

日銀の「点検」の方向性が明らかに

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 景気認識は小幅下方修正

1月20、21日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、金融政策はすえ置かれた。3月に「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」の結果発表を予定していることもあり、相場環境も落ち着いていることから、今回動くとする向きはほとんどなかったと言ってよい。

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」で、12月会合から「基調としては」が追加された（図表1）。小幅ではあるが、5会合ぶりの下方修正となる。個別項目毎の判断は、設備投資が「減少傾向にある」から「全体としては下げ止まっている」に上方修正される一方、個人消費が、「全体として徐々に持ち直している」から「基調としては徐々に持ち直している」へと小幅下方修正された（図表2）。個人消費については、展望レポートで「足もとでは、飲食・宿泊等のサービス消費において下押し圧力が強まっている」との補足説明が加えられており、緊急事態宣言の再発令を受けた下方修正であることがわかる。

（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	→	
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

（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	12月決定会合	1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	徐々に改善している	徐々に改善している	→
設備投資	減少傾向にある	全体としては下げ止まっている	↑
雇用・所得環境	弱い動きがみられている	弱い動きが続いている	→
個人消費	全体として徐々に持ち直している	基調としては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

四半期に一度の展望レポートでは、2020年度の成長率が前回10月の前年度比▲5.5%から同▲5.6%へと小幅下方修正されたほか、2021年度の成長率が同+3.6%から同+3.9%へ、2022年度の成長率が同+1.6%から同+1.8%へとそれぞれ上方修正された(図表3)。

黒田総裁は会合後の定例会見で、2020年度の下方向修正は緊急事態宣言の影響を織り込んだ結果、2021年度の上方向修正は経済対策の結果を織り込んだ結果と説明している。2021年度の3.9%という数字はかなり強めに見えるが、これが実現するかどうかは、経済対策というよりも、ワクチンや海外経済の動向に依存する部分が大きいのだろう。2021年度のコアCPI見通しが同+0.4%から同+0.5%に上方修正されたのは、景気動向よりも原油価格の上昇を反映している部分が大きいのではないかと思われる。

(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1月展望レポート(当社予想)
2020年度	実質GDP	▲4.7	▲5.5	▲5.6	▲5.6
	コアCPI	▲0.6	▲0.7	▲0.6	▲0.7
2021年度	実質GDP	3.3	3.6	3.9	3.6
	コアCPI	0.3	0.4	0.5	0.4
2022年度	実質GDP	1.5	1.6	1.8	1.6
	コアCPI	0.7	0.7	0.7	0.7

※コアCPIは消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

2. 「点検」の主眼はETFよりもYCCか

今回の会合について、市場関係者の事前の注目は、3月に発表が予定されている「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」の内容について、何か具体的なヒントが得られるかどうかという点に集中していた。

黒田総裁は前回12月の会合の時点で、「**「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のフレームワークは変えませんが、2%の「物価安定の目標」などのコミットメントも変えるつもりは全くありません**」と断言していた。逆に言うと、すでに具体的な変更の方向性が念頭にあるということである。「より効果的で持続的」とはいつでも、重点が置かれているのは後者の「持続性」であるのは明らかである。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続出するなど、株式市場に与える歪みが再三指摘されてきた。したがって、今回の会合前まで、日銀の主目的はETFの買入れ縮小と考えていたが、今回の定例会見を見て、どちらかといえば本丸はイール

ドカーブコントロール（以下YCC）なのではないかという印象を受けた。

黒田総裁は今回の会見で、「今回の会合では、今後の点検作業の方向性について執行部から報告して、認識の共有を行ったところだ」と述べ、具体的には2点を挙げた。ニュアンスも重要なので議事録をそのまま引用すると次のとおりである（下線部筆者）。

「第一に、大規模な金融緩和が金融環境や経済・物価情勢に及ぼした影響について、4年前の「総括的な検証」を踏まえ、その後の状況を含めて点検するという事です。その際、この4年間、イールドカーブ・コントロールの枠組みのもとで、その運営や資産買入れなどの各種施策が所期の効果を挙げているかという点が重要な点検項目となります。第二に、金融緩和が金融仲介機能や金融市場の機能度に与える影響、副作用についても改めて点検します。この面では、金融緩和が長期にわたっており、更に継続することが予想される中で、その影響は累積的な性質を持つ点を考慮する必要があると思っています」

次に、現時点での「問題意識」として次の3点を挙げている。

「まず第一に、副作用をできるだけ抑制しつつ、効果的な金融緩和を実施するという事です。もともとイールドカーブ・コントロールは、この二つのバランスを取りながら金融緩和を行う枠組みですが、この間の経験や現下の情勢を踏まえて、費用対効果の面でより効果的な運営ができないか模索していく必要があると思っています」

「第二に、金融緩和の長期化が予想される中で、平素の運営において持続性を高めるとともに、経済・物価・金融情勢の変化が起こった際には、機動的に対応できるようにしておく必要があると思います。こうした状況の変化に応じて、よりメリハリをつけた運営を行うことが考えられるのではないかと思います」

「第三に、点検の重点は副作用対策ではなく、あくまでも、効果的な金融緩和を行ううえで、副作用は不可避ですが、これに配慮しながら、いかに効果的な対応を機動的に行うかというのが、問題意識であるといえると思います」

まず、前段の「点検作業の方向性」の、「金融緩和が金融仲介機能や金融市場の機能度に与える影響、副作用についても改めて点検します。この面では、金融緩和が長期にわたっており、更に継続することが予想される中で、その影響は累積的な性質を持つ点を考慮する必要があると思っています」という一文からは、副作用対策をかなり強く意識している様子が見えてくる。そうでなければここで「累積的な性質」にまで言及する必要はないだろう。また、後段の「問題意識」では、「点検の重点は副作用対策ではなく」と断っているものの、「副作用をできるだけ抑制しつつ、効果的な金融緩和を実施」、「費用対効果の面でより効果的な運営」、「平素の運営において持続性を高める」等々、やはり副作用対策に重心を置いている雰囲気が色濃く出ている。

現行の枠組みの中で、現状、副作用が深刻なのは、ETFもさることながらむしろYCCである。前回の定例会見では、枠組み全体についての言及が中心だったが、今回の会見では、記者の質問次第なのかもしれないが、YCCに絞った言い回しが目立っていた。たとえば、イールドカーブの評価を問う質問に対しては、「点検結果を先取りするようなことは差し控えたい」としつつも、「2016年9月の「総括的な検証」において、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低下などの影響を及ぼす可能性があると指摘しましたが、現在でも、こうした認識に変わりはありません」と、改めて長期金利の過度な低下は好ましく思っていないことを強調し

ている。そうすると、YCCにまったく手を付けないというのは考えにくい。

3. YCC 修正の内容は予想しづらいが

YCCにどのような変更が施されるのか、現時点で予想するのは難しいが、キーワードが「持続性」、「柔軟性」、「機動性」であることははっきりしている。この点については、1月15日（金）に通信社から、日銀が10年債利回りの変動許容幅を拡大する可能性があるとの報道が流れ、週明け18日の長期・超長期金利が跳ねるという場面があった。上記の「点検作業の方向性」や「問題意識」とも合致した内容であり、ありうる手段と考えるが、わざわざ「点検」なるイベントを経るにすれば、思い切りかけるとの印象を受けなくもない。2018年に、上下の変動許容幅を0.1%から0.2%に拡大した際は、こうした手続きを経たわけではなく、この程度であれば「点検」なしでもできるとも言える。また、これを0.3%や0.4%に拡大するとすると、0%の誘導目標が形骸化すると議論が出てくるのは避けられない。もう一段踏み込んだ変更が行なわれる可能性が高いと考えたい。

日銀がとにかく避けたいのは、変更内容が出口への第一歩と受け止められて、発表直後から大幅な円高、株安が進む事態である。したがって、目指すところは、金融緩和の後退ではないとの建付けを維持しつつ、事実上の正常化路線を進めるというナローパスである。前回の会合直後の当レポートでは、筆者は、ターゲットを10年債から5年債に変える可能性があるとして述べた。それで金融緩和の後退感が出てくる点については、環境対策に注力する企業に対する融資の優遇措置等でカバーすると述べたが、それだけでは後退感を相殺するのは難しいかもしれない。

他に考えられる手段としては、20年債もターゲットに加える代わりに、10年債の変動許容幅は撤廃するという政策もある。これならば、決定内容の字面から自動的に株売りの注文を出すようなアルゴリズム取引に引っ掛からない可能性が高い。この際、20年債のレンジを広めにとれば、20年債への金利低下圧力も避けられることになる。ただ、この場合、20年債もターゲットに加える大義名分が問題となる。日銀が目指す「適切なイールドカーブ」とはどのような形状をしているのかとの議論が再燃する可能性も高い。そうしたものが存在しないことが明らかな以上、日銀としては触れられたくない部分である。

4. ETF 買い入れの修正も確実

ETFの買い入れ見直しも同時に実施されることになるだろう。これについては、株価が上昇トレンドを続ける今が絶好のチャンスである。弱気相場の中でこうした見直しはできない。ただでさえ株価が軟調な推移を続ける中で、日銀が事実上の買い入れ縮小につながるような決定を下せば、下落トレンドに拍車をかけることになり、下手をすれば日銀のせいになされかねない。現時点では3月の相場環境が不透明であることを考えれば、日銀としては今回やりたかったくらいではないか。もとより、中央銀行による株式の買い入れの持続性と限界について、問題がないと考える向きは少数派だろう。そもそも主要国のなかで日銀しか実施していない政策であり、このところ、見直しが必要と指摘する向きも増えているように感じられる。現状の相場の雰囲気は3月まで維持されるのであれば、多少ドラスティックな決定を下しても、株式市場は落ち着いた反応を示すのではないかと。

考えられる手法としては、まず、当面の措置としている年間12兆円の積み増し目標を撤廃するのは確実と考えられる。すでに、買い入れペースは目標導入当初よりも大幅に減速している。そのうえで、「原則的な買い入れ方針」である6兆円に戻し、同時に買い入れペースの柔軟性を拡大するか、6兆円という目標自体を撤廃するかが論点となる。ただ、現状でも「市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする」としていることを考えれば、前者の場合は現状と大差ない。かつての国債の80兆円のように、「めど」的な位置づけに、知らず知らずのうちに後退させていく案もあるが、現実の買い入れ額との乖離が続けば、80兆円同様、形骸化

が指摘され、具体的な数字を持つことがアカウンタビリティを確保する必要上、日銀にとって重荷となる可能性もある。

たとえば「3兆円」といった形で金額を減らしても、数字を持つ以上同じ問題が生じないとは限らず、また、金融緩和の後退感を無用にアピールする結果になりかねない。逆に、国債のように「無制限」とする案もあるが、これができるかどうかは経済・相場環境次第である。昨年4月に国債を80兆円から無制限に変えた時のように、追加緩和が必要な局面であれば、市場に違和感を持たれずにすむものの、そうでなければ「無制限」が金融緩和の強化を意味するわけではなかったことが明らかになってしまう。

現時点で、筆者が可能性が高いと考えるのが、マネタリーベースに関するオーバーシュートコミットメントのように、「CPIが安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」という形で、目標数値は示さず、買い入れだけは続ける意思を示す手法である。これならば持続性、柔軟性、機動性いずれも問題はない。市場の反応が気になるのであれば、「当面は積極的な買い入れを続ける」との一文を付け加える案もある。ただ、変更内容の詳細は、決定会合時の相場環境に左右される部分も大きいと考えられる。

5. 成長基盤融資の「環境版」も創設が有力

「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新機軸が導入される可能性も高い。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い。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。前回12月の定例会見で黒田総裁は、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、更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、—中略— 調査研究あるいは金融面のリスク把握など、必要に対応を行っていきたいと考えています**」と、前向きな姿勢を示している。これがマクロ的に何か大きな緩和効果を持つわけではないが、点検が出口への一歩とみなされないためにも、こうした追加緩和的な政策は必要である。

6. リフレ派の野口旭氏が桜井真氏の後任に

会合が終了した1月21日には、3月31日に任期満了を迎える桜井真審議委員の後任として、専修大学の野口旭教授を指名する国会同意人事案が提示された。90年代から、「真正リフレ派」として鳴らしてきた論客で、その方面の著書も多い。菅政権は、安倍前政権ほどリフレ政策への思い入れは大きくないと考えていただけに、最初に聞いた時には若干意外な人事との印象を受けた。ただ、政権のメッセージが、「あらゆる手段を使って2%を早期に実現せよ」といったものではないことは確かであろう。いまや、金融政策における2%の重みは、政権の中でも日銀の中でも、大きく下がっているのが実態である。早期の出口戦略への移行をけん制するといった、消極的な意味合いしかないのではないか。また、政府としても、審議委員の人事で為替相場が円高に振れる事態は避けたかったはずである。その意味では妥当な人事と言えなくもない。

野口氏がどのような投票行動をとるのかは、現時点では予想がつかない。同じリフレ派でも、原田元審議委員のように執行部提案に対し賛成に回るケースが多い委員も、片岡委員のように毎回反対票を投じる委員もいる。たとえ片岡委員と同じような投票行動を取ったとしても、現状の政策委員会では少数派には違いない。これで、現行路線に大きな変化が生じるとは考えにくい。景気の潮目に変化し、微妙な判断が迫られる局面では、相対的に緩和方向の政策が採用されやすくなる可能性はあるだろう。

※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