

チーフ・アナリスト
大槻 奈那

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

日銀の追加緩和見送り：今後も金融政策への過度な期待は禁物

4月28日、日銀は金融政策の維持を決定した（図表1）。緩和期待が高まっていた市場は、一気に円高、株安に巻き戻した。

図表1：日銀の主な金融政策＝現状維持

日本銀行		
	旧	新（16.4.28決定）
量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> - 日本国債 - 長期国債の保有残高を年間約80兆円のペースで増加 - 残存期間は最長40年迄 - 買入れ平均残存期間は7～12年程度 	維持
質的緩和	<ul style="list-style-type: none"> - ETFの保有残高を年間+約3.3兆円 - J-REITの保有残高を年間+約900億円 - CP約2.2兆円、社債約3.2兆円の残高を維持 	維持
金利	<ul style="list-style-type: none"> - 共通担保オペ金利（0%） - 基準貸付利率（0.3%） - 補完当座預金金利（-0.1～0.1%） 階層型： 基礎残高（所要分含む既往預金）=0.1% マクロ加算部分=0% 新規預金-マクロ加算=-0.1% - マイナス金利適用範囲： 新規当座預金預け入れ額の一部 	据え置き
その他の政策手段	<ul style="list-style-type: none"> - 成長基盤強化支援（金利=0%） 貸出上限：国内成長分野等への貸出について、10兆円（その他ABL、外貨等の特別あり） 各銀行への貸付上限：2兆円 - 貸出増加支援（金利=0%） 貸出実行額上限：（四半期貸出増加額） - （過去の四半期平均の最大値）の2倍 担保として高信用力の円建債券が必要 期間：4年まで 	既存の枠は維持 - 熊本地震に関連し、3000億円の「被災地金融機関支援オペ」を導入（金利=0%）

（出所）日本銀行、ECB資料よりマネックス証券作成

市場は緩和効果を過度に見積もっていた感も

今回の維持は、既に追加緩和を織り込んでいた市場にとってはサプライズだった。しかし、追加緩和が実施されたとしても、以下の通り、銀行の貸出にとっても、企業収益にとっても、効果は限定的だったと思われるため、現時点での追加緩和を見送ったことには一定の納得感もある。

今回事前に話題となっていたのは、日銀が市中銀行に資金供給を行う「貸出支援基金」の金利を、現在のゼロからマイナス 10bp に引き下げるかどうかだった。この期待が本日までの銀行株価を押し上げた。

しかし実は、この貸出支援基金は、導入されたとしてもプラス効果は限定的だったと思われる。図表 2 に示す通り、効果は年間数十億円に留まり、もしその分 Tibor 金利が連れ安になれば、むしろ Tibor 下落に伴うマイナス影響の方が大きくなりかねなかった。

図表 2：貸出支援基金へのマイナス金利適用の影響度試算

		(億円)	都市銀行	地銀	第二地銀
【前提条件】	貸出残高	(a)	1,907,917	1,852,623	491,927
	貸出の増加率 (16/3月実績より+1%)	(b)	2.3%	4.6%	4.6%
	Tibor等市場連動貸出の全体に占める割合	(c)	50%	20%	15%
	Tibor 下落幅	(d)	-0.03%	-0.03%	-0.03%
	追加緩和による、新規貸出の加速度	(e)	+1%	+1%	+1%
	同貸出金利 = 現在の国内銀行平均新規貸出金利	(f)	0.80%	0.80%	0.80%
【影響度試算】	-0.1%での調達による金利メリット額	(g)=(a)x(b)x0.1%	43.9	85.2	22.6
	既存貸出のTibor低下の影響	(h)=(a)x(c)x(d)	-286.2	-111.2	-22.1
	貸出加速による利息収入増加額	(i)=(a)x(e)x(f)	152.6	148.2	39.4
	合計	(j)=(g)+(h)+(i)	-90	122	40

(出所) 日銀、全銀協、ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

また事業法人にとっても、銀行が貸出金利をマイナスにはできないとしている限り、同じく効果は限定的であろう。事業法人の支払利息は近時低下しており、15/12 月末で経常利益の 5.4%にすぎない (法人企業統計より。従業員 1,000 人以上の法人)。このため、たとえ銀行等からの借入金利が圧縮できたとしても、利益への効果は 1%未満と、ごく少額にとどまっただろう (図表 3)。

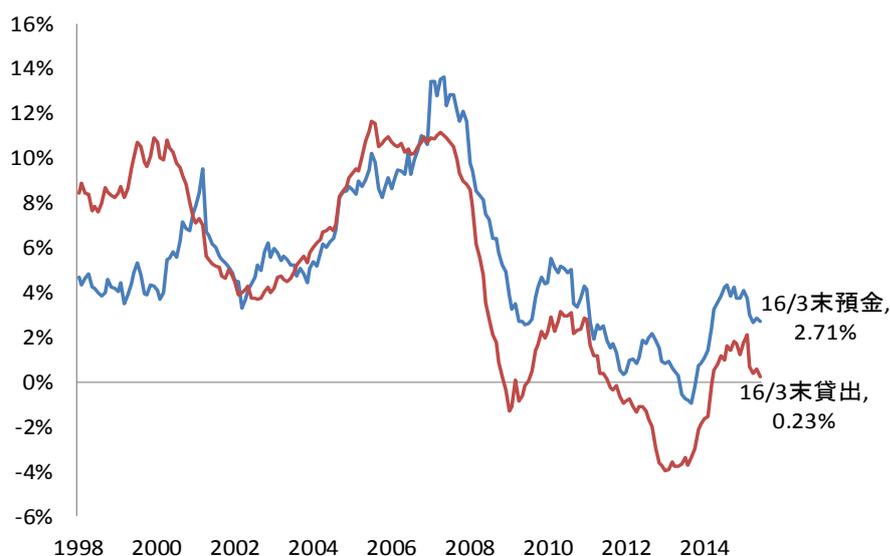
図表3：金利低下の事業法人への影響度

(億円)	残高 (15/12月末)	金利低下幅前提	経常利益に対する+/-
負債			
長期借入金	1,054,458	-0.20%	2,109
短期借入金	710,396	-0.10%	710
社債	495,642	-0.20%	991
資産			
現預金	507,274	-0.03%	-152
公社債投資残高	59,199	-0.20%	-118
合計影響度 (a)			3,540
経常利益 (b)	397,327		
経常利益に対する影響度 (a)/(b)	0.9%		

(出所) 法人企業統計 (対象：従業員1,000人以上の企業) よりマネックス証券作成

なお、ユーロ圏でも3月10日に、ECBから市中銀行への金利を一部-40bpまで引き下げるという新たな措置を導入した。ユーロ圏の場合、現在の銀行預金金利は1%以上であるため、ECBから-40bpで資金供給できるなら銀行にとってのメリットは大きい。企業側にとっても、平均貸出金利が2.6~2.8%と高いため(邦銀は1%以下)、引き下げ余地が大きい。ところが、そのユーロ圏でも、マイナス金利での資金供給の開始直後の3月末時点ではまだ貸出の伸びが加速する兆しは見えない(図表4)。景況感が悪化していることが響いているとみられ、金利の恩典だけでは企業も銀行も直ぐには反応しないということの表れでもあろう。

図表4：ユーロ圏の銀行貸出、預金の前年同期比伸び率



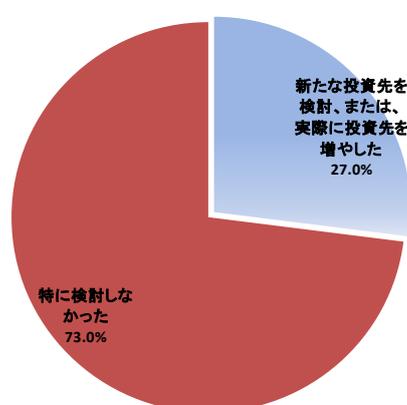
(出所) ECBデータよりマネックス証券作成

日本では、市場センチメントへの働きかけもうまくいっていない。例えば、マネックス証券の4月初

頭の個人投資家アンケート調査でも、1月29日のマイナス金利導入発表後に、「新たな投資を検討、または、実際に投資を増やした」と答えた投資家はわずか27%に留まり、大多数の73%の人々は「特に検討しなかった」と答えた(図表5)。また、マイナス金利幅が更に拡大したら、投資意欲は「減退する」という回答が、「高まる」という回答を大きく上回っていた(図表6)。

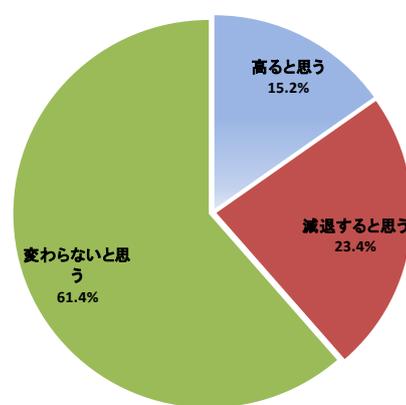
このように市場のマイナス金利への見方が懐疑的である間は、追加的措置は(特に金利については)、リスクが効果を上回ったと思われる。

図表5：マイナス金利導入後の投資行動はどうなったか？



(出所) マネックス証券作成。調査期間は4月8～11日

図表6：政策金利のマイナス幅が拡大した場合、投資意欲はどうなると思うか？



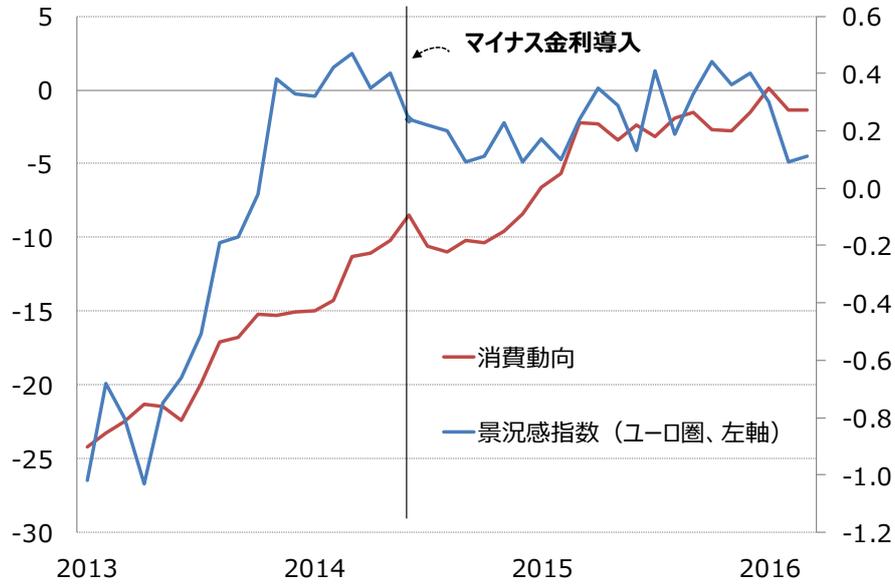
(出所) マネックス証券作成。調査期間は4月8～11日

当面の注目点：金融政策よりも財政政策や成長戦略

28日に発表された日銀展望レポートでは、16年度のコアCPIの予想は+0.5%と従来予想の+0.8%から引き下げられた。17年度も+1.7%と従来予想から若干引き下げられた。実績値としても、3月のコアCPI上昇率も、異次元緩和時以来初の低下幅となった。これらの状況から、次回6月の政策決定会合でも、再び金融緩和に期待が集まるとと思われる。しかし、どのような政策を取るにしても、それだけで経済成長や物価の上昇期待を醸成するには力不足だろう。

ユーロ圏でも、マイナス金利導入当初は、企業の景況感も個人の消費動向も、むしろ悪化してしまった(図表7)。その後1年程度で回復に向かったのは、ユーロ安に加え、原油安や地政学リスクの落ち着き等、金融以外の要因が大きかったとみられる。日本についても、ETFやJ-REIT、社債等の購入枠を拡大すれば、これらの資産の価格をダイレクトに押し上げるという局所的な効果はありうるものの、実体経済への効用は薄いだろう。当面の市場浮揚のカギを握るのは、むしろ、個人消費の活発化や企業収益の拡大を支援するような政府の成長戦略(5月末発表の「骨太の方針」)や補正予算等、政府側の施策だと思われる。

図表7：ユーロ圏の景況感指数、欧州の消費動向



(出所) European Commissionデータよりマネックス証券作成。直近は16/3月
 消費動向は、「現在の経済環境を考えると、今は家具や電化製品など大きな買い物をするべき時だ」と答えた人の割合。

ご留意いただきたい事項

マネックス証券（以下当社）は、本レポートの内容につきその正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。

本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金（当初元本）を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会