潮 流

厳しい運営が迫られる日本の経済政策

取締役調査第二部長 新谷 弘人

日米欧の中央銀行は、新たな金融緩和競争（≒通貨安競争と言っていいだろう）のフェーズに入ったようだ。米国の中央銀行（FRB）は、7月に海外経済の減速や低インフレに対する「保険的」な対応としながらも、FFレート誘導水準の0.25%引下げに転じた。あわせて、8月からバランスシートの縮小（量的引締め、FRBの買入れた資産の一部償還）も停止することとし、利上げなどの金融政策正常化の流れは一旦休止することとなった。（9月には、さらに0.25%の利下げを行っている。）

欧州中央銀行（ECB）でも量的金融緩和の終了（18年12月）などの正常化を休止する動きが出ている。9月12日の理事会では、物価が目標に達しない現状と経済の下振れリスクへの対応として「包括金融緩和」を打ち出した。内容としては、政策金利の引下げのほか、フォワードガイダンスの強化、量的金融緩和の復活、銀行向け長期貸出の金利引下げや期間延長、利下げにともなう銀行経営への副作用軽減策、と（例えは悪いが）ラーメン屋の全部乗せのごとく、まさにすべて出しました、という感じだ。ただ、全部乗せはしたものの、それぞれの具は市場の期待を裏切る「小粒」であった感は否めない。実際、理事会後のドラギ総裁の記者会見は、財政に余裕のある国に対し効果的な財政出動の必要性を強調し、ECBの金融政策の限界、すなわちさらなる緩和の困難さを露呈するものとなった。

対する日本銀行の金融政策は、リーマン危機以降続く緩和をアベノミクスで大胆に強化して以降も、物価目標に到達する見通しは逃げ水のように先送りが続く、正常化できていない。米欧の緩和の動きに対して黒田総裁は、マイナス金利の深掘り（さらなる引下げ）など追加緩和の可能性を示唆する「口先緩和」に必死な状況だ。結局、9月の金融政策決定会合では追加緩和は行われなかった。声明文の中で、海外経済の減速の動きが続く下振れリスクが高まりつつあることから、経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において、「経済・物価動向を改めて点検していく考え」との一文を入れ、市場の期待をつなぎとめるのが精一杯であった。点検するのはある意味当たり前のことで決定会合の通常の仕事だ。副作用を上回る効果があり、何度も使える緩和の妙手があれば、米欧に追随して実行できたはずであり、今回追加緩和カードを切れなかったことからその限界がECB以上に表れているといえる。

今回の金融緩和競争は、トランプ大統領の米中貿易摩擦に端を発する覇権争いのツケがFRBに回されていることが発端の一つと言っていいだろう。トランプ大統領は、FRBやパウエル議長を得意のツイートで、「（小幅利下げは）ガッツがない、センスがない」「他国のようにマイナス金利にすべき」などと執拗に攻撃、恫喝している。アベノミクス第一の矢「大胆な金融緩和」は、円安誘導と株高により沈み切ったセンチメントの回復に大きく貢献し、デフレではない状態に持ち込むということに多大な貢献をした。ただ、足元では景気の本質が失われる一方で、追加的な金融緩和政策を行うことに限界がみえるのは日欧共通だ。欧州に限らず日本でも、厳しい財政状況のもとで、さらなる財政政策の活用が検討される可能性は相応にある。トランプ大統領に対しては、米中覇権争いを一旦休戦し、米国経済の悪化が製造業のみにとどまり個人消費に波及することを避ける、すなわち金融緩和競争に拍車をかけないよう願うしかない。