

## デフレ見通しで日銀にできること

～質的緩和以上に可能なこと～

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)

物価見通しは、いよいよデフレ局面入りを示唆している。すでに量と金利は目一杯の緩和で金融政策の余地は乏しい。質的緩和を3・4月に打ち出して、日銀は次に何ができるのかを考えてみた。新しく挑戦するとすれば、別に何ができるのか。

### 物価見通しの下振れ

コロナ禍の下では、消費者物価がマイナスの伸び率に転じることは間違いない。原油安が進み、需給ギャップが拡大するからである。飲食店でも、一気にテイクアウトに舵を切ったが、そこでは値引きがみられる。一部休業再開となったサービス業でも、未だ客足は鈍く、値引きによって何とか需要掘り起こしに動くだろう。

4月27日の決定会合では、展望レポートに2020年度の物価見通しが▲0.3～▲0.7%と示された(増税要因を除く)。やはり、日銀もデフレ懸念を強く警戒しているのだ。

日本経済研究センターのESPフォーキャストでも、コロナ感染が始まる前の2月集計では物価見通しは、2020年度0.13%から、直近5月は▲0.87%へと大幅なマイナスに転化している。これだけ大きなデフレ予想が発生すると、日銀は2%の物価目標への期待形成が失われるので、大規模な緩和策を打ち出さざるを得ないはずだ。

理屈の上では、大きな下振れリスクには、期待形成をつなぎ止めるための予想外の緩和ということになる。しかし、日銀の弾薬庫にはもはや在庫がなく、抵抗らしい抵抗ができないのが実情だ。

### 量と金利の限界

今の日銀にできることを確認していこう。まず、量的拡大は、国債買入れの上限を撤廃し、青天井である。政府の緊急経済対策では、追加的な国債増発は約25兆円くらいだと見込まれる。二次補正ではさらに増発額が積み増されるだろう。それを波乱なく消化するという役割はある。

ただ、それは財政政策の効果であって、金融政策の効果とはみなすことはできない。まして量的効果で物価が上がるというものではない。

金利面ではどうだろうか。イーロドカーブ・コントロールの下で長短金利の目標を引き下げられる。しかし、これも民間銀行の収益圧迫につながる。コロナ・ショックが民間企業への融資を厳しくさせ、さらに収益圧迫につながるマイナス金利の深掘りを行えば、かえってコロナ対策に逆行しかねない。現状では、マイナス金利の副作用は平時よりも大きくなっていると思える。

量も金利も追加的効果を及ぼせないとすると、残るのは質である。3・4月の会合では、この理屈通りにETF買い増し、CP・社債の買入れ増へと動いた。企業のリスクプレミアムを縮小させ、ファイナンスを促進するのが質的緩和という唯一の効果的なチャンネルである。

### まだできることはないか

そもそも中央銀行が物価上昇率をコントロールできないという立場を採れば、日銀はたいへん良くやっていると評価することができる。非常時の財政ファイナンスに手を染めて、企業の資金繰り支援に力を尽くしている。リフレ理論を放棄すれば、物価下落をコントロールできないから、「今はできることの最大限をやっている」と胸を張れる。なにも無理筋のリクエストに応える必要はない。

しかし、筆者は何とか伝統的な金融政策の枠組みを越えて、もっと有効性のある方策はないかと考えてみた。リフレでもない、伝統的政策でもない、新しい可能性の模索である。

ひとつは、マイナス金利貸出である。民間銀行が企業向け貸出残高を増やした分だけ、日銀から民間銀行へのマイナス金利での資金供給を増やす。そのときの基準金利を▲0.3～▲0.5%へと手厚くすると、それが信用補完になる。公的金融機関の代理貸付よりも強力なインセンティブがある。既存のオペレーションに加えて、マイナス金利での資金供給の枠をつくり、民間銀行に渡る金利分は、現在または将来の日銀納付金から差し引く。直接的に財政資金は使わない。

もうひとつは、民間銀行への劣後ローンの実行である。劣後ローンとは、返済期限を長くした資本性資金のことである。適用金利は高くするのではなく、極力低くすることで、民間銀行の運用余力を高める。2009年に実施された前例がある。

これは自己資本を増強することにはなるが、優先株で公的資金を受け入れるよりはハードルは低い。経営に日銀が口出しをすることはせず、自由に使える資金にする。劣後ローンとは言っても、返済期限が10年、20年と長い長期、または永久の据え置き型資金供給オペレーションの変形になる。

将来、今回のコロナ禍はきっと新しい不良債権問題へと発展するだろうから、そのときの備えとして金融システムを補強する役割を日銀は今から考えておくのである。

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。

