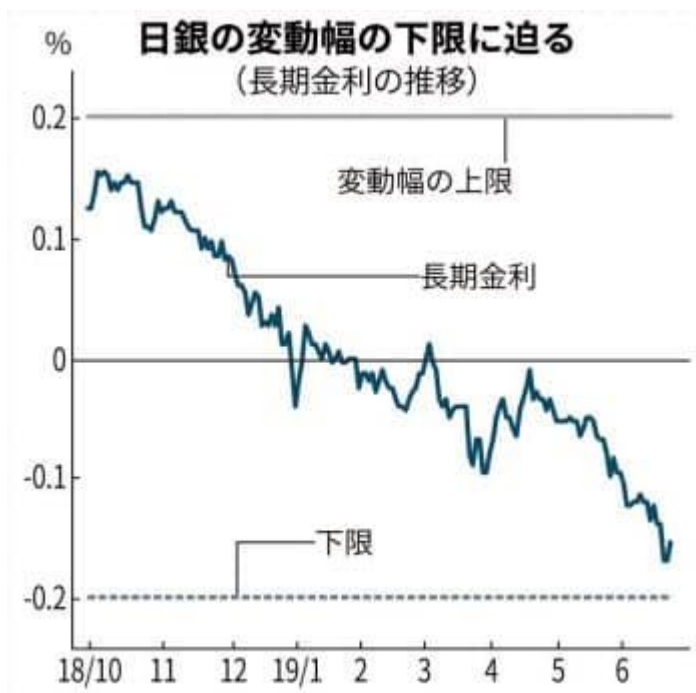


日銀は6月20日、金融政策決定会合を開き、短期金利をマイナス0.1%、長期金利をゼロ%程度に誘導する現在の金融緩和策（長短金利操作）を継続する方針を賛成多数で決めたものの、黒田日銀総裁は会合後の記者会見で「世界経済を巡る下振れリスクは大きい」と強調し、2%の物価安定目標に向けた勢いが損なわれれば「ちゅうちょなく追加緩和を検討していく」との方針を明らかにした。

この言葉の背景には、19日の米連邦公開市場委員会（FOMC）後に米国の年内利下げ観測が強まったことで米長期金利が大幅に低下し、日米の金利差縮小を意識した円買い・ドル売りが優勢になり為替市場では円高圧力が強まっていることへの懸念がある。黒田総裁は、従来通り「為替レートは金融政策の目標にしていない」と述べ、為替相場に対する直接の言及は避けてはいるものの、追加緩和を「ちゅうちょなく検討する」と繰り返し強調したのは、米連邦準備理事会（FRB）による利下げ観測が円高につながることへの強い危機感の裏返しがあるとみられている。現に長期金利の引き下げ幅は下限のマイナス0.2%に近づいており、これ以上の引き下げを現行の長短金利操作の裁量の枠組みの中で行うことが困難になってきているためである（図表1）。

（図表1）



現時点で日本銀行が金融緩和の追加策のメニューに掲げているのは、大きく①マイナス0.1%の短期政策金利の引き下げ、②「0%程度」の長期金利の誘導目標の引き下げ、③上場投資信託（ETF）やJREITの買い入れ拡大、④国債購入額の増加を通じたマネタリーベースの拡大であり、黒田総裁は「（これらの対策を）組み合わせて対応していくことも含めて適切な方法を検討する」と強調した。

金融緩和の追加策のメニューの長所、短所については、これまで、以下のようなことがしばしば指摘

されてきた（図表）。しかも、金融緩和の追加策は波及効果が複雑であるため多くの利害関係者が支持する追加策が存在しないのが実情である。しかしそうは言っても、検討に十分な時間が与えられているわけではなく、事態の進展似よっては短期の決断を求められる課題であることは間違いない。

（図表）各種金融政策の緩和メニューの長所、短所

追加策メニュー	長所	短所
①▲0.1%の短期政策金利の引下げ	円高進行への抑止力	金融機関収益や年金運用に打撃
②0%程度の長期金利の誘導目標の引下げ（長期国債の買いオペ量の操作）	円高進行への抑止力	金融機関収益や年金運用に打撃
③上場投資信託（ETF）やJREITの買い入れ拡大	株価等の下支え、消費者心理の改善	株価形成、市場規律のゆがみ
④国債購入額の増加を通じたマネタリーベースの拡大と緩和期間（フォワードガイダンス）の延伸	金融緩和のシンボリックな意味	金融機関収益や年金運用に打撃

そこで、こうした難しい局面にある日本がとるべき金融緩和の追加策をどう考えるべきかについて、6月27日の日経新聞朝刊は、この分野の第一人者と言われるコロンビア大学の伊藤隆敏教授の所見を求めている。これによれば、伊藤隆敏教授は、金融緩和の手段としては、上記図表に示したうちの、政策金利の引き下げ（マイナス金利の深掘り）と量的緩和（資産購入）の増額もしくは対象拡大が考えられるとし、特に、マイナス金利の深掘りに対しては、「貸出金利をより低下させ、住宅投資や設備投資の増加が期待され、また米国の政策金利が低下する時にも、日米金利差を一定に保てる」として肯定的な評価を示したことが注目される。逆に、金融緩和を継続するというフォワードガイダンス（将来の指針）も有力な手段だが、これまでのところ「オーバーシュート（行き過ぎ）を容認する」（16年9月）、あるいは「20年春までは緩和を継続する」（19年4月）というガイダンスに市場参加者の期待が大きく反応したとは言えないと否定的な立場を明確にしている。

ところで伊藤教授が支持するマイナス金利の深掘りは、銀行、特に地銀にとっては、預金金利をマイナスにすることはできないなかで、貸出金利や債券利回りの低下により収益をさらに悪化させるので、預貸利ざやが縮小し、同意を得ることが難しいとの批判については、これを理解しつつも、日本経済に人口減少や貸出先企業の廃業など、構造的な問題もある以上、政策の選択肢から外すのは難しいという立場である。

そのうえで、伊藤教授が、マイナス金利を導入しつつ副作用を最小限に抑えるための短期的な対策として提案しているのが、日銀から銀行への「貸出支援基金などによる資金供給」、あるいは「共通担保オペ（固定金利オペ）による資金供給」にマイナス金利を導入することだという。これらの方式は、金融緩和の効果を一段と浸透させるために、2012年12月に日本銀行が設けたものであり、マイナス金利の深掘り下でどのように有効性を発揮しうるのか、十分な説明が求められる。

そもそも、マイナス金利政策の採用は、それ自体が国民にとっては予想外のものであり、今また、その深掘りが行われるとなると、国民経済への不測の混乱も考えられないわけではない。国民の理解が進むよう、金融当局の見解を明らかにするよう望むものである。

（荒井 俊行）