

# 第一生命経済研究所レポート selection

2020 年 3 月 16 日  
団 体 年 金 事 業 部

## 米利下げ、日銀も追加緩和 ～3月決定会合を前倒しで開催～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の熊野首席エコノミストによる「米利下げ、日銀も追加緩和～3月決定会合を前倒しで開催～」をお届けいたします。（別添参照）

日銀は、3月16日に18・19日の予定を前倒しして決定会合を開き、金融緩和の強化を決めました。

本年金通信は、3月16日の日銀政策決定会合の内容と今後の展望を掲載したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

## 米利下げ、日銀も追加緩和

～3月決定会合を前倒しで開催～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

首席エコノミスト 熊野 英生 (Tel: 03-5221-5223)

3月16日に日銀は、18・19日の予定を前倒しして決定会合を開き、金融緩和の強化を決めた。そこでは、ETFの年間買入れ額は12兆円に倍増させ、CP・社債も買入れを増やす。マイナス金利の深掘りと長期国債の増額はしない。この前日にFRBが緊急で利下げしたのを受けて、日銀もそのタイミングを逃さなかった。今後、急激な円高になればマイナス金利の深掘りに動く可能性は残る。

### 予定を前倒しして追加緩和

日銀は、追加の緩和策を決定。(1)ETFの買入枠の拡大(6兆円から12兆円への引き上げ)、J-REITの拡大(900億円から1,800億円への引き上げ)、(2)社債・CP買入額の拡大、(3)通常のオペレーションでの企業支援特別オペを導入。国債の80兆円の目途も動かさない。量的・質的金融緩和のうち、質的の方を重点的に緩和してきた。

その一方で、マイナス金利の深掘りはしてこなかった。筆者は、ここがポイントだとみる。これは、マイナス金利の弊害を拡大しないことに配慮するためである。

ただし、これは今後のドル円レート次第であろう。まだ急激な円高ではない状況下では、対応策を温存しているに過ぎない。少し前の為替レートは、一時、3月9日に1ドル101円台までの円高をつけた。まるで2019年初のフラッシュ・クラッシュを彷彿とされる局面だった。最近では、米長期金利は1%以下で上下動している。日銀の行動原理は、円高が行き過ぎれば、躊躇なくマイナス金利を深掘りするが、今はそのときではないとみたのだろう。

### FRBは徹底的に緩和に動く

FRBは、3月15日の日曜日(日本では16日早朝)に、緊急のFOMCを開催して、△1.0%の利下げを決定した。3月17・18日のFOMCを待たずに動いた。しかも、ゼロ金利までの利下げ余地をすべて使い果たす。これは、本当に予想外である。前日のNYダウが急反発したタイミングを逃さなかった。米国では、国家非常事態宣言が発表されたことも、FRBが異例の行動に出ることを根拠づけているようにみえる。

FRBは、やれることはすべて出し惜しみをせずに行うと宣言しているに等しい。今後の焦点は、FRBがマイナス金利まで選択するかどうかだ。これまでの議論ではしないとされた。今回も、すみやかに量的緩和を表明することで、金利政策から量的な資産買入れの方に舵を切ることで、マイナス金利への移行は採らない方針を暗にみせているのだろう。しかし、これまで米国では、事前にはやらないという選択肢であっても、追い詰められれば方針転換することがあった。今後、そうした局面が絶対にはないということは言い切れない。ただし、米国がマイナス金利を選択するときは、ドル安が強く意識されることになり、日銀には巨大な激震になる。現時点で、FRBのマイナス金利の選択は「そこまではやらないだろう」という範囲だとみている。

買入れの柔軟化ができたことへの自信

ここに来て、日銀が動く理由は、FRB との協調のほかに、政府との政策連携がある。新型コロナウイルスの感染拡大によって、経済は「コロナ不況」、「自粛不況」の入口にある。マーケットも、乱高下して、先行きが見えない。感染阻止に時間を要するとの見方から、安倍政権はまずは「止血」策として企業の資金繰り支援と雇用調整助成金の拡充策を採った。安倍首相は、3月14日に記者会見をして、この先も経済対策に積極的な姿勢をみせた。3月16日夜は、G7 諸国が緊急首脳会合を TV 会議で開いて、各国が政策協調に出ていることもあり得る。黒田総裁は、そうした安倍首相の事情を察してあうんの呼吸で動いたのだろう。

特に、株価下落に対しては、ETF の買入れを増やしてきた。現在は、6兆円の上限まで買っていないので、まずは買入れを増やし、さらにそれ以上の12兆円まで買えるとアピールした。従来は、6兆円の枠内で買入れを減額してきた。柔軟化をしてきたので、危機時には大胆に買うという姿勢を鮮明にして、裁量の自由があることを前向きに打ち出そうという狙いがある。

### ECB をみて不安になること

日銀が最も気にかけるのは、マイナス金利の深掘りを見送ったときのマーケットのネガティブな反応への警戒である。3月12日のECB 理事会は、マイナス金利を動かさずに量的緩和の拡大に踏み出した。しかし、それに対するマーケットの反応は芳しくなく、欧州株価は続落した。ラガルド総裁に対する評価も、事前にあった好意的な見方はいくらか後退した。たとえ独断専行であっても、マーケットに優しいドラギ前総裁は、なかなか別人では難しいのだと思い知らされた。

黒田総裁も、市場への情報発信を通じて、マイナス金利の弊害をすでに十分すぎるほど伝えていると思う。しかし、3月会合の結果に対する評価は、マイナス金利の深掘りなしで失望されないかどうかはまだ明確には見えない。日銀からすれば、マイナス金利の深掘りを温存して、何をすればマーケットの満足を勝ち取れるのかを考えあぐねているのが実情だろう。

### まだくすぶる円高圧力

筆者は、円高阻止こそが日銀に求められている役割だとみる。だから、それほどの円高になればマイナス金利の深掘りはしない。日銀短観の想定為替レートは、12月調査で大企業・製造業は、2019年度後半は1ドル106.90円であった。そこからの乖離幅はまだ大きくない。

問題は、今後の為替レートである。FRB の利下げが大きな効果があると思われて、米株価がそれを好感すると、株価上昇・長期金利上昇の反応が表れる。米長期金利の上昇は、ドル円レートをドル高・円安に導くだろう。逆に、米長期金利が FF レートの低下に反応して大きく下がれば円高圧力が生じる。筆者は、その可能性はまだ十分にあるので、今後の日銀はマイナス金利の深掘りを選択する可能性はまだ「ある」とみている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

