれる。

第四は為替レートを通じた影響である。着実に進むと思われていた米国の FF 金利の利上げが、BREXIT をはじめとする世界経済の不透明性、新興国経済の減速、国際金融市場の不安定化、米国雇用改善の遅れ等により足踏みする中で、日本のイールドカーブが上方にシフトすれば、日米金利差の影響を受ける為替レートは当面円高の方向に動く可能性を否定できない。このことは、海外投資家の国内への不動産投資を抑制する方向に働くことになろう。

なお、上記の議論は10年国債の金利が概ね0%程度で推移するよう、長期国債の買い入れを行うことを前提としているが、日経新聞9月22日朝刊1面で、経済部石川純記者の論評に示されている通り、「新たに導入した長期金利の誘導目標は国債の購入量を減らしつつ、金利は低いままに維持するといういいところどり政策に映る」という面も否定できない。すなわち、量的拡大を優先すれば長期金利のマイナス金利が解消しない一方、国債の購入量を減らして利回り曲線の正常化を優先すれば、量的拡大が疎かになるという矛盾を内包している。この点、上記「日銀の新手法を読み解く」の特集記事の中では、長期金利の水準が狙いに近づくよう、「日銀が指定する利回りで国債を買い入れる「指値オペ」を創設するなどの新たな手段を設けた」と説明されているが、量と金利の両方を操作することは原理的には困難だと思われ、「近年の主要な中央銀行で長期金利を直接操作対象とした例はほとんどない」と述べられている通り、狙い通りに長期金利を動かせるのかどうか最大の焦点となると思われる。

（荒井 俊行）