

予想以上の縮小となった新型コロナ対応策

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 景気判断は変わらず

12月16-17日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。景気判断は、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」が維持された（図表1）。これで、2021年の全8回の会合で、すべて同じ判断を示したことになる。個別項目ごとの判断は、かなり動きのあった前回10月とは打って変わり、上方修正と下方修正が1項目ずつにとどまった（図表2）。まず、個人消費が、「感染症への警戒感などからサービス消費を中心に下押し圧力が依然として強いが、足もとでは持ち直しの兆しが窺われる」から「感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が幾分和らぐもとで、徐々に持ち直している」へと上方修正された。また、公共投資が、「横ばい圏内の動きとなっている」から、「高水準ながら弱めの動きとなっている」へと下方修正された。他の項目は前回の判断がすえ置かれた。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年1月21日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年3月16日	このところ弱い動きとなっている	↓	7会合（11ヵ月）ぶりの下方修正
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2会合（2ヵ月）連続の下方修正
20年6月16日	きわめて厳しい状態にある	↓	3会合連続の下方修正
20年7月15日	きわめて厳しい状態にある	→	
20年9月17日	持ち直しつつある	↑	3年2ヵ月ぶりの上方修正
20年10月29日	持ち直している	↑	2会合連続の上方修正
20年12月18日	持ち直している	→	
21年1月21日	基調としては持ち直している	↓	5会合ぶりの下方修正
21年3月19日	基調としては持ち直している	→	
21年4月27日	基調としては持ち直している	→	
21年6月18日	基調としては持ち直している	→	
21年7月16日	基調としては持ち直している	→	
21年9月22日	基調としては持ち直している	→	
21年10月28日	基調としては持ち直している	→	
21年12月17日	基調としては持ち直している	→	

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

（図表2）個別項目の判断

項目	10月決定会合	12月決定会合	方向性
----	---------	---------	-----

海外経済	総じてみれば回復している	総じてみれば回復している	→
輸出	基調としては増加を続けている	基調としては増加を続けている	→
鉱工業生産	基調としては増加を続けている	基調としては増加を続けている	→
企業収益・業況感	全体として改善を続けている	全体として改善を続けている	→
設備投資	持ち直している	持ち直している	→
雇用・所得環境	弱い動きが続いている	弱い動きが続いている	→
個人消費	持ち直しの兆しが窺われる	徐々に持ち直している	↑
住宅投資	持ち直している	持ち直している	→
公共投資	横ばい圏内の動きとなっている	高水準ながら弱めの動きとなっている	↓
金融環境	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	持ち直している	持ち直している	→

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

2. 新型コロナ対応策は予想以上の縮小

今回の会合では、新型コロナ支援策の縮小が発表された。詳細は図表3のとおりで、まず「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション（以下、コロナオペ）」については、中小企業を対象とした融資のうち、金融機関自身がリスクを負うプロパー融資分については、現行通りの内容で期間を半年間延長する。政府からの無利子無担保融資（ゼロゼロ融資）等のバックファイナンスである制度融資分については、優遇措置を縮小したうえで、半年間延長する。

大企業向けや住宅ローンを中心とする民間債務担保分については予定通り2022年3月末で終了する。CP・社債の増額買い入れについては、コロナ対応の増額措置を終了し、規模を元に戻す。

(図表3) 新型コロナ対応策の変更

<新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション>

	期間		付利金利		マクロ加算残高の算入		備考
	現行	変更後	現行	延長後	現行	延長後	
プロパー融資分	22年3月末	22年9月末	0.2%(カテゴリーⅠ)		残高増加額の2倍		現行通りで延長
制度融資分	22年3月末	22年9月末	0.1%(カテゴリーⅡ)	0.0%(カテゴリーⅢ)	残高増加額の2倍	残高増加額相当分	規模縮小のうえ延長
大企業向けや住宅ローンを中心とする民間債務担保分	22年3月末		0.1%(カテゴリーⅡ)	—	残高増加額の2倍	—	予定通り終了

<CP・社債の増額買い入れ>

増額期間		規模		備考
現行	変更後	現行	変更後	
22年3月末		合計で20兆円を上限	CP約2兆、社債約3兆	増額措置は終了し規模を元に戻す

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

CP・社債の増額買い入れの終了については、会合前に日銀から地均し的な発信が見られたこともあり、広く予想されていたが、コロナオペについては、政府から、広範なコロナ対策を含む大型経済対策が発表された直後ということもあり、筆者は歩調を合わせる形でとりあえず現行の形のまま延長される可能性が高いとみていた。今回の内容は、かなり思い切って縮小したとの印象がある。制度ごとに切り分けた細かい対応がなされたのも予想外だった。

プロパー融資分はそのままの形で延長となったが、これはコロナオペの残高約 80 兆円のうち約 5 兆円を占めるにすぎない。制度融資分も、付利がなくなるのであれば、金融機関にとってメリットはなく、4 月以降、残高は徐々に減っていく可能性が高い。このままであれば、カテゴリ II は事実上消滅に向かうということになりそうである（図表 4）。

なお、プロパー分の延長の理由について黒田総裁は、会合後の定例会見において、「**プロパーのほうは、これはまさに金融機関がリスクを取って中小企業の資金繰りを助けている、あるいは企業の存続を助けているというものですから、これは特に中小企業の一部、対面型サービスなどを中心に資金繰りの厳しいと**

ころが残っているわけですので、やはり引き続き金融機関にリスクを取ってもらって、資金繰りを助けてもらうということは重要だと考えています」と述べている。今回の縮小について、政府に対し事前の根回しは実施していると考えられるが、以前であれば、金融緩和に対し後ろ向きと評されかねない変更であっても、徐々に実施しやすい環境に変わってきている可能性はあるだろう。

（図表4）貸出促進付利制度の概要

<21年3月の決定内容>

	付利金利（インセンティブ）	対象となる資金供給
カテゴリ I	0.2%	コロナオペ（プロパー分）
カテゴリ II	0.1%	コロナオペ（プロパー分以外）
カテゴリ III	ゼロ%	貸出支援基金・被災地オペ

<短期金利を▲0.2%とした場合（仮説例）>

	付利金利（インセンティブ）	対象となる資金供給
カテゴリ I	0.2%より高い金利	制度の趣旨に沿って決定
カテゴリ II	0.2%	
カテゴリ III	0.2%より低い金利	

・カテゴリ II の付利金利は短期政策金利の絶対値、カテゴリ I はそれより高い金利、カテゴリ III はそれより低い金利とする。

・すべてのカテゴリの資金供給について、残高増加額の 2 倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する。

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

3. 事実上のテーパリングに舵を切っている日銀

日銀は実態として、欧米より先にすでにテーパリングのプロセスに入っているが、この点に関し、総裁会見では記者から直球質問が出された。「昨年 4 月に長期国債については 80 兆円の上限を設けない形に修正いたしましたけれども、最近を見ると前年と比べた増加額は 20 兆円を下回ってきていまして、短期国債も合わせると残高は前年同月よりも少ない状況になっています。ETF も同様に今年の春以降、購入は大きく減っています。総裁は粘り強く緩和を続けるとおっしゃっていますが、実態としては量的緩和は大きく縮小しているといえるかと思います。2%の目標の達成が遠い中で、こうした購入額の減少について、これはこういった判断によるものなのか、購入のお考え方をお聞かせください」というものである。

これに対し黒田総裁は、まず国債については、「**適切なイールドカーブを描くということによってやってきていまして、そのために必要なだけ国債を購入するということです。現時点で適切なイールドカーブが実現されているというふうに思いますので、何か金融緩和を縮小しているとか、正常化のプロセスに入っているとか、そういうことはまったくありません**」と回答し、国債についてはすでに量の拡大は目的ではないことを認めている。ETF と J-REIT については、「**大きく変動したときに大量に買い入れるということは非常に効果があるということが分かっていますので、そういったときには思い切った購入をいたしますけれども、そうでないときにはやはりめりはりをつけた形でやっていく**」と、いずれまた買い増す可能性もあるので引き締めではないという説明である。苦しいが、かろうじてアカウンタビリティは確保できている状態であろう。

ここまでの日銀の政策修正は実に巧妙だった。昨年 4 月には、すでに形骸化していた国債の年間積み増し額の「80 兆円をめど」を、コロナ対応を名目に「無制限」へと変更、いかにも金融緩和を強化するようなポーズをとりつつ、実際は減少していた買い入れ額と矛盾のない建て付けとした。結局、「無制限」とは減らす額が無制限という意味であった。ETF については、年間 6 兆円の積み増し目標を、コロナ対応で「上限 12 兆円」まで拡大したが、実際はそこまで積み増すことはなかった。その後、2021 年 3 月の「点検」の際は事前に規模縮小が予想されていた。市場では上限の 12 兆円を撤廃し、元々あった 6 兆円に戻すという予想が有力だった。しかし、日銀はこ

こでも上手で、ベースの 6 兆円の方を撤廃し、上限の 12 兆円のみ残した。12 兆円まで買い入れる可能性がある
ので大規模緩和の継続であるとの説明だったが、その後、足元まで約 2,800 億円しか買い入れていない。12 兆円
はあくまで上限なので、これも変更後の制度と矛盾しているわけではない。

副作用対策として、ある程度緩和縮小に動かざるをえない日銀の本音を市場関係者は見透かしているが、日銀
にとってはあくまで建前が重要であり、多少苦し紛れでも、アカウンタビリティが確保されていなければならない。
ただ、この先の修正、特に長短金利の誘導目標についてはハードルが高い。金利については、いずれまた下
げる可能性があるから引き締めではないとは言えない。もちろん、早期に消費者物価が 2%に達すればなんら問
題はないが、それは難しい。総裁自身、これ以上出口に向けて足を踏み出す意思はないようである。幸い、こ
こまでマイナス金利を事実上骨抜きにするような政策を積み重ねてきたことで、制度自体の持続性は増している。
薬が効きすぎて、11 月には地銀に対する優遇策の縮小を発表せざるをえなくなったくらいであり、少なくとも黒
田総裁の任期中は、「出口」への明確な方向転換は封印された状態が続くとみられる。

先週は、米欧が相次いで緩和縮小、あるいは引き締めに動いたことで、日銀も続くのではという観測が台頭し
やすい環境になっている。消費者物価に対し 1.5%程度の下押し圧力になっている携帯電話の値下げの影響が来
年 4 月以降剥落するのに加え、エネルギー価格の上昇の影響も加わることで、一時的に 2%に到達する可能性も
出てきているためなおさらである。定例会見ではそうした観測を打ち消そうとする黒田総裁の姿勢が目立った。
物価については、「**アップサイドリスクがあるかもしれませんが、それはとうてい 2%に及ぶとか、それを超える
とか、欧米のようなことにいく可能性はまずないと思いますので、欧米のように金融政策を正常化に向けて動き
だすというようなことにはならないというふうに思います**」とはっきり述べている。「**一時的な要因で物価が上
がっているときに、すぐに金融を締めるというようなことは好ましくない**」とも述べ、2%ワンタッチでは動か
ない姿勢も示している。

しかしいずれは、複雑化しすぎた金融政策の体系を整理する必要があるが出てくる。黒田体制の後継の執行部の顔ぶ
れにも左右されるため、現時点では予想しにくい、マイナス金利の解除は、2023 年 4 月以降の新体制の大きな
課題になるのではないかと考えられる。

4. 中長期的な金融政策の見通し

日銀にとっては幸いというべきか、2022 年以降、FRB は利上げに舵を切ることが予想されている。日銀にとっ
ては円高・株安を避けながら金融政策の正常化を進める絶好のチャンスである。FRB の利上げがかなり進んでか
らでないと、マイナス金利の解除はできないが、2024 年から 2025 年にかけてそうしたチャンスが訪れる可能性
がある。

ただ、前述のとおりアカウンタビリティの確保は難問である。マイナス金利の素直な解除はおそらく難しい。
制度自体は残して、対象となる資産の範囲を縮小するという、現行の路線の延長の形で案を練るか、YCC の時同
様、枠組み自体を根本的に見直す手法が考えられる。すでに雨宮副総裁の念頭には、様々なアイデアがあるに相
違ない。ただ、マイナス金利解除まではなんとかこぎつけることができたとしても、日本経済が持続的な利上げ
が可能になるほど回復するとも考えにくい。向こう 10 年というスパンで見ても、0%前半までの利上げが限界で
はないかとも考えられる。

テーパリングを超え、保有資産残高の縮小まで踏み切るには、オーバーシュート・コミットメントを撤回する
必要があるが、これもハードルは高い。どのみち国債の売却は難しく、期落ちを待つのが基本スタンスになるだ
ろう。短期国債が中心だった 2006 年時の量的緩和の縮小と異なり、長期国債を大量に購入している今回は、バ
ランスシート縮小は相当の長期戦になる。期落ちがなく、売らない限り減少しない ETF はさらに扱いが難しい。
株式市場へのインパクトを考えると、やはり日銀が売りに回るのは難しい。十分な期間が必要で、場合によって

は新たに創設した基金への移管等、日銀のB/Sからうまく切り離すための仕掛けが必要になると考えられる。

5. 再び円安についての質問が集まる

会見では、「賃金が上がらない中で、家計のほうに着目しますと、マイナスの効果のほうが大きいという議論もありうる」、「円安はプラスということで政策委員会の意見は一致しているのか」等、前回の会合同様、円安の悪影響の可能性を問う質問が複数出された。

この点について、黒田総裁は前回の会合で、手元の想定QAを読み上げる形ですでに模範解答を示している。多少長くなるが要約すると、「為替レートの経済への波及経路は変化している。円安によって輸出が増加する度合いは、海外生産が拡大したことで従来よりも低下している。反対に、円安が企業収益を押し上げる効果は、海外生産の拡大と海外子会社の収益拡大を通じてより大きくなっている。他方で原材料輸入比率の高い内需型企業の収益あるいは家計の実質所得の押し下げ圧力として作用する面もある。経済への影響はさまざまな相互作用で決まってくるので、その時々内外の経済物価情勢によって変化する。ただ、現時点の円安水準が日本経済にとって総合的にマイナスということはない」というものであった。

この見解について筆者は特に異論はない。当社の

経済モデルでは、原油価格が大きく変化しないなかで円安が進んだ場合は、130 円/ドルまで円安が進んでも経済にはプラスとの結果が得られる（図表 5）。同時に原油価格が 100 ドルまで進んだ場合、GDP には▲0.4%の押し下げ効果が働くが、これはもっぱら原油高の影響である。モデルからは、円安が進めば輸入物価は上昇するが、同時に輸出物価も上昇するので、両者が相殺し合うことで交易条件に与える影響はさほど大きくないことが確認できる。これに対し、原油価格の上昇が交易条件の悪化に及ぼす影響は大きい。

他に、黒田総裁が触れなかったポイントは株価への影響である。GDP に占める製造業のウェイトは約 2 割で、長い目で見れば低下傾向にあるが、東証一部の時価総額に占めるウェイトでは、2000 年代以降、製造業が約 5 割を占める状況が続いている。採用銘柄のなかには、外需に依存するグローバル企業が多く含まれており、株価を通じた景気への影響という意味では、円安は依然重要な意味を持つ。

ただ、実際原油高と円安の同時進行が見られた場合、「悪い円安」との分析や報道が増えるのは確実である。これで株価が大きく下落するようなことになれば、日銀にもなんらかの対応を求める機運が高まる可能性はなくはない。もっとも、黒田総裁自身が会見で、「**為替レートについてはまずは第一に為替政策とか介入政策が、これは政府の役割なわけです**」と述べているとおり、為替相場は日本の場合、財務省の管轄である。日銀としては、多少悪い円安であっても、悲願であるインフレ期待の上昇に結び付くのであれば歓迎であり、円安対応でなんらかの行動を強いられたくはないだろう。

（図表5）原油価格・ドル円と日本の実質GDPへの影響

		ブレント原油価格（ドル/バレル）				
		60ドル	70ドル	80ドル	90ドル	100ドル
円/ドル	100円	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
	105円	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.6%
	110円	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
	115円	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
	120円	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
	125円	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
	130円	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.4%

※足元の水準から原油価格・ドル円が変化した時の影響

<足元：12月7日>

ブレント価格：73ドル/バレル

ドル円：113円/ドル

（出所）OEGMより明治安田総研作成

※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