

2020年5月18日

金融政策と財政政策の融合は日本がフロントランナー —マネー「量」の拡大から、クレジット「質」の拡大に転換を

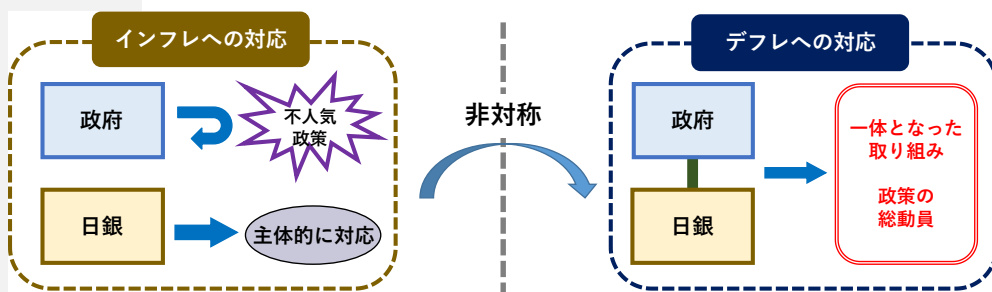
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■金融政策はインフレ抑制には効果を発揮する一方、デフレへの効果は限定的

金融政策の効果の非対称性

今日の経済政策の世界的潮流は、金融政策が全てを決めるとする1970年代から続くレジームのなかにある。その潮流のなか金融政策への過度な依存が続き、設定したインフレ目標の実現に向けて金融引き締め・緩和が行われてきた。一方、筆者の問題意識は、金融政策の効果は非対称的で、インフレ抑制には効果を発揮したが、デフレには効果が生じにくく、デフレ下での環境は大きく異なることが見落とされているということだ。以下の図表は、インフレとデフレで金融政策の対応が非対称的であることを示す概念図である。

インフレとデフレで非対称な政策と日銀の対応



(作成) 岡三証券

■金融政策には限界論も

デフレに必要なのは 金融政策の独立性よりも政策総動員

1990年代には日本でデフレ的圧力がかかり、2000年代以降、欧州でもデフレ圧力が生じたなか、金融政策の限界論が生じた。こうした状況は、1930年代の大恐慌下での「流動性の罠」の状況とも類似する。デフレへの対応は金融政策だけでは実現できず、中央銀行の独立性よりむしろ財政政策や

■「非伝統的」な政策総動員を事実上、先進各国が実施

構造対策も含め政府と一体となった政策総動員での取り組みが注目された。今日、先進各国で行われている政策は事実上、構造政策も含め政府と一体になっている。ただし、日本がバブル崩壊後から行ってきたことは、政策総動員で従来の対応とは異なることを「非伝統的」、「異次元緩和」として行ってきた歴史だった。今日、コロナショックに対峙し、米国の金融政策が「日本化」の側面を帯びるというのは、過去20年の日本の対応をたどる面があるからだ。

日銀はいつもフロントランナー

■日銀はマイナス金利を除き新たな領域の金融政策を世界に先駆けて導入

伝統的に中央銀行の金融政策は政策金利を操作し、市場に資金を供給するに際しても短期国債の購入で資金を供給することとされた。米国では長らく、「bills only」政策として財務省証券（3ヵ月物）が買いオペの対象に選ばれていた。中央銀行は翌日物の政策金利は操作しても、長期金利は市場に任せた。また中央銀行は国債の購入は行っても原則としてリスク性の商品は購入しないとしてきた。以下の図表は日米欧の中央銀行の金融政策の導入の比較を示す。日銀はマイナス金利を除き、各政策でのフロンティアであったことがわかる。また、信用緩和においてもいち早く新たな領域に踏み込んでいた。

金融政策の各国の導入時期比較

政策	日銀	ECB	FRB	備考
ゼロ金利	1999年2月	2016年3月	2008年12月	日銀が初
量的緩和	2001年3月	2009年7月	2008年11月	日銀が初
マイナス金利	2016年1月	2014年6月		
長期金利ターゲット	2016年9月			日銀が初

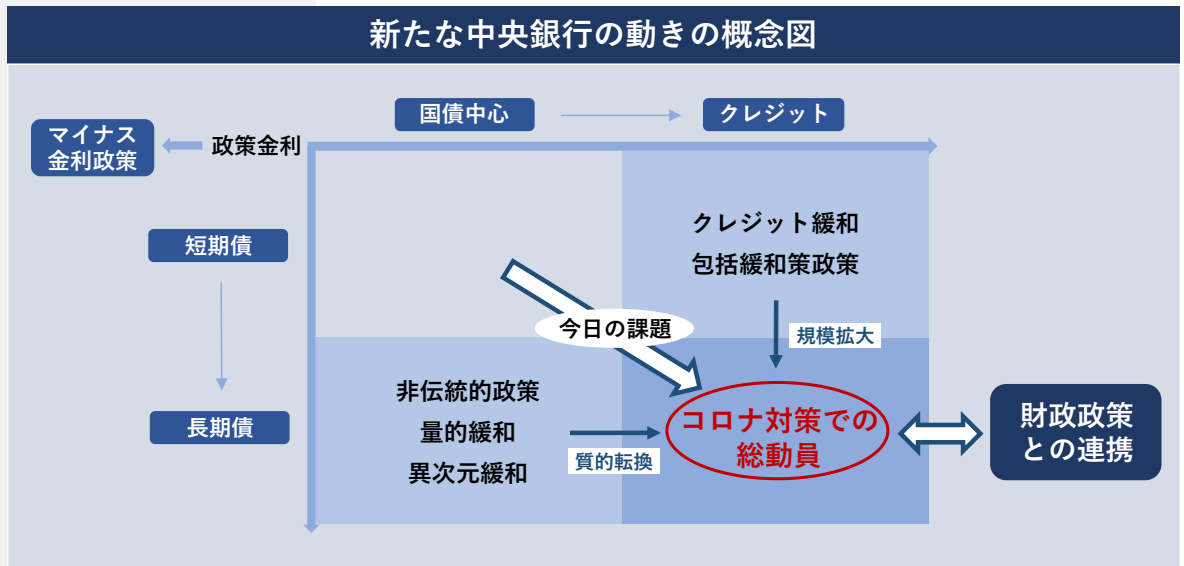
(作成) 岡三証券

■金融政策は、量的緩和やクレジット緩和へと拡大

金利の次元とクレジットの次元の拡大に

伝統的な金融政策からの転換は、大別して2次元の方向に向かった。第一が金利の次元であり、①長期債を購入する量的緩和にシフトしたこと。第二がクレジットの次元であり、②中央銀行が国債の購入から、信用緩和の名のもとにクレジット市場に影響を与える動きにも舵を切ったことだった。信用緩和の転機は、2000年代初の2つの非伝統的政策措置、①2002年開始の金融機関保有株式買い取り、②2003年開始

の資産担保証券や資産担保コマーシャルペーパーの買い入れだった。以下の図表は中央銀行の動きの変化を示す概念図である。



(作成) 岡三証券

金融政策と財政政策の融合に

先に示した政策総動員の姿は、金融政策が財政政策の分野にも踏み込むことを意味している。日本では2000年代に入ってから「信用緩和」の流れで踏み出し、非伝統的政策として銀行保有株式や資産担保証券に向かった。その後、リーマンショック後、2010年の「包括緩和政策」のなかでCPや社債の買い取り、ETF・REITの買い入れにつながった。さらに、黒田総裁になってからの異次元緩和のなかでは、ETF・REIT市場への一段の対応が行われている。

今日、FRBは低格付け社債の買い取り、貸出債権の買い取りに踏み出すことでクレジット市場への関与を行ってきた。米国の場合、シャドーバンクの領域が拡大するなかで、中央銀行の対応が従来の銀行に流動性を供給する伝統的なルートだけでは対応が困難になってきたことを示している。すなわち、金融政策の財政政策化はシャドーバンクの拡大が大きく影響したと考えられる。特に、今回、米国における負担がシャドーバンクに集約された面が大きいだけにその対応が必要とされたと考えられる。

「量」から「質」へ

日本も振り返れば、1990年代のバブル崩壊で「バブル3業種（不動産、建設、卸小売）」を中心としたバランスシート調整の影響が大きいなかで、その資産市場の調整には信用

■FRBもシャドーバンク問題を背景にクレジット市場に介入

■財政政策は「量的」よりも
「質的」な対応が重要に

緩和によって資産市場に影響を及ぼし、金融システムへの波及を遮断する必要が生じた。

以上の流れは、金融政策と財政政策の融合に向かう動きでもある。また、財政政策についても単に「量的」な拡大を国債発行で行うだけでなく、「質的」な対応、すなわち、クレジット分野に直接資金を誘導する動きに意義がある。今回のコロナ危機もバブル崩壊も信用の断絶が生じている。しかも、シャドバンクとされた信用仲介のルートの拡大が生じたなかで中央銀行の信用で直接的にクレジット市場に関与する必要が生じたことになる。

異次元緩和をクレジット市場に拡大へ

■異次元緩和で示した大胆な
動きをクレジットの次元に
拡大することが求められる

日銀は4月の金融政策決定会合でCP・社債の買い取り拡大、新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充を中心とした対応を行った。こうした動きは日銀が2000年代以降行ってきた非伝統的政策やリーマンショック後の包括緩和政策の延長線上のものである。一方、アベノミクスの一環として異次元緩和の中で行われてきたマネー拡大の動きは影を潜めているように見える。それは、異次元緩和がマネーの「量」の拡大で「期待」に働きかける動きであったのに対し、今日、求められるものは、それまでの非伝統的政策、包括緩和の枠組みのものであり、クレジット市場に働きかける側面をもっているからでもある。すなわち、今日、日銀に求められるのは過去7年の異次元緩和で示された大胆な動きをクレジット市場にも拡大することにある。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)