

黒田総裁は金融緩和策の維持を強調

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 景気判断を早くも下方修正

3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。景気判断は、前回1月17、18日の「内外における新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らぐもとで、持ち直しが明確化している」から、「新型コロナウイルス感染症の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している」（いずれも下線部筆者）へと下方修正された（図表1）。前回の会合で1年3ヵ月ぶりに上方修正されたばかりだったが、早くも下方修正を余儀なくされた形である。

（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
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	→	
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

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

個別項目ごとの判断を見ると（図表2）、個人消費が、1月の「持ち直しが明確化している」から、「持ち直しが一服している」へと下方修正されたほか、住宅投資も「持ち直している」から「横ばい圏内の動きとなっている」へと下方修正された。また、海外経済については「総じてみれば回復している」との判断は変わらないものの、「ただし、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油などの資源価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要である」との但し書きが付された。

(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	総じてみれば回復している	総じてみれば回復している	→
輸出	基調としては増加を続けている	基調としては増加を続けている	→
鉱工業生産	基調としては増加を続けている	基調としては増加を続けている	→
企業収益・業況感	全体として改善を続けている	全体として改善を続けている	→
設備投資	持ち直している	持ち直している	→
雇用・所得環境	一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている	一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている	→
個人消費	持ち直しが明確化している	持ち直しが一服している	↓
住宅投資	持ち直している	横ばい圏内の動きとなっている	↓
公共投資	高水準ながら弱めの動きとなっている	高水準ながら弱め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	緩やかに上昇している	緩やかに上昇している	→

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

2. 黒田総裁の会見で円安が進む

会合後の定例会見で黒田総裁は、「**当然金融を引き締める必要もない**」、「**現在の金融政策を修正する必要性をまったく意味していない**」、「**仮に 2%程度になったとしても、私どもの考えている 2%の目標が達成されたということではない**」と、現行の政策を変える意思がないことを再三強調した。FOMC（米連邦公開市場委員会）が一段とタカ派に傾斜した直後の会合で、黒田総裁が改めて金融緩和を継続する姿勢を強調したことで、為替相場では会見中から円安ドル高が進み、120 円/ドル台が目前に迫った。

日銀にとって、足元の相場環境は、出口に舵を切るにしても、物価目標の達成を目指すにしても、どちらにしても絶好のチャンスである。仮に出口に舵を切ったとして、それでドル・円相場で 10 円/ドルジャンプアップしたとしてもまだ 110 円/ドル近辺である。為替相場には、日銀の政策変更のショックを吸収するための十分なバッファがある。一方、4 月以降、コア CPI は 2%近辺に達する可能性が高まっている。黒田総裁自身が会見で説明しているとおり、これはコストプッシュ型のインフレであり、好ましい形の物価上昇ではない。そうであれば、引き締めで抑えるべきとの考え方もありうるが、良い物価上昇と悪い物価上昇をいちいち区別していたら、いつまで経っても物価目標の達成は覚束ない。黒田総裁としては、たとえ最初は悪い物価上昇でも、人々のインフレ期待の定着に結び付くのであれば、将来的には賃金も上昇し、前向きの循環メカニズムが働きはじめ、良い物価上昇に転化するとの期待を持っているはずである。日銀がいかなる手を尽くしても、人々のインフレ期待が動かなかったというのが日銀にとってここまでの最大の誤算であった。足元では、先行きの物価上昇を見込む声が増えているが、あくまで短期の見通しである。黒田総裁も会見で、「**インフレ期待に対する影響というのはよく見ている**」と、インフレ期待を重視していることを示したうえで、中長期のインフレ期待が「**全然上がっていない**」との認識を示している。

会見では、「これは日銀から見て望ましい物価上昇、目指していた形での物価上昇なのでしょうか」と、物価上昇の質を問う質問も多く出されたが、どんな形であれ、インフレ期待の上昇に結び付く可能性があるのであれば、日銀にとっては少なくとも忌避すべきものではないということではないか。黒田日銀はもともと 2%の物価目標の達成を使命として発足した体制である。黒田総裁にとって、残り任期が 1 年余りに迫るなか、足元の経済環境

が悲願成就のための最後のチャンスとなるかもしれない。これを逃す手はない。

したがって、長期金利の目標撤廃やマイナス金利の解除等、本格的な出口政策への転換は、次期総裁の課題ということになりそうである。その時期は人選にも左右されるが、現体制としがらみのない人物であれば、比較的早期に正常化に動くことができる。そうでなければある程度継続性を重視せざるを得ないだろう。幸いなことに、政治サイドはもはや 2%の達成にこだわりはない。政策委員会からリフレ派の片岡委員が去り、代わりに岡三証券の高田創氏が入ることも追い風になる。もっとも、まだ複数のリフレ派メンバーが残っていることを考えれば、黒田総裁が実施したような、レジームチェンジ的な大転換は難しいかもしれない。

3. 黒田体制下で政策転換があるとしたら

黒田総裁の任期中は、金融政策の明確な方向転換はないというのがメインシナリオだが、問題は一段と物価上昇が進み、国民の間から円安への怨嗟の声が高まった場合である。黒田総裁は足元の物価上昇について、円安よりも「**ドル建てで見た原油などの資源価格上昇の影響のほうが圧倒的に大きくなっている**」と説明している。これは事実だが、原油高の悪影響に円安が拍車をかけているとの議論が出てきてもおかしくはない。いったんこういう形で世論の流れが形成されると、政治サイドが抵抗するのは難しくなる。また、ウクライナ問題がさらに深刻化して、米国景気に影が差すような展開になった場合、米国から、円安をけん制するなんらかの要求が来る可能性もゼロではない。現状では米国経済にとっての問題はインフレであり、ドル高はむしろプラスだが、急速なインフレが進んだ後は、その調整過程でしばしば厳しい景気後退が起きる。過去、日本の政策を動かしてきたのは、国内世論よりもむしろガイアツのことが多かったことを考えれば、日銀にとって油断はできない。

会見では、「円安の日本経済に与える影響がマイナス、大きいとなった場合に、日銀が物価目標を達成していない状況の中で、それに対して何かできること、すべきことというのはそもそもあるのでしょうか」との質問も出された。黒田総裁は「**それは財務省にお聞きいただいたほうがいいんじゃないかと思います**」とかわしたが、ほとんど円高対策しか手掛けたことのない政府にとっても円安対策は難題であり、日銀になんらかの対応を求める機運が出てくる可能性もなくはない。

強いて言えば、オーバーシュート・コミットメントには、運用で対応の余地がある。オーバーシュート・コミットメントに従えば、コア CPI の前年比の実績値が安定的に 2%を超えるまでは、マネタリーベースを減らすことは許されない。しかし、黒田総裁は前回の会合で、「**あくまでも拡大方針ということで、短期的にご指摘のように振れたり一時的にマイナスになったりする**」と述べており、短期的には減少しても許容されるとの認識を示している。

すでに、2021 年末の日銀の保有国債残高が前年対比で減少したことが明らかになっているが、コロナオペ縮小に伴い、4 月以降はマネタリーベース全体でも減少していく可能性が有力である。この調節の幅を日銀が操作することは可能である。日銀にとってのメリットは、長期金利の変動許容幅の拡大等とは異なり、政策変更のアナウンスなしにできるため、物価目標との整合性を保つためのアカウンタビリティの確保に苦勞する必要がないという点である。日銀には、国債保有残高の増加ペースが年間 20 兆円前後にまで減少しても、「80 兆円をめど」の看板をしばらく下ろさなかった実績がある。これであれば、隠れた出口戦略としても機能しうる。

ステルステーパリングの次はステルス QT ということになるのだろうか。テーパリングも QT も、実は FRB より日銀の方が早かったということになっても不思議ではない。

※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