

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

日銀金融政策の決定内容と今後の見通し：高まる手詰まり感

7/28-29の金融政策決定会合では、ETFの購入枠拡大と、米ドルの資金供給枠の拡大と、市場の事前予想よりは小規模な緩和が決定された（図表1）。資産購入枠の拡充（量的緩和）は見送られ、年間80兆円の増加ペースが維持された。

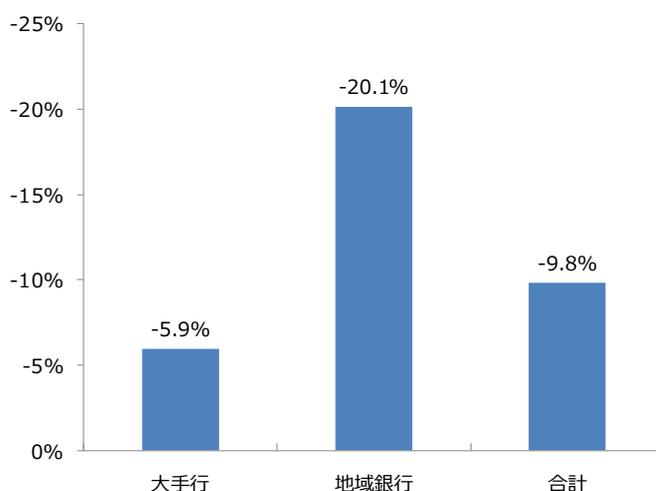
図表1：日銀の金融政策の変更点

日本銀行		
	旧	新（16.7.29決定）
量的緩和	-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 ・買入れ平均残存期間は7～12年程度	維持
質的緩和	-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	-ETFの保有残高を年間+約6兆円
金利	・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	維持
その他の政策手段	-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、外貨等の特則あり） うち、米ドル特則総枠：120億ドル（約1.2兆円） -熊本地震に関連する「被災地金融機関支援オペ」3000億円（金利=0%） 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	米ドル特則総枠：240億ドル（約2.4兆円）

（出所）日本銀行資料よりマネックス証券作成

また、債券市場等で期待されていたマイナス金利の深掘りは、我々の想定通り見送られた。図表2の通り、深掘りの場合、銀行全体では5,000億円の減益となる可能性があっただけに（マイナス幅が0.2%ポイント引き下げられ、日銀当座預金金利が0.3%とされた場合）、株価は素直にプラスに反応し、東証株価指数全体を押し上げた。

図表2：マイナス金利深掘りの場合の銀行利益への影響度



(出所) 日本銀行、各行データよりマネックス証券試算、作成。マイナス金利幅が0.2%ポイント拡大し、-0.3%とされた場合の試算
 (*) 大手行は連結会社予想。預貸業務への影響に限定。地銀は単体。
 地銀の17/3期予想は、16/3期実績 x 主要地銀の会社予想減益幅概算の0.85を掛けた。17/3期の実効税率は32%で計算

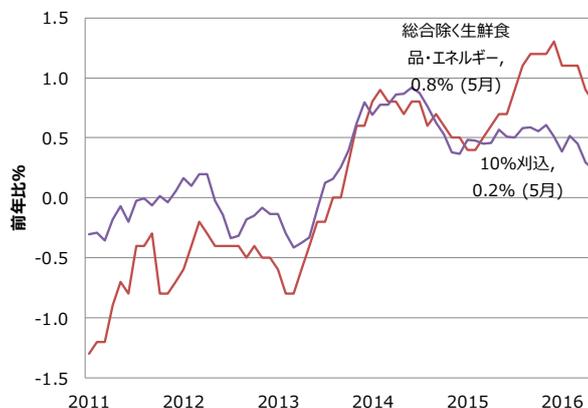
なお、同時に、米ドルの資金供給枠の倍増が決められた。しかし、総額でも約2.5兆円と、銀行の200兆円にも上る米ドル資産総額に比べ極めて少額であり銀行への恩恵は限定的であろう。

今後の市場への影響

今回の会合においては、「次回の会合（9月20～21日）で、経済物価動向や政策効果について総括的な検証を行う」とし、今後の追加緩和に含みを持たせた。これに伴い、9月に向けて再び金融緩和に期待が集まると思われる。

しかし、どのような政策が取られるにしても、金融政策手段の限界が強く意識されることになるだろう。実際、インフレ率が低下しているにも関わらず緩和が見送られていることで、市場は、回を追うごとに金融政策の手詰まり感を強く意識するようになっている（図表3）。特に今回は、政府が大規模な財政政策を取るにも関わらず、小幅な緩和に留めたことで、一層、政策手段が残り少ないことを市場に意識させた。政策を取る余地が比較的大きかったETF購入枠についても、今回カードを切ってしまった。今後は金融緩和の限界説が確信に変わり、金融政策が期待を押し上げる余地が狭まってしまうだろう。

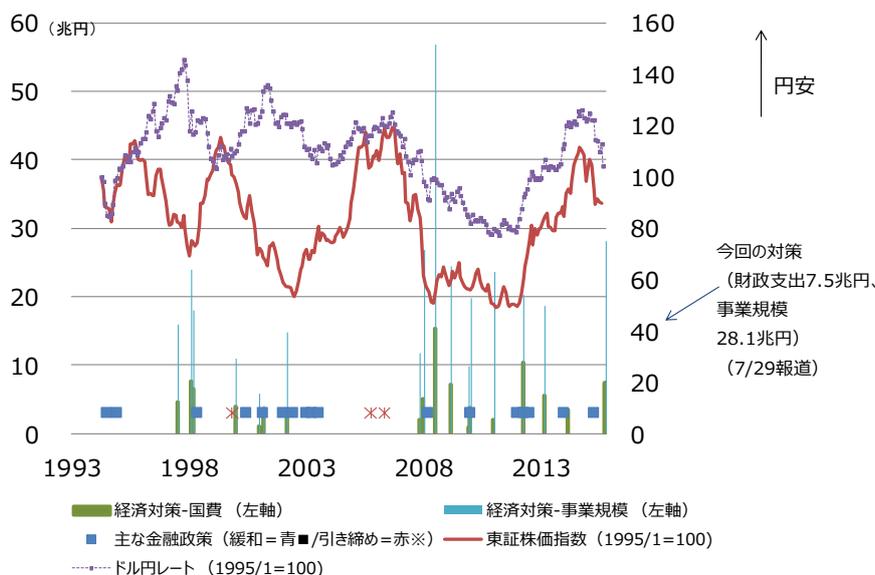
図表3：日銀・基調的なインフレ率



(出所) 日本銀行データよりマネックス証券作成

金融政策への期待が剥落しただけに、来週8月2日に発表される政府の経済対策の詳細への注目が一段と高まる。本日時点の報道では、経済対策の規模は、事業規模28.1兆円、財政支出（いわゆる“真水”）7.5兆円とされている。近時の経済対策の事業規模としては、リーマンショック後の09年に次ぐものとなる。しかし、市場が重視する“真水”としては、過去20年間の平均（5兆円）を大きく上回るものではない。真水の規模に期待できないなら内容が一層問われる。仮に、中長期的効用の認められないものだと市場に見限られた場合、市場の失望感が増す可能性が高いだろう。

図表4：過去の経済対策と金融政策



(出所) 財務省、ブルームバーグデータよりマネックス証券作成。
 少額の資産購入額の増額等（例えば11～13年）は「主な金融政策」から除いて表示

当社は、本書の内容につき、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、予想及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。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。

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。当社は本書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。本書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。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

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