

日銀の「点検」をどう読むか

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 金融政策はすえ置き

12月17、18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。景気の現状判断も、「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」との留保条件を付けたうえでの、「持ち直している」が維持された（図表1）。個別項目毎の判断は、12月短観の結果を受け、企業収益・業況感が、「悪化している」から「徐々に改善している」に上方修正されたほかは、ほぼ全項目が前回から横ばいとなった（図表2）。

（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
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
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	→	

（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	持ち直している	持ち直している	→
輸出	増加している	増加を続けている	→
鉱工業生産	増加している	増加を続けている	→
企業収益・業況感	悪化している	徐々に改善している	↑

設備投資	減少傾向にある	減少傾向にある	→
雇用・所得環境	弱い動きがみられている	弱い動きがみられている	→
個人消費	全体として徐々に持ち直している	全体として徐々に持ち直している	→
住宅投資	緩やかに減少している	緩やかに減少している	→
公共投資	緩やかな増加を続けている	緩やかな増加を続けている	→
金融環境	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	→
予想物価上昇率	弱含んでいる	弱含んでいる	→

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

2. 「金融緩和の点検」を実施

追加金融緩和ではないが、今回の会合では、以下の政策が発表された。いずれも全員一致の決定である。

① 「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の延長

- ・ CP・社債等の買い入れの期限を 2021 年 9 月末まで半年間延長 → 追加買入枠は CP、社債それぞれ 7.5 兆円だったが、合算し合計 15 兆円とする
- ・ 新型コロナ対応金融支援特別オペの延長 → 期限を半年間延長し、2021 年 9 月末までとする。あわせて、プロパー融資にかかる一金融機関当たりの上限（1,000 億円）を撤廃

② 2%を実現するためのより効果的で持続的な金融緩和の点検

- ・ 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは変更しない
- ・ その中で、各種の施策を点検し、3 月会合を目途に結果を公表

まず、①の新型コロナ特別オペの延長は予想通りである。企業の年度末越えの資金繰りのサポートであれば、1 月会合でも十分間に合うが、市場予想に対し後手に回ることになり、印象としては良くない。また、FRB（米連邦準備制度理事会）や ECB（欧州中央銀行）が今月、相次いで金融政策になんらかの変更を施してきた中で、日銀だけ無風では、ただでさえ円高バイアスがかかり続けている為替相場の流れを加速するリスクがあった。

問題は、3 月会合で結果を公表するとしている、「より効果的で持続的な金融緩和の点検」をどうみるかである。今から予告するということは、現行の金融政策の枠組みになんらかの変更を施すことを予定しているということである。もっとも、公表文では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みは、現在まで適切に機能しており、その変更は必要ないと考えている」としている。一番外側の「大枠」の部分は変えないということである。黒田総裁も会見で、「**長短金利操作付き量的・質的金融緩和のフレームワークも変えませんが、2%の物価安定の目標その他のコミットメントも変えるつもりはまったくありません**」と断言している。ここまで断言するということは、すでに大体の方向性は決まっているということであろう。

黒田総裁は、「より効果的かつ持続できる運営というか、資産買い入れの仕方があればそういったものを忌憚なく検討して取り入れていきたい」と述べている。あくまで、現行の枠組みの中で、各種の資産の買い入れ方法を検討するということだが、資産の買い入れ方法は金融政策の性格を決定づける部分であり、その内容次第では、大枠は変わらない中でも、金融政策の姿はかなり違ったものになりうる。

3. ETF の買い入れ縮小が主目的か

黒田総裁が定例会見で再三強調したのは、「より効果的で持続的な方法」である。重点が置かれているのは後

者の「持続性」であろう。記者からの質問にもあったが、持続可能ではないメニューの代表格は、売却しない限り残高が減らないETFとJ-REITである。特に、ETFに関しては、日銀が事実上の筆頭株主に躍り出る企業が継続するなど、株式市場に与える歪みが再三指摘されてきた。おそらくはこの両者、特にETFの買い入れ縮小を企図した「点検」とみて間違いないだろう。

日銀にとって難しいのは、金融市場が、日銀が早晚出口に向かうことを前提としたトレードを行なう隙を与えてはならないという点である。黒田総裁も会見で「出口の議論はしない」と再三強調している。したがって、打ち出し方が問題になるが、もし、3月の会合時点で景気が悪化に向かっているならば、ETFの買い入れ額を「無制限」に変える方式が使える。日銀は、4月27日の決定会合で、年間80兆円をめどとする国債の購入額を、無制限へと変更した。実際の買い入れ額が20兆円台まで低下する中、再三矛盾が指摘され、重荷となっていた80兆円というめどを、追加緩和との言い方でうまく撤廃することに成功した瞬間だった。しかし、曲がりなりにも景気が回復軌道にある中で、同様の措置を実施した場合、「無制限」が金融緩和を意味しないことを、自ら明らかにしてしまう結果になりかねない。その場合は、買い入れ幅のレンジを拡大するといった手法が現実的になる。

4. 成長基盤融資の「環境版」を創設の可能性

大々的に「点検」を予告しておいて、実施事項がETFやJ-REITの買い入れ方法の変更だけということはないだろう。これでは、「大山鳴動して鼠一匹」の印象は否めないのに加え、金融緩和の後退という印象を市場に持たせずに済むのも難しくなる。なんらかの新機軸が入る可能性が高いが、この点も、会見にヒントがある。会見で黒田総裁は、気候変動、環境を意識した取り組みを考える余地があるのかという質問に対し、「**気候変動が実体経済さらには金融システムに影響を与える重要な要素になっていることは事実でありますので、これは中央銀行としての使命にも関係してくるということで、一中略一 調査、研究、あるいは金融面のリスク把握など、必要な対応を行っていききたいというふうに考えております**」と答えている。

ここは、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の環境版として、環境対策に積極的な会社に対する民間金融機関の貸出に、金利面での優遇措置をつけるという案が考えられる。当然ながら、成長基盤融資同様、日銀自身が企業の選別を行なう形にはならないと考えられ、似たスキームなので導入しやすく、かつ、脱炭素化が菅政権の成長戦略の目玉であることを考えれば、政府との協調姿勢もアピールできるというメリットがある。

5. YCC変更の可能性も否定できず

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の中核であるYCC（イールドカーブ・コントロール）にも何らかの変更が加えられる可能性がある。黒田総裁は、「持続可能な資産の買い入れ」には国債は含まれないとは言っていない。会見では、「**総括的検証におきまして、超長期金利の過度な低下は保険や年金などの運用利回りの低下などの影響を及ぼす可能性があるというふうに指摘したわけですが、現在でもこうした認識に変わりはありません**」と述べている。市場でもたびたび話題に上がっていた10年国債から5年国債へのターゲット変更を、このタイミングで行なう可能性がある。

10年国債利回りの変動許容幅の拡大といった微修正にとどまる可能性もあるが、これなら「点検」なしにも実施は可能だし、実績もある。「検証」や「点検」といったイベントはそうたびたび繰り返せる性格のものではない。前回の「総括的検証」からすでに4年が経過している。今回を逃せば、おそらく黒田総裁の任期中はYCCには手を付けられない。黒田総裁も、そろそろ後任への引き継ぎに向け、様々な課題を整理していかなければならない時期に差し掛かりつつある。単に10年から5年に変えるという単純な手法ではないかもしれないが、いずれにしても、仰々しい手続きを踏む以上、もう一步踏み込んだ変更がなされると見ておきたい。

まとめると、3月の決定会合で実施が予想される変更は、

- ① ETF、J-REIT の買い入れの柔軟化（事実上の縮小）
- ② 環境問題に積極的な企業に対する貸出支援スキームの創設
- ③ YCC のターゲットの 10 年国債から 5 年国債への変更

の 3 点である。

6. 企業の延命措置ではないと強調

会見では、特別プログラムの延長が、いわゆるゾンビ企業の延命措置になるのではないかと質問が出された。これに対し黒田総裁は、「私はまったく当たらないというふうに思っております。－中略－あくまでも民間の金融仲介機能を助けるというものでありまして、ゾンビ企業を助けるということにはならないというふうに思っております」と答えている。貸出先の選別は金融機関が行なうので問題ないという意味かもしれないが、こうした政策が長期化すればするほど、ゾンビ企業の延命につながりやすくなることは確かである。かつての 90 年代のバブル崩壊の際も同じ議論があり、数々の実証分析も出されている。しかし、企業の資金繰りの円滑化が喫緊の課題であることを考えれば、現状では玉石混交で救う結果になるのはやむを得ない。本来は政府が、経済対策策定の際に、貸出先の選別基準のようなものを作るのが理想だが、策定そのものが困難なのに加え、いちいち審査に手間と時間をかけていたら、健全な企業まで救済が手遅れになりかねない。

ただ、こうした政策はえてして半恒久化しがちであり、そうならないような仕掛けは必要である。景気が回復に向かった際には、しっかり手じまいできるよう、ある程度基準のようなものを用意しておくのが望ましい。しかし、実際問題、手じまいの計画に対しては、時期尚早との反対が集中しそうである。結果として、ゾンビ企業の残存、言い方を変えれば、経済の新陳代謝が鈍ることが、日本の潜在成長率を押下げる構図が後々まで残る可能性は低くない。

※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