

「第2の柱」を重視する姿勢を見せた日銀

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 海外経済の判断を上方修正

4月26、27日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、市場の事前予想通り金融政策はすえ置かれた。前回3月の会合で、「金融政策の点検」を発表するとともに、金融政策の枠組みに変更を加えたばかりで、今回の会合で何か新しい動きがあると予想する向きはほぼ皆無だった。

景気の現状判断は、「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）。

（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	→	
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	→	

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

個別項目毎の判断は、海外経済が「一部で感染症の再拡大の影響が残るものの、持ち直している」から、「国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している」へと上方修正された（図表2）。主として米国経済の回復を反映した形とみられる。4月29日には、米国の1-3月期の実質GDP成長率が前期比年率6.4%となったことが発表された。これで3四半期連続のプラスで、4-6月期は二桁の成長が予想されている。

金融環境も、「全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている」から、「企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある」へと変更された。語順の変更が主だが、ニュアンス的には小幅上方修正である。

(図表 2) 個別項目の判断

項目	3月決定会合	4月決定会合	方向性
海外経済	持ち直している	総じてみれば回復している	↑
輸出	増加を続けている	増加を続けている	→
鉱工業生産	増加を続けている	増加を続けている	→
企業収益・業況感	全体として改善している	全体として改善している	→
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	足もとでは、持ち直しが一服している	足もとでは、持ち直しが一服している	→
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	企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある	↑
予想物価上昇率	弱含んでいる	横ばい圏内で推移している	↑

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

2. 先行き見通しが強気に

より強気の姿勢が目立ったのは先行きの見通しである。今回の展望レポートの概要の冒頭の見通しは、「日本経済の先行きを展望すると、当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる」というものである。展望レポートと通常の公表文では言葉遣いが違うので、逐一比較することはできないが、3月会合の公表文の見通しは「先行きのわが国経済は、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、外需の回復や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる。もっとも、感染症への警戒感が続かなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる」というものであった。長いので比べにくいだが、「改善」が「回復」へと変わった点は明確な上方修正である。今回は見通しのスパンが1年伸びたという事情もあるが、後に続く文章も強気の表現が目立つ。今回は、「その後、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済はさらに成長を続けると予想される」というもので、「所得から支出への前向きな循環メカニズム」という一節が、2020年3月の決定会合以来、約1年1ヵ月ぶりに復活した。

ちなみに、1年前の2020年4月の決定会合では、この一節を削除するとともに、「物価上昇のモメンタム」が損なわれたことを認め、それまで、「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」という、物価と紐付けたフォワードガイダンスを廃止した経緯がある。物価と政策金利見通しのリンクを切るというのは、それまでの黒田緩和の経緯を考えれば印象的な政策転換であった。その後は感染症の動向に紐付けたかじ取りとなっており、今回もフォワ

ードガイダンスには変更は加えられていない。感染症の収束後は、再び物価と紐付けた形に戻すのかもしれないが、感染症が第4波のさなかにあることを考えれば、しばらく先と考えられる。ちなみに、片岡委員は今回も、「政策金利のフォワードガイダンスを、物価目標と関連付けたものに修正することが適当である」として反対票を投じている。

3. リスク要因、リスクバランスも上方修正

展望レポートでは、前回の展望レポートの見通しを評価するパラグラフがあるが、この部分は1月展望レポートの「成長率については、政府の経済対策の効果などを背景に、2021年度を中心に幾分上振れている。物価については、概ね不変である」から、「2022年度までの見通しを前回の見通しと比べると、成長率については、内外需要の強まりを背景に2022年度を中心に上振れている。物価については、2021年度は携帯電話通信料の引き下げの影響により下振れているものの、2022年度は概ね不変である」に変更された。経済見通しに関しては、前回の2021年度と今回の2022年度という違いはあれど、2回連続の上方修正である。

毎回の会合で触れる、見通しのリスク要因については、3月の「新型コロナウイルス感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさといった点について、きわめて不確実性が大きい」から、「こうした先行きの見通しについては、感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響によって変わり得るため、不透明感が強い」へと変更された。公表文と展望レポートの違いがあるのでここも逐一比較はできないが、最後の部分の1月展望レポートにおける表現は「不透明感がきわめて強い」というものだったので、「きわめて」がとれた分、警戒度のトーンをやや落とした形になっている。

展望レポートで触れるリスクバランスも、1月の「リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい」から、「リスクバランスは、経済の見通しについては、感染症の影響を中心に、当面は下振れリスクの方が大きいが見通し期間の中盤以降は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、下振れリスクの方が大きい」と、経済についてはやはり上方修正されている。特に、「上下にバランス」との表現は、2018年7月以来の復活となる。2018年10月以降は下振れリスクが大きいとの評価が続いていた。全体的に経済の上方修正が目立つ一方で、物価は低迷が続くとの見通しとなっている。

4. 2021年度の成長率を大幅上方修正

展望レポートでは、2021年度の経済成長率の見通しを、前年比+3.9%から同+4.0%へ小幅上方修正にとどめる一方、2022年度の見通しを同+1.8%から同+2.4%に大幅上方修正した。この点について問われた黒田総裁は、「**前回の見通しに比べますと+0.6%ポイント上方修正と**

ということで、かなり上にいっているわけですが、それでも+2.4%の成長ですので、非常に強い見通しをしたというよりも、かなり自然な形でこのようになっていくとみていると思います」と答えている。四半期別の見通しは公表されていないので推測になるが、おそらく、2021年度に関しては、3度目の緊急事態宣言等を考慮して年度前半の成長率を引き下げ一方、ワクチン普及や米経済の回復を考慮して年度後半の成長率を引き上げた結果、

(図表3)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	20年7月展望レポート	20年10月展望レポート	21年1月展望レポート	21年4月展望レポート	21年4月展望レポート(当社予想)
2020年度	実質GDP	▲4.7	▲5.5	▲5.6	▲4.9	▲5.6
	コアCPI	▲0.6	▲0.7	▲0.5	▲0.4	▲0.7
2021年度	実質GDP	3.3	3.6	3.9	4.0	4.0
	コアCPI	0.3	0.4	0.5	0.1	0.4
2022年度	実質GDP	1.5	1.6	1.8	2.4	1.7
	コアCPI	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7
2023年度	実質GDP	—	—	—	1.3	1.2
	コアCPI	—	—	—	1.0	1.0

(出所)日本銀行より明治安田総研作成

通年では小幅上方修正にとどまったと考えられる。この変更だと、2022年度の発射台、すなわちゲタが高くなるために、2022年度の成長率が高めになったということではないか。仮に2022年度のゲタが2%の場合、2022年度の四半期別の成長率がすべて前期比横ばいでも、通年の成長率は2%になる。したがって、上方修正はむしろ2021年度の後半の可能性がある。

物価については、2021年度の上昇率を+0.5%から+0.1%まで大幅に下方修正した。黒田総裁は携帯電話料金値下げの影響について、「**携帯電話通信料の引き下げは、消費者物価の前年比を-0.5~-1%ポイント程度下押しすると見込まれています**」と説明している。こうした押し下げ効果は1年で剥落するが、2022年度は0.7%、新たに発表になった2023年度も1.0%で、どのみち黒田総裁の任期終了まで物価目標の達成は見込めない見通しとなっている。記者からは10年たっても物価見通しが達成できない理由や、今後の達成見込みに関する質問が集中した。個人的にはもっともな指摘が多かったが、黒田総裁の回答はいつもの通りで、記者から見ればおそらくのれんに腕押し的な印象だっただろう。幸いというべきか、白川前総裁時と異なり、政治サイドから日銀に物価目標の早期達成を要求する圧力は皆無で、市場関係者の関心も大きく下がっている。逆説的だが、この点は黒田緩和の大きな功績といえる。

5. 積極的な国債オペ減額を否定

国債買い入れオペについては、「**長期金利が変動幅の上限または下限を超える恐れがある場合以外は、買い入れ額を調整しない**」と述べ、変動許容幅の範囲であれば、動きを市場に委ねる姿勢を示した。

3月の「金融政策の点検」の際は、「±0.25%程度」へと明確化した変動許容幅について、黒田総裁は変動許容幅の拡大ではないことを強調、金利上昇容認と受け止められることへの強い警戒感を示した。一方で4月の国債オペを事実上減額するなど、市場にとってはわかりにくい対応をとったことから、長期金利は上下いずれにも動きにくくなっていた。

前回の3月の会合の際は、その前からちぐはぐな情報発信が目立っていた。黒田総裁は3月5日の衆院財務金融委員会で、変動幅を「拡大する必要があるとは考えていない」と述べたが、雨宮副総裁が3日後の講演で「金利はもっと上下に動いてもよい」と真逆の情報発信を行なった経緯がある。市場はその後今日に至るまで日銀の真意を図りかねていたと言ってよいが、これで雨宮副総裁の発言が、日銀のオフィシャルなスタンスにより近いことが明らかになったと言ってよい。

今後は、国債市場のボラティリティが多少上がる展開が予想される。ただ、明確な方向感はいくいだらう。夏場にかけては、米国のテーパリング（量的緩和の縮小）の時期をめぐる思惑が金利上昇圧力となる可能性があるが、2013年のテーパータントラムの反省もあり、FRB（米連邦準備制度理事会）はそうした反応を防ぐため、市場との対話には最新の注意を払うと考えられる。一方、日本ではワクチンの普及が当初の計画より大幅に遅れる見込みである。2回目の緊急事態宣言明け後、1ヵ月余りで3回目の緊急事態宣言の発出を余儀なくされたが、今後もワクチンの普及まで経済活動の制限と感染拡大を繰り返さざるをえないリスクが浮上している。回復傾向にある世界景気との綱引きになるが、しばらくは金利低下圧力が上回りやすいかもしれない。

6. 今後は「第2の柱」重視へ

今回から、展望レポートが発表される年4回の会合で、金融機構局から金融システムの動向について報告を受けることになった。この点について会見では、「通常会合とは別に、決定会合で金融機構局から報告を受けるというのは、将来、金融政策の決定にも影響し得るのかと思います。どういう状況になると金融政策の修正が求められるのか」という質問が出された。確かに、執行部にとって通常会合で問題なく得られている情報を、あえて決定会合でも求めるというのは、なんらかの意図があるはずである。

黒田総裁は、プルーデンスの観点からのさまざまな問題等については通常会合で議論するとしうえて、「やはり金融政策決定会合においても、金融仲介機能が円滑に発揮されているかどうかは、みていく必要があるだろうということで、今回から金融機構局から説明を受けることになったわけです」と述べている。具体例として、「現在、経済規模との対比でみたマクロ的な与信量が過去のトレンドを上回っていることは事実ですが、これは、新型コロナウイルス感染症の影響による運転資金需要の高まりに金融機関が積極的に応えた結果であり、金融活動の過熱感を表すものではないとの見方も共有されました」と、与信量について触れた。これについては、今回の展望レポートの「第2の柱」の点検の部分で同じ事例を挙げている。そのうえで、同じパラグラフ内で、「より長期的な視点から点検」すると、「利回り追求行動などに起因して、金融システム面での脆弱性が高まる可能性がある」と、新たなリスク要因に言及している。利回り追求行動の中には、低格付けの債券や流動性の乏しい資産への投資、株式へのエクスポージャーの拡大などが含まれるとみられるが、今後はこうした中長期的なリスクにより目配りした金融政策のかじ取りを行なっていく方針を示したと考えられる。追加金融緩和だけでなく、いずれ出口戦略に舵を切る際も、「第2の柱」を理由に持ってくる可能性があるだろう。最近市場関係者の間でもすっかり忘れられかけていた、「第2の柱」だが、今後は注視していく必要がある。

※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