

改めて黒田緩和を振り返る

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 異次元緩和 10 年

安倍元首相は、一国のリーダーとしては異例なほど、特定の経済思想に肩入れしていた。いわずと知れたリフレ思想である。自民党が政権を奪取した 2012 年の総選挙期間中には、「建設国債を日銀に全額買ってもらうことで強制的にマネーが市場に出ていく」と、財政ファイナンス容認とともれる発言をしたこともある。アベノミクス の 3 本の矢として「金融政策」、「財政政策」、「成長戦略」が掲げられたが、重心は圧倒的に 1 本目の矢である金融政策に置かれていた。その安倍元首相肝煎りで誕生したのが、黒田体制である。

この 4 月で、黒田日銀の「異次元緩和」は 10 年目に入った。いろいろな評価軸があるのだろうが、自らが最初に立てた最も重要な目標である「2 年で物価目標 2%」は、10 年経っても実質的には達成できていない。これは厳然たる事実である。来年 4 月に任期満了を迎える黒田総裁にとって、足元の経済環境は目標達成に向けた最大かつ最後のチャンスといえるが、コストプッシュ型のインフレを、経済の前向きな好循環につながる良いインフレに転化させるのは容易ではなさそうである。

2. 弱かった景気への効果

結果重視という意味では、就任当初の株価の上昇は評価する必要がある。黒田総裁は就任と同時に、マネタリーベースを 2 倍に拡大するといういわゆる「黒田バズーカ」を打ち出した。当時の麻生財務相が「衝撃と畏怖」と称したこの政策で、株価は大きく上昇したものの、出だしが全盛期だった。「バズーカ第二弾」の効果は長続きせず、追加緩和のたびに効果は通減、マイナス金利導入の際は株価への押し上げ効果はほとんどなかった。サプライズ政策の限界という面もあるが、株価が好意的に反応するかどうかは、結局その時の外部環境次第である。バズーカ第一弾はタイミングが良かった。欧州債務問題の一巡で、第二次安倍政権の誕生前からすでに世界的に景気が上向いていた。日本の景気が谷を付けたのは安倍政権発足の前月（2012 年 11 月）である。その翌月に政権交代が実現し、世の中に漂っていた閉塞感が払しょくされた。黒田総裁の就任 5 ヶ月前からすでに株価は大きく上昇しており、バズーカ第一弾そのものが相場の流れを転換したわけではなかった。逆に、マイナス金利の導入は、前年 8 月の「チャイナ・ショック」と呼ばれる世界同時株安の余波を引きずるなかで実施された。

また、景気の押し上げという点では当初から目立った効果が得られなかった。初期段階の景気回復も、安倍元首相が就任後に打ち出した 10 兆円規模の補正予算の効果が大きく、効き目が切れるとともに景気も軟化した。この結果、物価目標の達成期限も次々に先送りを余儀なくされた。雇用市場は改善したが、都市部よりも地方の人手不足が顕著という実態からも、労働力人口の減少という供給サイドの要因が大きい。この点については白川前総裁が述べていた通りで、いかに非伝統的政策と言っても、景気への波及ルートは金利という、あくまで伝統的なルートである。それがすでに下がりきっていた以上、追加的な緩和効果がわずかなのは自然の成り行きであった。

3. 目立ってきた副作用

「異次元緩和」が、異次元なだけに、長く続けられる性質のものではないことは当初からわかっていた。黒田

総裁も「2 年」前後での短期決着を目指していたはずが、予想外に長期化し、その結果、効果よりも副作用の方が目立つようになった。

低金利環境の長期化は、地銀等の金融仲介機関の収益構造を弱体化させ、金融システムにストレスをかけた。いわゆるゾンビ企業の温存を通じ、日本の潜在成長率を引き下げる要因となった可能性も高い。日銀の国債の保有率も 5 割を超え、市場に与える歪みが無視できなくなってきた。他にもいろいろあるが、日銀自身、問題意識を持っていたことは、金融緩和の枠組みに再三手を加えてきたことから明らかである。2016 年に、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に衣替えしてからは、副作用にも目配りした政策が目立つようになった。付利金利の幅や対象範囲の拡大は典型だが、それは自らマイナス金利政策を骨抜きにする対応でもあった。再三再四つぎはぎを繰り返した結果、いつしか何をしたいのかわかりにくい枠組みに変貌してしまった。

財政悪化への感覚が麻痺したという副作用も見逃せない。いずれ財政リスクが顕在化するようなことになれば、異次元緩和も原因のひとつだったと論じられることになるだろう。これは最大のリスクだが、答えが出るのがいつになるかはわからない。

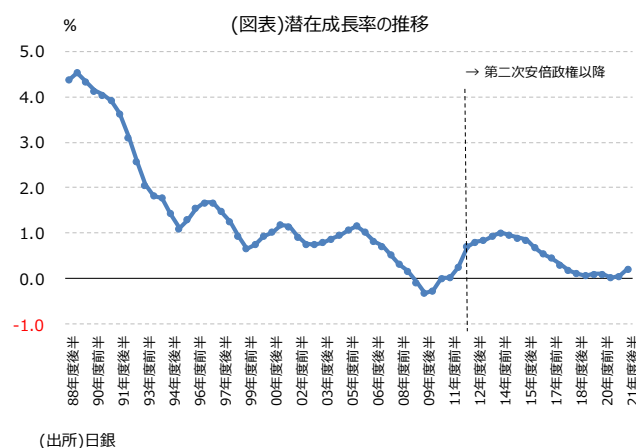
4. 政策修正の必要性

そろそろ、金融政策への過大な期待は改めるべきである。「日銀がお金をどんどん刷ればバラ色の未来が開ける」的な考えがまん延したことが、白川前総裁時代の極端な日銀叩きと、その後の異様な金融政策の出現につながった。結局、「異次元」な策であっても期待されていたほどの効果はなかったことが、この 10 年間で証明された。いずれは試さざるを得なかったという面では、黒田緩和はやって良かったとは思う。そうでなければ日銀は叩かれ続けていた。今、景気の低迷は日銀の金融緩和が不十分だからと考えている人はほとんどいない。日銀にとっては、これは大きな成果と言えよう。10 年かけて、十分な結果が出せなかったということなら、この先同じ路線を続けても、大きな効果が期待できると考える根拠は乏しい。そろそろ政策修正を考えるべき時が来ている。

路線転換が必要と言っても、日銀の場合、どのみちどんどん利上げできるわけではない。米国景気は後退局面入りが否定できず、そうなれば日本の景気が拡大基調を続けるのも極めて難しくなる。新総裁の最初の一手が金融緩和にならざるを得ない可能性もあるだろう。ただ、再び景気回復の暁には、イーールドカーブ・コントロール (YCC) の枠組みを見直す。効果よりも副作用の大きいマイナス金利は解除し、長期金利も指値オペ等で急騰は避けながらも、徐々に市場の力で動くよう戻していくべきである。

5. 低下を続けた潜在成長率

日本経済の根本的な問題は、潜在成長率の低下であり、金融政策で解決できる性質のものではない。緩和的な金融環境自体は粘り強く維持する必要があるが、アベノミクスの始動当初から、経済学者や民間エコノミストの多くが最も重要と述べていたのは、3 番目の矢である成長戦略であった。超金融緩和は、成長戦略が軌道に乗るまでの時間稼ぎの役割を担うに過ぎない。この点、黒田総裁は時間を十分過ぎるほど稼いだが、成長戦略は十分に機能しなかった。成果がなかったわけではない。インバウンドは、当初掲げた「2020 年に 2,000 万人」を 5 年も早く上回った。新たな目標の 4,000 万人も、コロナがなければ届いていただろう。TPP (環太平洋パートナーシップ) も、どちらかといえば政治的な目的が大きかったが、大きな成果である。一方で、20 年以上前から岩盤規制と言われてきた規制



の多くは、いまだに岩盤のまま残っている。

安倍元首相自身「どの岩盤規制も私のドリルからは逃れられない」と述べたほどのリーダーシップは発揮できず、成否のメルクマールである潜在成長率は、毎年成長戦略を更新するなかで下がり続けるという皮肉な結果となった（図表）。アベノミクス自体、3本の矢が途中から「強い経済」、「子育て支援」、「社会保障」に差し替えられ、その後、「1億総活躍」など、次々に看板が架け替えられるなかで、徐々に焦点がぼけていった。安倍元首相自身、任期の後半には、金融緩和に言及する機会がめっきり減っていった。

このまま超金融緩和を続けても、政府は日銀に寄りかかる姿勢を続け、必要な改革が遅れる一方になるのを助長するだけになるかもしれない。枠組み自体の金属疲労も進んでいる。最終的に問題になるのが財政リスクだが、与党内にMMT的な思想が根強く残る現状を考えると、意識改革は容易ではない。しかし、そのための唯一の手段が金融市場における「ショック療法」的なイベントにならざるを得ないのだとしたら、日本経済の先行きは極めて危うい。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411