

日本銀行のコロナ危機対応策

伊豆久

はじめに

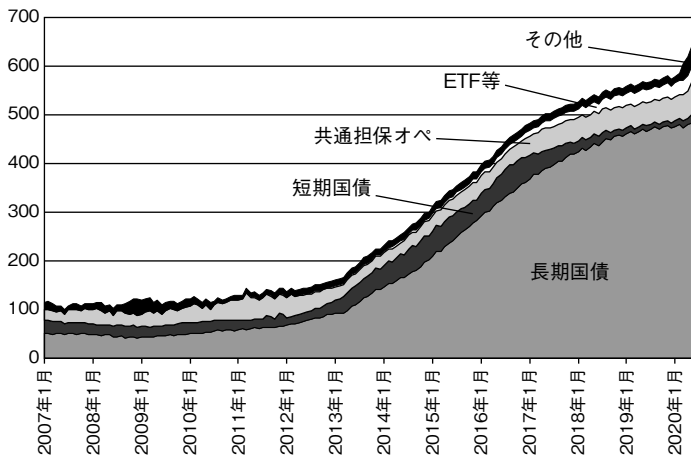
新型コロナウイルス危機に対して、各国の政府・中央銀行は異例の対応を続けている。本稿では、日本銀行の対応策を整理するが、その際、FRBの対応策との比較^①、またこれまでの日銀の政策展開のなかでの意味付けを試みたい。

1 日銀の資産拡大の特徴

図表1は、二〇〇七年から現在（六月末）までの日銀の資産の推移を示したものである。全体としては異次元緩和政策のもとでの長期国債の増加が目立つが、直近になって総額が急増しているのがわかる。

図表1から最近一年間を取り出し、資産項目ごとの変化を示したのが図表2である。これを見ると、①長期国債の保有額は漸増しているものの、コロナ危機を受けた大きな変化は

図表1 日銀の資産



(注) 兆円。2007年1月～20年6月、毎月末。ETF等 = ETF + REIT。

(出所) 「日本銀行時系列統計データ」より作成。

見られないこと、②大きく増加しているのは、「共通担保オペ」、「外国為替」、「短期国債」等であること、がわかる。順に見てみよう。

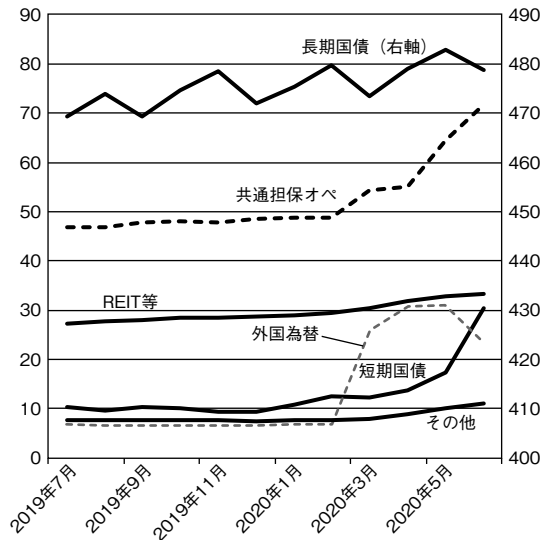
2 長期金利の変動と国債買入れ

図表3・4は、今年上半期の日米の長期金利の推移を示したものであるが、両者の動きには似たところが多い。

まず、二月の下旬から三月の初めにかけて急落しているが、これは感染症の拡大による景気悪化が懸念され、リスク資産から安全資産である国債へ資金が移動したためである。ところが三月九日を底に三月一九日のピークに向けて金利は急上昇（国債価格は下落）している。景気悪化が迫る中でリスク資産のみならず国債までが売り進められるというのは、リーマン・ショック時にも見られなかった異例の事態である。デリーの在宅勤務等もあいまって生じた国債市場の流動性低下と、国債をも売却し現金を確保しようという動きが、スパイラル的に連動したものと思われる。

こうした国債市場の急激な機能低下に対して、中央銀行が前面に出ることになった。日銀は三月一六日に「積極的な」、四月二七日には「上限を設けず必要な金額の」買入れを表明し、FRBも一五日に向こう数カ月で五

図表2 日銀の資産（直近1年）



(注) 兆円。2019年7月～20年6月、毎月末。ETF等=ETF+REIT。

(出所)「日本銀行時系列統計データ」より作成。

千億ドル以上の、さらに二三日には無制限の国債買入れ方針を明らかにした。

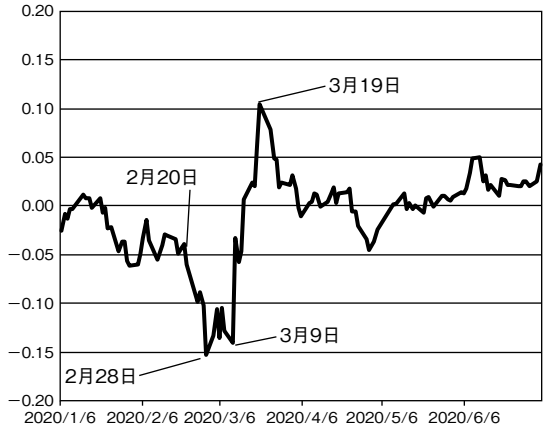
ところが、日銀が実際に行った国債の買入れは、図表2から明らかのように、それほど「積極的」なものではなかった。こ

れまでの増加トレンドからの上振れは確認できない。この点、FRBが図表5が示すように、長期国債保有額を短期間でほぼ倍増させたのと対照的である。

この違いは、長期金利の変動の大きさの違いによると思われる。図表3と4を比較するとわかるように、日本の金利は急上昇したとはいえず、〇・一％程度にとどまっております、日銀がYCC（イールドカーブコントロール）として発表している長期金利の目標変動幅（ゼロ％の±〇・二％）⁽²⁾の範囲内に収まっている。

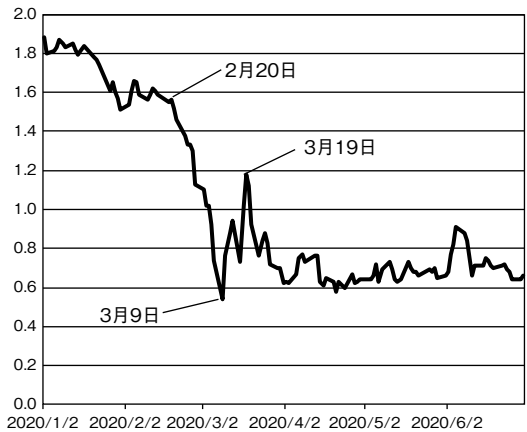
それに対して、米国の長期金利の変動、流動性の低下（B A スプレッドの拡大等）はより深刻であったため、

図表3 日本の国債利回り



(注) 10年物。%。2020年1月6日～6月30日、日次。
(出所) 財務省「国債金利情報」より作成。

図表4 米国の国債利回り



(注) 10年物。%。2020年1月2日～6月30日、日次。
(出所) FRB, H. 15より作成。

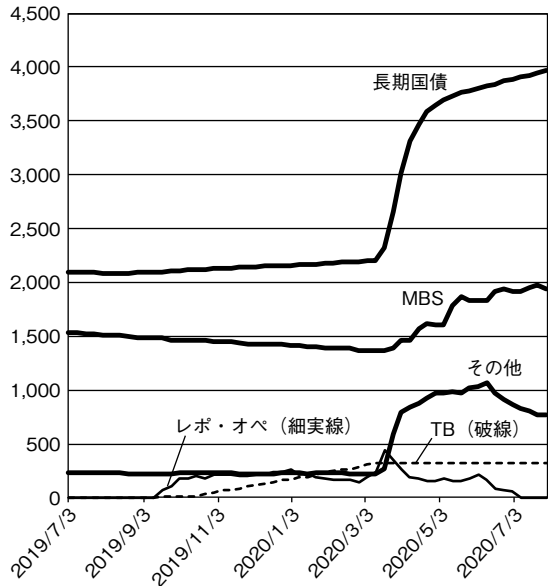
大胆な対応が必要だと判断されたものと思われる⁽³⁾。そのため、図表5が示すように、三月中旬から四月中旬にかけては一カ月で一兆ドルを超える国債が新規に買い入れられたのであるが、図表4とあわせて見れば明らかのように、国債市場が落ち着きを取り戻すのにあわせて買入れ額は急減している（足元では一カ月八〇〇億ドル程度に低下）。先に紹介した三月二三日のFRBの無制限買入れの宣言は、正確には「円滑な市場機能と金融政策の効率的な波及を維持するために必要な額」を買い入れるとの決定であったが、それは文言通り実行されていると言つてよいであろう。

3 国債買入れ政策の推移

ここで日銀の国債買入れ政策を、振り返ってみよう。

図表6は、二〇一〇年からの日銀保有の長期国債の純増額（対前年同月比）を示したものである。一三年四月の異次元緩和の開始（目標…年間五〇兆円増）、一四年一〇月異次元緩和の拡大（年間八〇兆円増）と買入れ額

図表5 FRBの資産（直近1年）



(注) 10億ドル、2019年7月3日～20年7月29日、週次（毎水曜日）。

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

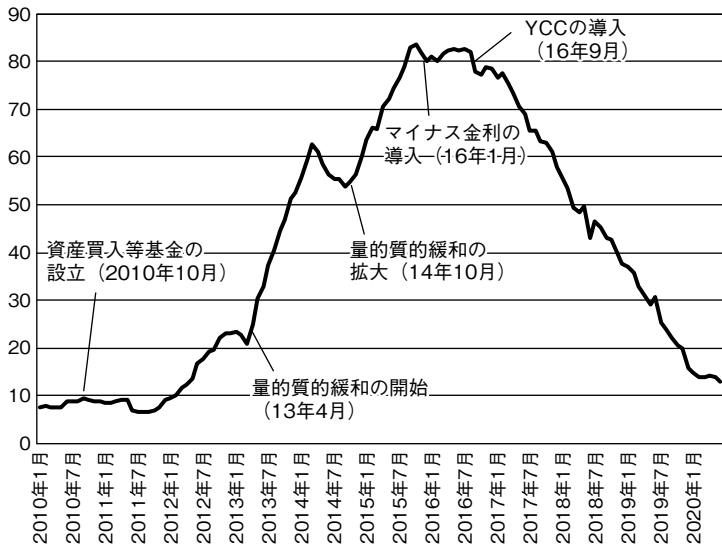
が増加しているが、それが天井となった。日本の財政赤字は年間三〇〇兆円程度であるため、それを上回る買入れは、市場から国債を吸い上げることになる。その限界に達したのである。

その結果、二〇一五年後半からの原油価格の下落とチャイナショックによる景気悪化・物価低迷に対しては量的緩和のさらなる拡大を行うことができず、金利の引き下げへと金融政策の枠組み自体を転換せざるをえなかった（一六年一月のマイナス金利導入）。この時点で、△長期国債の大量買入れ↓マネタリーベースの拡大↓期待インフレ率の押し上げ↓という異次元緩和の当初の論理はとん挫したのである。

マイナス金利政策は翌日物市場金利のマイナス〇・一％への誘導を目指したものであったが、結果的に、長期の金利までマイナス圏へ押し下げること

になってしまい、金融機関や機関投資家等から厳しい批判を浴びることになる。そこで、一六年九月に一〇年物国債金利をゼロ％程度に引き上げ、その水準で安定させることを目的とするYCCを導入。そしてその際、長期国債の買入れについては年間八〇兆円増を「めど」とすることが決定され、事実上テーパリングが開始されたの

図表6 日銀保有長期国債の純増額



(注) 兆円。2010年1月～20年6月。毎月末の長期国債保有残高の対前年同月比増加額。

(出所)「日本銀行時系列統計データ」より作成。

である。図表6から明らかのように、それ以降、新規買入れ額は減少しつづき、現在では二〇兆円を下回るペースにまで低下している。

そして今回のコロナ危機への対応のなか、四月二七日の金融政策決定会合において、長期国債の買入れ額を「上限を設けず必要な金額」とすることで、有名無実化していた「八〇兆円をめどとし」との文言が四年ぶりに削除された。

他方で、短期国債については、図表2が示すように、危機対応のもと買入れ額が急増している。これは、政府のコロナ対策に伴う国債の発行急増に対応したものである。図表7が示すように、一次・二次の補正予算を経て、国債発行額は当初予算より総額で八三・五兆円増えることとなり、その七割以上（六〇・九兆円）を当面、短期国債の発行で賄うことになっている。日銀はそれを支えるべく、五〜六月の二カ月で一七兆円近い短期国債を買い増したのである。

4 共通担保オペ

共通担保オペは、二〇〇六年に、それまでの「手形買入れオペ」を電子化する形で導入され、以来、日銀の金融調節（準備預金額の調節）

の主要手段であった。しかし、量的緩和のもとでは準備預金を調節する必要はなく、共通担保オペは本来の意味

図表7 2020年度国債発行予定額

区分	当初予算(A)	1次補正後	2次補正後(B)	(B)-(A)
40年債	3.0	3.0	3.0	0.0
30年債	8.4	9.3	10.2	1.8
20年債	10.8	11.7	13.5	2.7
10年債	25.2	27.0	29.7	4.5
5年債	22.8	24.6	28.2	5.4
2年債	24.0	27.6	33.0	9.0
割引短期国債	21.6	37.0	82.5	60.9
10年物価連動債	1.6	1.2	0.8	-0.8
流動性供給入札	11.4	11.4	11.4	0.0
合計	128.8	152.8	212.3	83.5

(注) カレンダーベース市中発行額（個人向け国債、日銀による借換引受分を除いた額）。兆円。

(出所) 財務省『債務管理レポート2020』25頁、図1-16（一部を簡略化、表記を変更）。

を失っている。現在では、代わって、担保の範囲や金利等を調整した各種特別枠を創設することによって、金融機関の企業向け貸出や被災地支援等を後方から促す役割を担っている。

図表2が示している三月以降の共通担保オベの増加も、共通担保オベの枠内での特別貸出制度の導入による利用増を反映したものである。

三月一六日には「企業金融支援特別オベ」として、日銀に差し入れられている共通担保のうち企業債務（社債や企業向け貸付債権等。したがって国債等は除く）を担保とする、金利ゼロ％、期間一年の貸出制度が設けられている（貸出枠非対象担保約八兆円）。銀行にとつての魅力は、この貸出では貸出残高の二倍に相当する額が準備預金における「マクロ加算残高」部分に加えられることである。すなわち、マイナス金利政策のもと、各銀行は日銀に保有する当座預金のうち「基礎残高」（適用金利〇・一％）、「マクロ加算残高」（同ゼロ％）を超えた部分については、「政策金利残高」としてマイナス〇・一％が課されている。ところが、この「特別オベ」による貸出を増加させるとその倍額が、マイナス金利適用の「政策金利残高」から金利ゼロの「マクロ加算残高」に移行するというわけである。

さらに四月二七日には、この特別オベの対象担保に住宅ローン等家計債務を含めることとしたうえで（貸出枠非対象担保約二五兆円）、貸出額と同額を「基礎残高」（金利〇・一％）に加算することとした（「マクロ加算残高」への倍額加算は継続）。日銀の貸出金利はゼロ％であるから、単純に金利だけを計算すれば、銀行は（貸出先からの金利収入とは別に）〇・一％分だけ確実に利益が得られることになる。

そして五月二二日には、新たに、政府の緊急経済対策による無利子・無担保融資等の中小企業向け融資額を上限とする枠（約三〇兆円）を設け、同じく、融資額と同額の準備預金に〇・一％を付利するとともに、倍額を「マ

ク口加算額」に加えることとしたのである。

すなわち、中小企業向けの緊急融資において、その信用リスクと金利を政府（財政）が負担し、日銀はその融資を行う銀行に同額の資金を貸し出すわけであるが、それにとどまらず、その際の日銀貸出の金利を事実上マイナス〇・一％としたことになる。銀行への事実上の補助金の供給である。

5 CPと社債

コロナ危機への各国中央銀行の対応のなかで最も大きな注目を集めたのは、FRBが企業への直接的な資金供給に踏み切ったことであろう。発行・流通市場双方で社債を買い入れ、さらには投資適格からはずれた社債も対象に含むとしたことが市場にサプライズを与えた。中央銀行による企業金融への関与は、個別企業への資金配分の一端を担うことになるうえ、企業の信用リスクの直接的な負担を意味するため、中央銀行の本来の業務とは見なされてこなかったからである。ただし、FRBの場合、財務省からの出資を受けたSPVを介する形をとっており、FRBが損失をこうむる可能性は抑えられている。

しかし、FRBと異なり、日銀にとってCPや社債の買入れは異例の政策ではない。

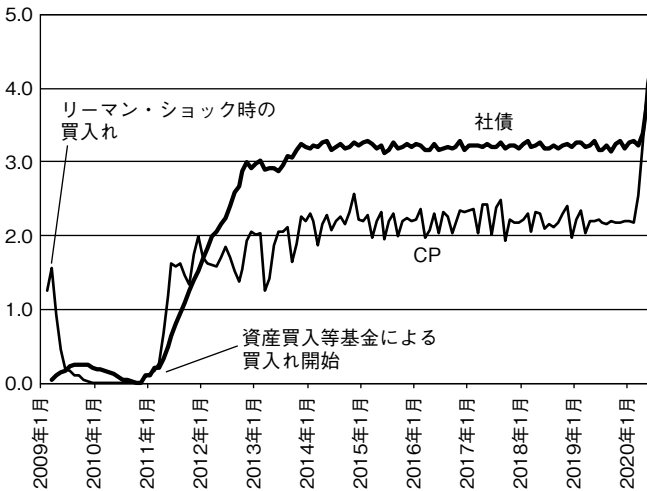
日銀は今年三月初めの時点ですでにCP、社債をそれぞれ二・二兆円、三・二兆円程度ずつ保有していた。それを今回三月一六日ともに一兆円、四月二七日にはさらに六・五兆円ずつ引き上げて、九・七兆円、一〇・七兆円とした。両者の残高は図表1・2では「その他」に含まれており、今年三月からの「その他」の増加はこの保有額の引き上げによる。日銀の資産総に占めるウエイトは小さいが、その意味は小さくない。先に見た「共通担保オペ」における特別オペでは、担保の調整や金利等での優遇が行われているものあくまで日銀の貸出先は銀

行であるのに対して、CP・社債の買入れは、日銀が直接企業のリスクを負うことになるからである。

そのCPと社債のみを取り出したのが図表8であるが、これを見ると、日銀のCP・社債の買入れが始まったのは、リーマン・ショック時であったことがわかる（二〇〇九年一月二二日にCP上限三兆円、二月一九日に社債上限一兆円の買入れを決定）。実施にあたっては企業金融の逼迫に対応した異例の措置であることが強調され、市場の動揺が収まった同年末に終了している。

ところが、二〇一〇年の秋に買入れが再開される。この時は、特例措置であるとの意味付けのために「資産買入等の基金」という枠組みが設定され、長期国債（銀行券ルーレを超える額）やETFなどとともに、CP・社債が買入れられたのである。ただしその目的は「金融緩和を一段と強力に推進するため」という抽象的なものにすぎなかった。実際の企業金融上の必要性というより、政府・国会等からの日銀批判への対応という側面が強かったのではないかと思われる。その金額は当初、五千億円ずつであったが次第に引き上げられ、一二年一〇月にはCP二・二兆円、社債三・二兆円となった。それが、今年三月まで維持されてきたのである。しかし、この一〇年近い間、日本の企業金融が、日銀による企業債務の直接保有を必要とするほど

図表8 日銀のCPと社債の保有残高



(注) 兆円。2009年1月～20年6月、毎月末。
 (出所) 「日本銀行時系列統計データ」より作成。

悪化していたとは言えないだろう。

今回のCP・社債の買入れ額引上げに関して、日銀の政策委員会の決定公表文では、従来保有額については「維持する」とし、引き上げ分は「追加買入枠」として区別されたうえ、追加分については「二〇二〇年九月末まで」と明記された（四月二七日）。今回の増額がコロナ危機に対応した一時的なものであることを明確にしようとしたのであるが、前述のように、CP・社債の買入れそのものが、リーマン・ショック時の「異例の」一時的措置だったはずである。しかも、今年九月末までとされた期限は、一カ月も経たないうちに来年三月末までに延長されている（五月二二日）。

6 外国為替

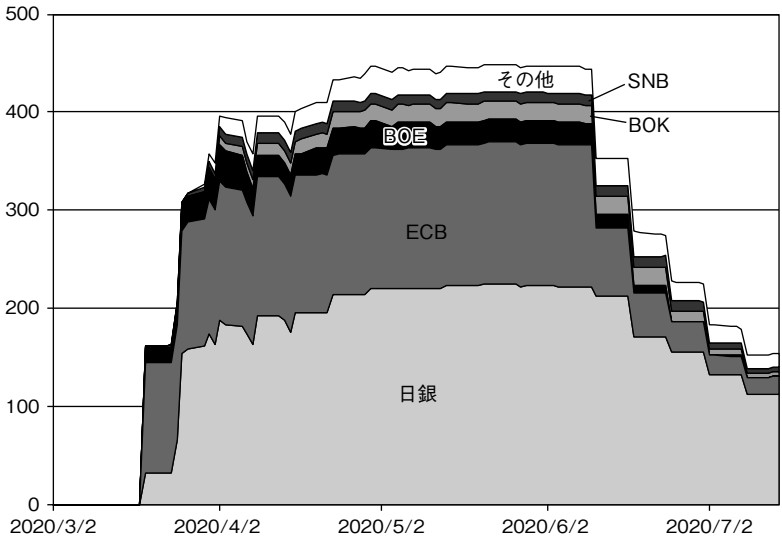
日銀の保有する外国為替も三月から大きく増えている（図表2）。日銀では、保有する外貨の時価変動分は損益に計上されるため（半額は引当金の積立・取崩によって調整）、為替レートの変化が資産の額に影響することはない。⁽⁴⁾ここでの急増は、日銀から民間銀行へのドルの貸出によるものであり、FRBとの為替スワップ協定にもとづく。

すなわち、日欧等の金融機関・機関投資家は、自国では低金利環境が続くなか、利回りを求めてドル建て資産への投資を進めてきた。そのためのドルは為替スワップなどの短期市場で調達されているが、コロナ危機によってドルの出し手のリスク回避姿勢が強まったため、市場での調達が困難となった。また米国の立場からしても、外国投資家による長期ドル建て資産の投げ売り（が招く暴落）を座視しているわけにはいかない。そこで、FRBが各国中央銀行に、それぞれの通貨を担保にドルを貸し出し、日銀やECB（欧州中央銀行）等がそれを自国

民間銀行に貸し出すという方法がとられたのである。図表2の外国為替の増加はこのドル貸出を表している。そして、六月に入って残高が減少しているのは市場が落ちてきていることを示唆している。

図表9は、同じものをFRBの側から見たものであるが、日銀の利用が最も多い。FRBと主要中銀とのスワップ協定は、サブプライムローン問題が悪化した二〇〇七年一二月に始められたものであるが、当時の最大の利用先はECBであった。ユーロ圏の金融機関がサブプライムローン等を裏付けとするドル建て証券化商品に大量に投資していたためである。ところが、その後のリーマン・ショックやユーロ危機によって欧州系金融機関はリストラを進め、対外的なポジションも縮小せざるをえず、それに交代する形で、ドル建て資産を増やしたのが日本の金融機関であった。そして図表9は、市場が落ちてき各国の銀行が市場での取引に移行しつつあるなか、日本では、当局の提供するドルへの依存度が比較的高いままであることを示している。

図表9 為替スワップ利用額（中銀別）



(注) 残高。10億ドル。2020年3月2日～7月15日、日次。
 (出所) FRBNY, "Central Bank Liquidity Swap Operations"より作成。

7 ETF

また日銀は三月一六日に、ETF、REITの買入れ額を、それぞれ年間一二兆円、一八〇〇億円に倍増することを決定した。なお、同日の決定公表文では、買入れ額の倍増は、「当面」の措置とされ、「原則的な買入れ方針としては」従来通りの各六兆円、九〇〇億円であるとされている。先述のCP・社債の場合と同様、買入れ額の引き上げはコロナ対応のための時限措置であることを強調したのである。

この政策にはどのような意味があるのだろうか。直接的には株価の下落に対応したものであるが、コロナ危機によって実体経済の悪化が見込まれる時、株価が下落するのは当然であり、株式市場として健全であるとさえ言えよう。また、国債市場と異なり、市場の流動性が極端に縮小したわけでもなく、そもそも株式市場は金融政策の波及ルートではない。

だからこそ、FRBもECBも株式市場に介入したりはしないのである。もちろん、FRB等においても、実際には、株価の下落を重要な背景として金利の引下げ等の政策変更がなされることがあるが、その場合も、物価（や雇用）の安定のためには実体経済の安定が必要であり、株価はそれを表す指標の一つにすぎないという原則は堅持されている。そこへの直接的な介入は、実体経済を写す鏡を歪ませ経済状況の把握をかえって難しくすることになる。

ところが日本では、日銀の買入れ額が市場規模に比べても非常に大きくなっているため、短期的な投資家は、日銀のETF買入れの有無を予想しそれを材料として売買しており、他方で（コロナ危機の収束後をにらむ）長期的な投資家は、一時的な要因による株価下落は絶対の買い場であるにもかかわらずそのチャンスを奪われてしまっている。

日銀の行動が、かえって株式市場における価格形成を歪め、その機能を損なっているのではないだろうか。

おわりに

コロナ危機のような異常事態への対応のありようから、各国中央銀行の特徴を見て取ることもできるであろう。FRBは、通常時には、主要証券会社（プライマリー・ディーラー）とのオペ、銀行への貸付しか行うことができないが、今回は、（リーマン・ショック時以来となる）「異例かつ緊急の場合」の対応を定めた連邦準備法第一三条第三項を発動することで、証券会社、企業、地方公共団体等への貸付を行っている。ただし、同項においても貸付は返済が確実な場合に限定されており、今回は財務省による出資を受けたSPVを経由するなどの方法がとられている。すなわち、危機時においても、FRBは流動性の供給、リスク負担は財務省という役割分担ができる限り維持しようとしたものと思われる。またリーマン時を振り返っても、発動された緊急貸付は、状況の回復を待ってただちに終了している。

他方、日本銀行の場合、CPや社債のみならず、ETFやREIT等のリスク資産を保有しているが、それらのリスクに対して財政からの信用補完はなく損失はすべて日銀の負担となる。いずれの中央銀行においても、利益のほとんどは国庫納付されるため、損失が発生した場合の財政への影響は結果的には同じことになるが、中央銀行による事実上の財政資金の供給は、議会決議にもとづく財政処理を原則とする財政民主主義からの逸脱である。

また、CP・社債や株式の買入れについてすでに述べたように、日銀では、一度始められた危機対応が、そのまま常態化しがちであるようにも思われる。企業金融や株式市場が一〇年以上危機的状況にあったとは言えない

だろう。「モラルハザード」や「市場機能」があまりに軽視されていないだろうか。今回の危機対応におけるリスク資産の買入は、「追加買入枠」や「当面」という言葉で、一時的な措置であることが示されているが、その行方についても注視が必要であろう。

注

- (1) FRBのコロナ対応策（ただし三月末まで）については、拙稿「FRBのコロナ危機対応策とリーマン危機との比較」本誌二〇二〇年四月号参照。
- (2) 二〇一六年九月二一日にYCCが導入された際、一〇年物国債金利は「ゼロ%程度」で推移するよう誘導されることとなり、その「程度」の意味は、 $\pm 0.1\%$ とされていたが、一八年七月三一日の金融政策決定会合において一〇年物国債の「金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるもの」とするとの文言が追加され、同日の総裁会見において、「概ね $\pm 0.1\%$ の幅から、上下その倍程度に変動し得る」との解釈が示された。
- (3) FRBの国債（とMBS）の買入れ措置については、Lorie K. Logan, "The Federal Reserve's Market Functioning Purchases: From Supporting to Sustaining," FRBNY Speeches, July 15, 2020参照。
- (4) 日銀の保有資産の時価の認識方法については、拙稿「日本銀行の引当金について」本誌二〇一八年二月号参照。

（いざ ひさし・客員研究員）