

Economic Monitor

遅ればせながら追加緩和も辞さない姿勢を明確化する日本銀行

日本銀行は、バーナンキ議長に倣い、経済見通し次第で追加緩和も辞さない姿勢を明確化。追加緩和手段としては固定金利オペの増額が最有力だが、将来的には国債買入に対する日銀のスタンスが変化する可能性も。

日本銀行は9月6～7日に定例の金融政策決定会合を開催し、金融政策の現状維持（政策金利0.1%、国債買入1.8兆円、固定金利オペ30兆円）を決定した。8月30日の臨時会合から1週間強しか経ていないタイミングでの開催であり、現状維持にサプライズはない。但し、先行きの金融政策に対する姿勢については変化が見られる。8月30日の発表分では「中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていく方針」と記され、「最大限の」を追加することで、追加緩和の含みを残していた。今回の発表分では更に踏み込み、「先行きの経済・物価動向を注意深く点検した上で、必要とされる場合には、適時・適切に政策対応を行っていく方針である」と経済動向次第で追加金融緩和も辞さない姿勢を明確にした。これは、8月27日のジャクソンホール講演でバーナンキ Fed 議長が「経済見通しが著しく悪化すれば、FOMC は非伝統的な手法で追加緩和を実施する用意がある」と述べたことに相当する強い文言である。日本銀行は、景気の下振れリスク（特に海外経済・円高・株価）が更に高まれば、追加緩和に踏み切る可能性がある。

景気認識の基本は、現在の我が国経済は「緩やかに回復」、先行きは「回復傾向を辿る」であり、8月10日及び30日の会合から変化はない。但し、細部では下振れリスクの高まりが伝わるように微修正が図られた。日本経済の回復の理由から「海外経済の改善を起点として」の文言が外され、加えて輸出や生産の増加理由からも「新興国経済の高成長や世界的な情報関連財需要の拡大」が削除された¹。これは8月30日からリスク要因として掲げられた「米国経済を中心とする先行きを巡る不確実性の高まり」に対応した措置である。なお、8月30日の発表分を踏襲するかたちで、下振れリスクとして「米国経済を中心とする先行きを巡る不確実性の高まりと、これを背景とした為替相場や株価は不安定な動き」を指摘した上で、その下振れリスクに「注意が必要」とし、上振れよりも下振れを警戒していることを強調している。

日銀の追加緩和手段としては、8月30日の臨時会合での対応と同様に、固定金利オペの増額が最有力である。但し、Fed が国債買入に傾斜する下で、日本銀行に対しても国債買入増額の圧力が強まる可能性がある。国債買入に際しては、二つのハードルがある。一つは、ソブリンリスクに対する市場の懸念が払拭されていない状況で、マネタイゼーションと解されかねない国債買入を如何にして正当化するか（市場に悪影響が生じないようにするか）である。もう一つは日銀の長期国債買入の目的の変更である。前者は市場や財政当局との対話が重要だが、後者は日銀内での検討が鍵を握る。日本銀行は長期国債を、市場への長期資金の供給のために行っており、ゆえに保有残高を銀行券発行残高以内とする「銀行券ルール」を設けている。更なる大規模な国債買入に踏み切るのであれば、「長期資金供給」という買入の目的を変更（もしくは他の目的を追加）する必要がある（自動的に銀行券ルールの適用は外れる）。現在の非伝統的金融政策に対する世界の流れを踏まえると、そうした目的変更もあながち否定出来ないかも知れない。

¹ 他にも、輸出や生産について「一頃に比べ増加ペースが鈍化している」とペースダウンを示唆し、逆に個人消費については「とくに最近では猛暑の影響や耐久消費財の駆け込み需要がみられる」として7～9月期の上振れを示している。