

【日銀金融政策決定会合（23年3月）】

黒田総裁、最後はすえ置きで日銀を去る

～植田新総裁の初動に注目～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 黒田総裁最後の会合はすえ置き

黒田総裁最後となる3月9、10日の日銀金融政策決定会合は、大方の予想通りすえ置きだった。景気の現状判断は、昨年7月以来、6会合連続で「持ち直している」となった。「持ち直し」という言葉が入っているという意味では、2020年9月以来、すでに2年半にわたっている（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
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	→	
22年1月18日	持ち直しが明確化している	↑	10会合ぶりの上方修正(8会合ぶりの変更)
22年3月18日	基調としては持ち直している	↓	9会合ぶりの下方修正
22年4月28日	基調としては持ち直している	→	
22年6月17日	基調としては持ち直している	→	
22年7月21日	持ち直している	↑	4会合ぶりの上方修正
22年9月22日	持ち直している	→	
22年10月28日	持ち直している	→	
22年12月20日	持ち直している	→	
23年1月18日	持ち直している	→	
23年3月10日	持ち直している	→	

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

個別項目ごとの判断では、輸出と鉱工業生産が、「増加」から「横ばい圏内」へと下方修正された。また、個人消費の「緩やかに増加」との判断は変わらないが、これまで下押し要因としていた感染症の影響は和らいだとす

る一方、物価上昇の影響を受けているとの一節が加えられた（図表2）。

（図表2）個別項目の判断

項目	1月決定会合	3月決定会合	方向性
海外経済	回復ペースが鈍化している	回復ペースが鈍化している	→
輸出	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	↓
鉱工業生産	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	↓
企業収益	全体として高水準で推移している	全体として高水準で推移している	→
設備投資	緩やかに増加している	緩やかに増加している	→
雇用・所得環境	全体として緩やかに改善している	全体として緩やかに改善している	→
個人消費	感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している	物価上昇の影響を受けつつも、感染症の影響が和らぐもとで、緩やかに増加している。	→
住宅投資	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
公共投資	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内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	上昇している	上昇している	→

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

12月のビッグサプライズの余韻がまだ残るなか、会合直前の市場では、何があってもおかしくないとの雰囲気だったが、蓋を開けてみれば無風に終わった。実際、ここまできたら、自身が責任を取れない政策変更を行なうべきではなく、新体制に託するのが筋である。1月以降、共通担保オペの拡充や、国債補完供給の絞り込みなどを実施してきたことから、これ以上の政策変更をしないための手当てという意味合いも感じ取れた。

また、これ以上の修正を余儀なくされた場合、12月の突然の政策変更は失敗だったとの評価も出てくるだろう。もともと市場機能より緩和効果優先で通してきたはずが、最後の最後で市場の圧力に耐えかねて白旗を掲げたとのイメージも拭い難いものとなる。金融市場の歪みは引き続き深刻だが、後処理は植田新体制に委ねられることになる。

2. 改めて黒田緩和を振り返る

黒田東彦日銀総裁の任期満了が目前に迫ってきたことで、メディアでは、黒田緩和の10年を振り返る特集が盛んに組まれている。筆者の元にもアンケートが盛んに届くが、評価は相対的にやや厳しめかもしれない。まず、いわゆる「バズーカ第1弾」を受けての株価上昇は、結果重視という意味では評価する必要がある。ただ、市場とのコミュニケーションを犠牲にして、サプライズで株価を押し上げようとする手法は次第に通用しなくなった。「バズーカ第2弾」の効果は長続きせず、マイナス金利の導入の際は、株式市場は下落で応えている。

当初の株価上昇にしても、どこまでが金融政策の効果だったのかは疑問符がつく。市場は気まぐれであり、好意的に反応するかどうかは、結局はその時の市場を取り巻く諸情勢次第である。バズーカ第1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。そうしたタイミングで政権交代が実現し、民

(図表3) 黒田総裁下での日銀の主要実施事項

		実施事項	概要
2013年	4月	「量的・質的金融緩和政策」の導入(バズーカ第1弾)	<ul style="list-style-type: none"> ・CPIの前年比2%を2年程度での実現を目指す ・マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年で2倍に拡大
2014年	10月	「量的・質的金融緩和政策」の拡大(バズーカ第2弾)	<ul style="list-style-type: none"> ・マネタリーベース増加額の拡大(年間60~70兆円→年間80兆円) ・長期国債買入れの平均残存期間を7~10年程度へ3年程度延長 ・ETF、J-REITの保有残高をそれぞれ年間3倍に拡大(3兆円、900億円)
2015年	12月	「量的・質的金融緩和政策」を補完するための諸措置の導入	<ul style="list-style-type: none"> ・長期国債買入れの平均残存期間を7~12年程度へ延長 ・成長基盤強化支援資金供給の対象について、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加 ・ETFについて、3兆円の枠に加えJPX日経400連動のETFを最大3,000億円追加
2016年	1月	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」の導入	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀当座預金を基礎残高(金利+0.1%)、マクロ加算残高(金利0%)、政策金利残高(金利▲0.1%)の3層構造へ
	7月	金融緩和の強化を決定	<ul style="list-style-type: none"> ・ETF買入額を約2倍へ増加(年3.3兆円→6兆円) ・成長基盤強化支援資金供給の米ドル供給枠を120億ドルから240億ドルへ拡大
	9月	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」の導入	<ul style="list-style-type: none"> ・イールドカーブ・コントロールの導入。短期金利▲0.1%、10年物国債利回り0%程度 ・「総括的な検証」を実施
2018年	7月	「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」の実施	<ul style="list-style-type: none"> ・10年国債利回りの変動許容幅を±0.1%から±0.2%程度へ(総裁会見) ・政策金利残高の規模縮小
2020年	3月	「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化」を実施	<ul style="list-style-type: none"> ・新型コロナにかかる企業金融支援特別オペの導入(最長1年、金利0%。残高の2倍の金額をマクロ加算残高に加算) ・CP、社債の追加買入れ枠を2兆円設け、CP約3.2兆円、社債約4.2兆円の残高を上限に買入れ ・ETF12兆円、J-REIT1,800億円の残高を上限に買入れ
	4月	金融緩和の強化を決定	<ul style="list-style-type: none"> ・国債買入れ額の「80兆円をめぐり」を撤廃 ・CP、社債につき、それぞれ7.5兆円の残高を限度に追加買入れ
	5月	中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入	<ul style="list-style-type: none"> ・緊急経済対策における無利子・無担保融資等、適格融資の残高を限度に0%で融資実施 ・利用残高の2倍をマクロ加算残高に加算
2021年	3月	「より効果的で持続的な金融緩和」の発表	<ul style="list-style-type: none"> ・「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を実施 ・10年国債利回りの変動許容幅を±0.2%程度から±0.25%程度へ ・連続指値オペ制度の導入 ・政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設。付利幅最大0.2%
2022年	12月	10年国債利回りの変動許容幅の拡大	<ul style="list-style-type: none"> ・±0.25%程度から±0.5%程度へ

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

主党政権下で漂っていた一種の閉塞感のようなものが払しょくされた。黒田総裁就任の5ヵ月前から、株価は大きく上昇しており、バズーカ第1弾が相場の流れを一転させたわけではない。

また、株価の先にある実体経済への影響が大きくないことも徐々に明らかになった。そもそも量の拡大が、どのように景気に波及するのかというトランスミッションメカニズムについては、当初から明確な説明はなかった。黒田総裁や他のリフレ派委員が述べていた「期待の変化」については、少なくとも「レジーム・チェンジ」といった大仰なものではなかった。実体経済への主要な波及ルートはつまるところ金利であり、その金利がすでに大きく下がっていたところから始まった以上、景気への追加的な効果が弱かったのも自然な成り行きだった。

この結果、自らが掲げた最も重要な「2年で2%」という物価目標は、2年どころか10年経っても達成できなかった。目標が達成できなかった以上、合格点を与えるのは難しい。今回の会合後の定例会見で黒田総裁は、経済の改善は労働需給のタイト化をもたらしたとアピールしたが、労働需給のタイト化は人口減少による労働供給不足に起因する部分も大きい。また、物価上昇が不十分なまま景気が回復したのなら、当初想定した波及ルートとは異なり、2%はそれほど重要ではなかったということになる。黒田総裁は物価目標が達成できなかった理由について、「長きにわたるデフレの経験から、賃金や物価が上がらないことを前提とした考え方や慣行、いわばノルムが根強く残っていることが影響」と述べたが、それを乗り越えられなかった異次元緩和の効果が予想以上に小さかったことを認めた発言にも見える。10年前は、「デフレは貨幣的現象」であり、日銀がどんどんお金を刷

りさえすれば解決するという素朴な意見が、世間はおろか国会のなかにまで満ち満ちていた。日銀は激しい非難を浴びたが、そうした非難が消滅したのは、逆説的だが黒田緩和の最も大きな意義のひとつだったと言える。今、日本の景気が悪いのは日銀のせいだと非難する人はほとんどいない。

しかし、無視できないのが副作用であった。量の拡大が限界に達したことで、2016年1月に導入したマイナス金利は、地銀等の金融仲介機関の収益構造を弱体化させ、金融仲介機能に負の影響を与えた。特に長期ゾーンまで金利がマイナス圏に「水没」したインパクトは大きく、8ヵ月後に導入したYCC（イールドカーブ・コントロール）は、もともと長期金利の過度な低下を防ぐ目的があった。以後、日銀の打ち出す政策は、一連のコロナ対策を除けば、異次元緩和の延命策が中心になっていく。確かに延命には成功したものの、それで効果が増すということはなく、副作用が目に見えて減るということもなかった。

任期の終盤には、10年ゾーンだけ凹むというイールドカーブの歪みが深刻になり、日銀はYCCの導入当初とは逆の悩みを抱えることになった。また、これは日銀だけのせいではないが、超低金利環境の長期化は、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た可能性が高い。これにより、自然利子率の水準が下がり、金融緩和がより効きにくくなった。

財政規律の弛緩を招いた点も見逃せない。これが最終的にどのような帰結を迎えるかはわからない。黒田総裁が再三指摘している通り、財政規律は一義的には政府の責任でもある。黒田体制自体、安倍政権肝煎りで作り上げられたもので、政府、日銀どちらの責任かを切り分ける意味はあまりないとも言えるが、異次元緩和の最終的な評価は、財政問題の帰結を見極めなければ下せない。アベノミクスは日銀の独立性のあり方に大きな議論を投げかけたが、たとえば将来的に万が一、財政不安から長期金利が上昇し、政府から国債の買い増しを迫られたときに日銀がどう対応するかは、独立性の真価を問われる試金石になるだろう。

図表3を見ると、大きな政策変更は2016年9月のYCCの導入が最後であり、以後は各種の副作用に対する継ぎはぎ的な手当てが目立つ形になっている。マイナス金利が付く政策金利残高の規模縮小や、付利金利幅の拡大等、自らマイナス金利を骨抜きにする政策を連発、この結果、日銀の金融政策は世界にも類を見ない複雑な枠組みになってしまった。

異次元緩和が異次元だっただけに、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。ここへきて、延命策そのものも限界に達しつつある。もともと壮大な金融実験と言われたが、10年も行なえば充分なのではないか。これ以上続けて、物価目標が達成できてもそれはもはや異次元緩和の成果とは言えないだろう。このまま15年、20年と長く続けければ続けるほど、外部環境次第で運良くどこかで目標が達成できるかもしれないが、それまで金融市場がもつ保証はない。新体制の発足は、「壮大な金融実験」を一区切りとするいい機会である。

3. 植田新総裁のかじ取りに期待

折しも、今回の会合の終了直前に、植田和男氏の日銀総裁への任命が国会で承認された。もともとノーマークのサプライズ人事だったが、副総裁の2人を含め、新しい執行部は結果的にベストな布陣になったように見える。著名な経済学者である植田氏は、経済や金融政策の理論に造詣が深いのはもちろん、日銀審議委員を7年の長きにわたって務め、日銀の実務や内情を熟知している。タカ、ハトといった思想的にも偏ったところがない。国会の所信聴取の説明はわかりやすく、深刻な齟齬をきたしている市場とのコミュニケーションの改善も期待できそうである。

まずは、新体制の初動が注目される。所信聴取では金融緩和の継続を強調する姿勢が目立ったが、当然ながら修正作業まで否定するものではないだろう。いきなりYCCの撤廃は考えにくいものの、最初のステップは早いのではないか。市場の動き次第ではあるが、ゆっくり構えていると、「この新体制は本当に必要なことをやってくれ

るのか」という疑念が芽生え、就任早々、信任が揺らいで市場が不安定化するリスクがある。

植田新総裁には、前任者のもとで絡まった糸を丁寧にはどいていくような作業が求められる。まずは、10年国債利回りの変動許容幅の再拡大から入るのではないかと。その場合、すでに形骸化している目標水準の0%の撤廃も考えられる。次なる一手は操作目標とする年限の短期化だろう。この間、米国景気が減速に向かえば、金利上昇圧力を避けることも可能となる。ここ数日、米国のSVB（シリコンバレー銀行）問題を受けて世界的に長期金利は低下している。このトレンドが4月まで続くかどうかかわからないが、国債に過度な売り圧力がかけられない局面の方が、こうした修正作業を手掛けるにあたっては逆にチャンスとなる。

骨抜きが進んでいるマイナス金利の解除を急ぐ必要はないが、23年中にはYCC、24年中にはマイナス金利の解除まで終了する可能性が高いだろう。ただ、YCCの修正と異なり、マイナス金利の引き上げは利上げそのものであるため、政府との政策協定（アコード）との整合性が問題になる。多少強引でも、物価目標の達成を宣言できれば問題ないが、確率的には依然として5割を大きく下回るだろう。いくら柔軟に読める建付けになっているとはいえ、どこかでアコード自体の総括も必要である。アコードを変えないままなんでもできるのであれば、作成時のあの大騒ぎはなんだったのかということになってしまう。物価目標自体を取り下げる必要はないが、短期的な金融政策のかじ取りとは切り離すことができることを読める形にするのが望ましい。当然、総括検証的な手順も必要になるだろう。アコード自体を廃止するのがベストだが、どこまでできるかは与党内の意見対立の度合い次第である。

※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