

2024. 4. 5

植田日銀1年の振り返り

～ここまでは順調だが、真の正常化への道のりは長い～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 市場に大きな混乱をもたらすことなく、ここまで正常化の歩みを進めてきた植田総裁の手腕は称賛に値するが、市場とのコミュニケーションは必ずしも終始円滑だったわけではない
- 就任当初はハト派的な情報発信が目立ったが、アベノミクスの残滓にこだわるより円安対策への協力を望む岸田政権、日銀に金融緩和を求める社会的圧力の消滅、こうした環境のなかで市場機能の回復を急ぎたい日銀プロパーの思惑等があいまって、早期正常化への流れが作られていった印象
- 膨れ上がった日銀B/Sの縮小には長い時間がかかる見込みで、その意味で正常化は道半ば

1. 当初はハト派的なスタンスを強調

3月18、19日に開催された金融政策決定会合で、日銀はマイナス金利の解除に踏み切った。2016年1月のマイナス金利の導入から約8年を経ての解除で、福井元総裁下で実施した2007年以来、17年ぶりの利上げであった。市場に大きな混乱をもたらすことなく、ここまで正常化の歩みを進めてきた植田総裁の手腕は称賛に値するが、市場とのコミュニケーションは必ずしも終始円滑だったわけではない。4月9日で、植田総裁の就任から丸1年を迎える。ここでは、植田日銀のこの1年間を簡単に振り返ってみたい。

総裁就任前の植田氏は、候補としてはほぼノーマークだったが、市場が驚いたのは一瞬で、すぐさま歓迎ムードに変わった。著名な経済学者であり、日銀審議委員を7年の長きにわたって務めた植田氏が金融政策の理論に造詣が深いのはもちろん、日銀の実務や内情を熟知しているという点もよく知られていたためである。元金融庁長官の氷見野副総裁と日銀生え抜きの内田副総裁の2人を加えた新執行部は、バランスのとれた安定感ある布陣という評価がもっぱらであった。

その後、1年も経たないうちにマイナス金利の解除までこぎつけようとはいったい誰が予想しただろう、と言いたいところだが、当初は植田日銀が早期に正常化に動くとの見方が少なからずあった。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が制度疲労を起こしているのは周知の事実で、植田総裁自身問題意識を持っていたのは就任前の著作物等から明らかであり、体制が変わるのは政策変更にいいタイミングと考えられたためである。ただ、ハト派的な情報発信を繰り返すことで、そうしたムードを消し去ったのはほかならぬ植田総裁自身であった。

植田総裁は、就任前の国会における所信聴取の段階から、再三にわたりイールド・カーブ・コントロール(YCC)を継続するとの発言を繰り返した。4月27、28日の最初の金融政策決定会合では「多角的なレビュー」

の実施計画を発表、ゆくゆくは政策変更の根拠とする可能性を示唆したものの、「**私や新副総裁の任期が5年でございますので、その任期中にある程度のレビューの結果を出して、それを残りの任期である程度役に立てたい**」と、たとえ正常化への道筋を探るとしても任期をフルに使った長期計画になる方針を匂わせた。この間、債券市場は落ち着いた推移が続く一方で、株価は上昇トレンドを続けていた。金融政策の修正作業を手掛けるにあたってはある意味絶好のチャンスであったが、4月に続き、2回目の会合となる6月も動かなかったことから、市場における早期正常化観測は萎んでいった。

2. 突如動いた7月会合

こうしたなか、7月の会合で突如動いたことに唐突感を覚えた市場関係者は少なくなかったとみられる。具体的には、10年国債利回りの変動許容幅（上下±0.5%）を維持したうえで、連続指値オペの水準を0.5%から1.0%に引き上げ、0.5%から1.0%までの緩やかな上昇を容認するというものであった。単なる変動許容幅の拡大としなかったのは、出口政策の一環と受け取られるのを防ぐ意図があったとみられるが、紛れもなく大きな一歩だった。

公表文では政策変更の理由について、「（予想物価上昇率が）上振れ方向の動きが続く場合には、実質金利の低下によって金融緩和効果が強まる一方、長期金利の上限を厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じるおそれがある」としたが、背景に政府の動きを感じ取る向きも多かった。

岸田首相は元々、経済政策面ではアベノミクスと距離を置いている。解散・総選挙のタイミングを図るなかで、安倍・菅政権時代には見られなかった極端な円安が家計を圧迫する構図にも懸念を覚えていたとみられる。巨額の政府債務の存在を考えれば、どんどん利上げされるのは困るにしても、少なくとも「棒を飲んだような」金融政策に固執する必要はないとのシグナルが日銀に対し送られていた可能性は高い。

超低金利に慣れ切ったとみられていた国民の間にも、日銀の姿勢に徐々に不満が高まっていた様子が、アンケート調査などから示されていた。こうした空気は日銀という組織にとっては「渡りに船」だっただろう。そもそも、中央銀行の本分はいかにして市場機能を活かすかというところにあるにもかかわらず、それとは真逆の仕事にかれこれ25年にわたり邁進してきたという事実がある。この機に金融政策の正常化を急ぐべしとの意見が、内部から盛り上がってきてもおかしくなかった。植田総裁のスタンスが、政策委員の中では相対的にハト派なのは確かである。しかし、アベノミクスの残滓にこだわるより円安対策への協力を望む岸田政権、日銀に金融緩和を求める社会的圧力の消滅、こうした空気に乗じ市場機能の回復を急ぎたい日銀プロパーの思惑等があいまって、早期正常化への流れが形成されていったと考えられる。

3. 変わる情報発信

植田総裁の情報発信も少しずつ変わり始めた、9月9日付の大手紙のインタビュー記事では、賃金と物価の好循環が確認できる時期について「**年末までに十分な情報やデータが揃う可能性はゼロではない**」と述べたほか、「**ビハインド・ザ・カーブは、積極的に許容するというわけではない**」、「**インフレ率の上昇をやや過小評価していた**」と、タカ派的な発言を連発した。

誘導尋問の影響もあった可能性は捨てきれず、直後の9月会合では再度ハト派的な発言を繰り返すなどスタンスがぶれている印象も受けたが、10月30、31日に開催された会合ではYCCのさらなる柔軟化に踏み切った。±0.5%程度を目途としていたレンジを撤廃し、上限の目途のみ+1.0%として残す。急速な動きには指値オペや臨時オペ等の手段で対応するが、ファンダメンタルズに沿った動きと認められれば、+1.0%を超える上昇も認めるといふもの。事実上の10年国債利回りの操作目標撤廃と言ってもよい決定であった。

この時は、会合のつい1週間前まで、すえ置きとの見方が大勢を占めていたが、その後の日銀界限からの情報発信や新聞報道などから、会合の前日までにはなんらかの修正に動くとの見方が優勢になっていた。植田総裁は元々、YCC という政策の性質上、サプライズ的な政策変更やむなしとの立場を示していたが、日銀の国債貸出制限等の効果もあって、いわゆる YCC アタック（投機筋による YCC 放棄を狙った国債売り）を受ける懸念が一時より低下していたことが、市場に政策変更を事前に織り込ませて、株式や為替まで含めた金融市場へのショックを和らげるという通常のコミュニケーションを可能にしたとみられる。日銀が正常化へのルートを着実に歩むなか、市場の日銀からの情報発信への注目度は一段と増していった。

4. 年明け以降正常化に向けた動きが加速

12月7日の参議院財政金融委員会における植田総裁の、「**年末から来年にかけて一段とチャレンジングになると思っている**」との発言が市場を一時揺さぶった。これについては後日、今後の仕事への取組み姿勢について述べただけと釈明したことでとりあえず落ち着いたが、今となってみれば、正常化に向けた計画が水面下で進む中で口が滑った可能性は否定できない。実際、年明け以降、植田総裁や内田副総裁から、金融政策の早期変更を市場に印象付ける「地均し」的な発言が目立って増えた。

1月22、23日の会合では、金融政策はすえ置かれたが、展望レポートでは、賃金と物価の好循環の実現が着実に前進しつつあることを示す表現が散りばめられたほか、会合後の総裁定例会見では、植田総裁がマイナス金利解除後の金融政策運営スタンスに言及するなど、本格的に地均しが始まったという印象を受けた。展望レポートでは、物価目標の達成見通しについて、「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」という一文が追加された。日銀が好循環の実現に自信を深めるとともに、金融政策の変更が近いというメッセージを送っているのは明白であった。

以後、市場はマイナス金利の解除を本格的に織り込んだ。遅くとも4月までというのがコンセンサスで、3月か4月かは見方が割れたが、日銀は3月解除で動いていた。市場の織り込みが不十分と見たからであろう、2月後半以降は正副総裁に加え、複数の審議委員からも地均し的な発言が相次いだ。会合前週の3月13日の春闘の第一回答集計結果において、高い賃上げ率が発表されたのも日銀にとっては期待通りだっただろう。週末には、大手メディアから3月解除が有力との報道が相次ぎ、日銀からの意図的なリークの可能性もうかがえたことから、会合直前には、マイナス金利の解除はほぼ決定的な情勢になっていた。

はたして3月18、19日に開催された会合では、マイナス金利の解除が発表された。長期金利の0%という目標水準と1%という上限の目途はいずれも廃止、オーバーシュート型コミットメントも取り下げ、ETF・J-REITというリスク資産の買い入れも廃止、CP、社債の買い入れは段階的に減額し1年後に終了と、正常化に必要な手続きを一気に実施した。これまでと概ね同程度の金額（6兆円程度）で長期国債の買い入れを続けることの方針は示したが、機動的に調節できる建付けになっているため、量的緩和措置が残ったという性質のものではない。異次元緩和はこれで名実ともにほぼ終了ということになった。植田総裁は会合後の定例会見で、「**普通の金融政策に戻る**」と説明した。

5. 物価目標の説明には疑問符

正常化に際しての日銀の説明に疑問が残らないわけではない。1月までの公表文では、「物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を継続する」となっていた。「安定的に持続するために必要な時点まで」とあるからには、物価目標の達成が正常化の条件になると考えるのが自然に思えるが、実際は、達成は見通せる状況ではあるもののまだ達成していない段階で正常化に踏み切るといふ、いわば見切り発車だった。

1月時点では公表文に、「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和」との一節も残っており、直後の会合で真逆の方向に舵を切るというのも、フォワードガイダンスの信頼性を損なったように感じられる。また、オーバーシュート型コミットメントは、バックワードルッキング的なコミットであり、一番厳しい解除条件のはずだった。バックワード的であることは植田総裁も過去の定例会見で認めていたが、今回の公表文では終了の理由について「その要件を充足したものと判断する」とさらりと触れただけである。

従来の説明との継続性、整合性という点では問題を残したが、筆者が方向性も間違っていると考えているわけではない。3月の公表文からは、日銀が先行きの金融政策にフリーハンドを得たことが読み取れるが、これは物価目標と短期的な金融政策のかじ取りを切り離したことを意味する。目先の金融政策の方向性を予想するにあたり、物価目標の達成状況を論じる必要性は薄れた。2%が中長期的な目標へとある意味祭り上げられたことがよりはっきりしてきたといえる。「自らの手を少し縛る」ことで金融政策への信頼を高めるというのが、2000年台によく言われた物価目標の利点の一つだったが、「自縄自縛」に陥る弊害の大きさは、黒田緩和という壮大な実験のもとですでに明らかになっている。やはり金融政策には柔軟性が必要である。

6. 今後の課題

今後年内に2回の利上げが実施されると予想するが、今後は「金利のある世界」が戻ってくるなかで、経済のダイナミズムが果たして復活するのか、復活するとしたらどのようなスピードと広がりを持つのかを見極めるフェーズに入っていく。そうしたなかで、日銀が量的引締め（QT）をいつ開始するかも注目される。国債発行額の約5割を保有するにまで膨れ上がった日銀B/Sの縮小には、長い年月がかかりそうである。債券のように償還がなく、売らなければ減らないETFの扱いも難題で、いずれは日銀のB/Sからうまく切り離す工夫が必要になるだろう。真の意味での正常化はまだ道半ばだが、植田総裁の任期中にどこまで進むかが注目される。

※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