

# 日銀 まさかの追加緩和も

経済調査部 主任エコノミスト 藤代 宏一(ふじしろ こういち)

## まさかの追加緩和も

筆者は2018年中に日銀が出口戦略第一弾としてYCC(イールドカーブ・コントロール)の微調整に着手するとみているが、その予想は後ろ倒しリスクに晒されている。YCCとは短期金利と長期金利を日銀が操作する政策で、現在0%程度とされている10年金利が引き上げられると予想している。筆者が想定するYCC調整開始の条件は、①世界経済が安定成長の軌道を維持する下で②金融市場が落ち着きを保ち、③消費者物価が1%超で6ヶ月程度推移する、主にこの3つだ。このうち①は最近になって景気拡大のモメンタム鈍化を示唆する兆候が散見されているものの、足もとでも世界経済は潜在成長率を上回る成長軌道を維持しており条件を満たしている。③については2月に消費者物価は1%に乗せ、先行きについても同程度の推移が見込まれることから、条件を満たしつつあると言って良いだろう。問題は②だ。2月以降の株価調整はまだしも、足もとで急速に進みつつあるUSD/JPYの円高は、日銀の懸念事項になっているに違いない。USD/JPYが100円を大幅に下回れば、YCCの微調整といった引き締め方向への政策転換は難しくなる。そればかりか、円安方向への転換を促す“工夫”を日銀が検討してくる可能性すらある。

とはいえ、日銀の追加緩和手段は限られている。「金利」はマイナス金利深掘りや、片岡委員が主張するように10年超のゾーンに触手を伸ばすことも考えられるが、金融仲介機能への副作用を考慮すると採用し辛い選択肢だろう。金利低下による限界的効果は明らかに逓減している。「量」は残存する国債の流通量に限界があり、事実上放棄した買入れ額の目標を引き上げることが考えにくい。「質」

はETFの購入枠6兆円を増やすことが技術的に可能だが、日銀という公的機関が株式を購入することに対する世間のアレルギーは強い。選挙で国民の支持を直接受けていない日銀メンバーがそこまで大胆な政策を決定するのはハードルが高いだろう。このように「金利」、「量」、「質」の何れも追加緩和が難しい以上、日銀が採れる選択肢は「ガイダンスの強化」に限られるだろう。既に採用されているオーバーシュート型コミットメントは「消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」として、2%目標が達成されるまで「量」の拡大が約束されている強いコミットメントにみえる。しかしながら、この文章は1円でもマネタリーベースが増加していれば約束が果たされるという案外弱いものだ(極端な話マネタリーベースが減少しても「拡大方針は継続している」と言う事もできる)。既に2%目標の到達前にマネタリーベースの拡大ペースは鈍化しており、国債買入れの厳密な数値目標は事実上撤回されている。

## では何が考えられるか?

それを補強すべくYCCにコミットメントを導入することが考えられる。厳格度合いをどれほど強めるかなど難しい問題はあるが、こうしたコミットメントの強化は日銀が採用し得る数少ない(唯一の?)選択肢だろう。現時点で日銀の追加緩和が俎上にのる可能性は限定的で、今後もそうした状況は基本的に想定していない。ただし、USD/JPYが100円を大幅に割り込むなど日銀が最も避けたい事態に直面した場合は、事実上の追加緩和手段としてコミットメント(ガイダンス)の強化が選択肢として浮上してくる可能性は否定できない。