

太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

テーマ：黒田日銀の政策評価と今後の見通し

執筆者：三菱UFJリサーチ&コンサルティング 研究主幹 鈴木 明彦氏

要旨（以下の要旨は3分50秒でお読みいただけます。）

黒田日銀総裁は今年（2022年）4月9日に残りの任期が1年となりました。これまでデフレ脱却に向けて9年に亘り異次元の金融緩和を推し進め、円高・株安の是正に成果を上げてきましたが、2%の消費者物価目標は未達のまま、ウクライナ情勢の影響などによる原材料価格高騰での物価上昇や、日米間の金利差拡大からの急速な円安進行等、経済の先行きへの懸念材料が増して来ています。

昨年9月に歴代最長の在任期間3,116日を更新した黒田日銀の政策とは、一体どのようなものであったのか、また任期満了までどのような政策運営が考えられるのかについて、内閣府大臣官房審議官としてのご経験等から経済財政分析に精通された三菱UFJリサーチ&コンサルティング研究主幹鈴木明彦氏に解説して頂きます。

デフレとの戦いは政府（内閣府）のデフレ宣言で始まる。2009年11月に2度目のデフレ宣言（1度目は2001年3月）が出て日銀は第2次デフレ戦争に巻き込まれる。白川総裁（在任2008年4月～2013年3月）の時に始まったこの戦いは、次の黒田総裁に引き継がれ、今も続いている。

10年にも及ぼうという黒田日銀の金融政策は、第2次デフレ戦争の中核をなす。白川総裁の時には、デフレ脱却を錦の御旗に金融緩和の強化を迫る政府に対して、日銀は最低限の歯止めを設けながら金融緩和を続けた。だが、黒田総裁が就任すると、政府・日銀の挙国一致体制でデフレと戦う金融政策が始まった。

黒田日銀の金融政策は、前半は「量的・質的金融緩和」を強化してマイナス金利政策を導入するなどデフレとの戦いを拡大させていた時期だ。しかし、量的・質的金融緩和の拡大に限界が見えてくる中、「長短金利操作付き」量的・質的金融緩和を導入したことが転換点となる。黒田日銀の後半は、量的なマネタリーベース（現金通貨量+金融機関の日銀預け金）の拡大は抑制されて戦線不拡大方針に転じてくる。そして金利をターゲットとするイールドカーブ・コントロール（長短金利の目標操作により、利回り曲線を適切な水準に維持すること）の採用で量的緩和の縛りを外し、さらにオーバーシュート型コミットメント（消費者物価上昇率が2%目標を超えるまで<オーバーシュート>、金融緩和を継続すること<コミットメント>）で金融調節の自由度を確保したのである。

もっとも、新型コロナウイルスの感染が拡大すると、日銀は一転して金融緩和を強化する。その過程で日銀はマネタリーベースの拡大をマネーストック（国と金融機関以外の民間部門保有通貨量）の拡大につなげることに成功する。この結果、ゼロ金利制約下でも有効な金融緩和手段を手にすることができた。

現在、すでに日銀は新型コロナ対応の手仕舞いを始めているが、ロシアのウクライナ侵攻等による原材料価格の高騰から世界的にインフレ圧力が高まる中、デフレとの戦いに戻ることは無理だ。見方を変えれば、デフレ戦争終結のチャンスが到来している。身の丈に合わない2%の物価安定目標を修正することが、黒田日銀が最後に取り組むべき仕事になるのではないか。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

Grant Thornton Japan is a member firm within Grant Thornton International Ltd ("Grant Thornton International").
Grant Thornton International and the member firms are not a worldwide partnership. Services are delivered by the member firms independently.
© Grant Thornton Japan. All right reserved.

テーマ： 黒田日銀の政策評価と今後の見通し

三菱UFJリサーチ&コンサルティング 研究主幹 鈴木 明彦

1. デフレとの戦いに明け暮れた10年

(1) 2000年代の金融政策はデフレとの戦い

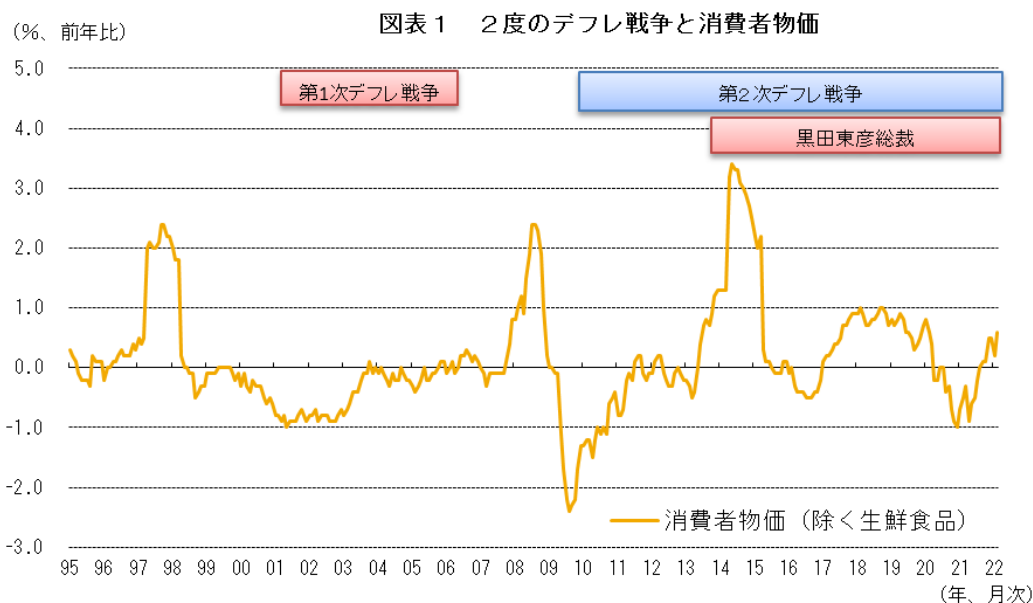
2000年代の金融政策はデフレとの戦いに明け暮れたと言っても過言ではない。デフレとの戦いは金融政策でありながら、内閣府が出すデフレ宣言で始まる。デフレ宣言といっても、政府の公式の宣言ではない。ただ、内閣府が毎月出す月例経済報告の中に「デフレ」という言葉が入ってくるだけだが、あとはメディアが「デフレ宣言」が出たと大々的に報道してくれる。

これまで2回デフレ宣言が出されたが、どちらも日銀に金融政策を迫る効果は絶大だった。日銀にしてみれば、内閣府が出す報告書の文言で、金融緩和の方向性が決まってしまうというのは、本来受け入れがたいことであり、デフレとの戦いにおいては政府と日銀が協調して戦うという構図は期待しにくい。

それでも、2001年3月に1度目のデフレ宣言が出た後の第1次デフレ戦争では、デフレ脱却のための量的緩和政策導入を迫る政府に対して、日銀は当時広がっていた金融システム不安回避のために潤沢な資金供給を行うということに応じた。互いの目指すところは違っても、政府と日銀の妥協点を見出した第1次デフレ戦争は、金融システム不安が後退したところに、運よく景気も回復し、消費者物価も小幅ながら上昇したことを確認しながら、2006年3月に終結した。

(2) 泥沼の戦いとなった2度目のデフレ戦争

しかし、2009年11月の2度目のデフレ宣言で始まった第2次デフレ戦争は、第1次デフレ戦争のような政府と日銀の妥協点を見いだすことはできなかった。第2次デフレ戦争は、始まってから10年以上が経過してもまだ続いているが、10年に及ぼうという黒田日銀の金融政策は、第2次デフレ戦争の中核に位置することになる(図表1)。



(出所) 総務省「消費者物価統計月報」

2009年11月の2度目のデフレ宣言は、内閣府にとっては当然の宣言である一方で、日銀にとっては唐突なものであった。消費者物価が下落しているという意味ではデフレだが、景気はリーマンショックの落ち込みからの持ち直し途上であり、欧米のようにリーマンショックによる金融機関経営の不安を抱えているわけでもなかった。日銀としては、第1次デフレ戦争の時のように、デフレ宣言に前向きに応じる余地が乏しかった。このため、第2次デフレ戦争は、政府と日銀の対立が前面に出ることになった。デフレとの戦いというより、金融政策を巡る政府と日銀の戦いになってしまった。

政府と日銀との戦いという視点から見ると、第2次デフレ戦争が始まると、政府は、デフレ脱却を錦の御旗にして日銀に対して金融緩和を迫る攻勢に出た。日銀は際限ない金融緩和の膨張を防ぐための最低限の歯止めを設けながら、小出しの金融緩和を打ち出さざるを得なかった。

2. 戦線拡大が続いた黒田日銀の前半

(1) 異次元の金融緩和の始まり

さらに、2012年末に第2次安倍晋三内閣が誕生し、アベノミクスの第1の矢として大胆な金融緩和を打ち出してきた。デフレ脱却を目指すという金融政策の基本方針は、政府・日本銀行の共同声明という形で示され、その中で日銀は2%の物価目標を掲げるようになった。デフレとの戦いのための挙国一致の体制が出来上がった。

2013年3月に、白川方明総裁（在任2008年4月~2013年3月）の後を継いで安倍首相の意中の人である黒田東彦氏が日本銀行総裁に就任すると、「量的・質的金融緩和」を採用し、金融市場調節の目標は無担保コールレートから、マネタリーベース（現金通貨量+金融機関の日銀預け金）に変わり、年間約60~70兆円のペースで拡大させることになった。また、日銀が保有する長期国債残高は年間約50兆円ペースで増加するように買入れることになった。この他、ETF（上場投資信託）やJ-REIT（不動産投資信託）の買入拡大も決まり、まさしく、デフレ脱却のための異次元の金融緩和となった。

量的・質的金融緩和が導入された当初は、大胆な金融緩和も影響した円安の進展による輸入物価の上昇によって、国内の消費者物価もやや上昇してきた。円安に伴って株高も進行したため、黒田日銀総裁の金融政策に対して好意的な評価も出てきた。しかし、それでも消費増税の影響を除けば、2%の物価目標を達成することはなかった。

(2) 金融緩和の拡大で泥沼の戦いに

2%の物価安定目標達成の約束の2年が近付いても、目標達成のめどが立たないため、日銀は2014年10月に量的・質的金融緩和政策を拡大した。マネタリーベースと日銀保有の長期国債残高の残高増加目標をどちらも年間約80兆円に引上げ、ETFやJ-REITの買入目標も引き上げられた。

この政策変更は市場にはサプライズと受け止められ、もう一段の円安・株高相場が始まった。しかし、それが景気や物価に影響を与えることはなく、8%への消費増税が影響した景気の停滞、そして2%目標に遠く及ばない物価動向が続いた。

マネタリーベースと日銀保有の長期国債残高を2年間で2倍にすれば、消費者物価は2年間で2%の目標を達成できるというロジックが間違っていることが明白だったのに、その反省がないまま、金融緩和を安易に拡大したのは間違いだった。デフレとの戦いは一段と泥沼にはまっていくことになる。

さらに、日銀は2016年1月にマイナス金利政策を導入した。これは、マイナス金利を適用する金額を日銀がコントロールした上で、日銀当座預金残高の一部に政策金利としてマイナス金利を付利するというものだった。マイナス金利政策の導入も市場に

としてはサプライズで、イールドカーブ全体で金利が低下し、10年物国債の利回りですらマイナスになってしまった。

もっとも、マイナス金利政策は金利の急低下に伴って資産の運用先が一段と乏しくなること、金融機関の収益環境にはマイナスで金融緩和効果が期待できないといった問題点が当初から指摘されていた。米金融引き締め観測の後退もあって、想定に反し円高・株安が進んだこともマイナス金利政策の評判を悪くした。

3. 戦線不拡大方針に転換した黒田日銀の後半

(1) 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入

マイナス金利政策が失敗に終わり、政治サイドからの評価も下がったことも影響して、デフレを脱却するために異次元の金融緩和を拡大させていくという黒田日銀の金融政策は再考を余儀なくされる。8%への消費増税後の消費の低迷を目にして、政治サイドでは何が何でも2%物価を上げようというリフレ派的考え方に距離を置くようになったのではないかと。政府と黒田日銀の挙国一致体制に隙間風が吹き始める。

2016年9月に金融緩和強化のための新しい枠組みとして、「“長短金利操作付き”量的・質的金融緩和」が導入されたことは、黒田日銀の金融政策の大きな転換点となった。量的・質的金融緩和の象徴であった量（マネタリーベース）の目標が無くなり、金利（イールドカーブ）目標（長短金利の目標操作により、利回り曲線を適切な水準に維持すること）が復活した。

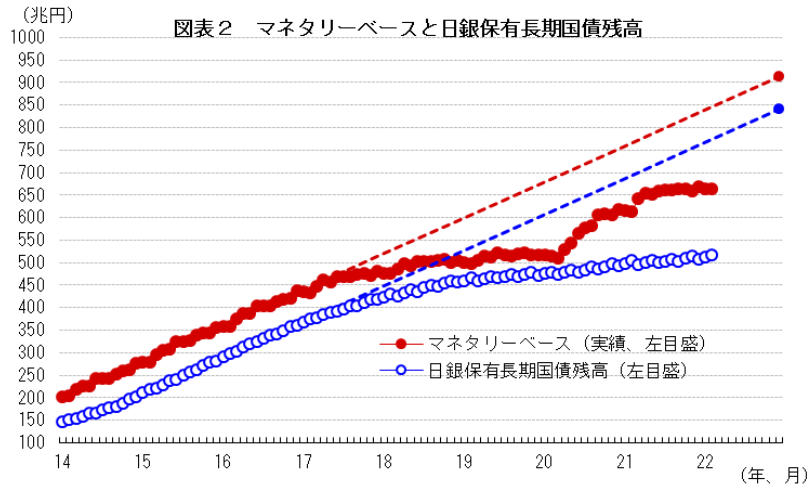
量の目標を外したことによって、マネタリーベースも日銀保有の長期国債残高も前年比約80兆円という増加ペースを維持する必要が無くなった。長期国債は、誘導目標である10年物国債金利をゼロ%程度で推移させるために必要な金額を買入れるようになった。

(2) オーバーシュート型コミットメントで金融調節の自由度を確保

量の目標を無くすということは、リフレ派の審議委員から見ると、受け入れがたい政策変更である。そこで、リフレ派の委員に納得してもらえるように、2%の物価安定目標の実現を安定的に続け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ことを約束したオーバーシュート型コミットメント（消費者物価上昇率が2%目標を超えるまで<オーバーシュート>、金融緩和を継続すること<コミットメント>）を導入し、さらに、消費者物価の前年比上昇率の実績が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの残高は拡大方針を継続することとした。

しかし、オーバーシュート型コミットメントは、逆から読むと、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を継続し、マネタリーベース残高の拡大方針が維持されているのであれば、マネタリーベースや日銀保有の長期国債残高の増加ペースを落とすことは問題ではない、とお墨付きを与えるものであった。

こうして、マネタリーベースや日銀保有の長期国債残高の増加ペースは急速に低下し、残高は限りなく横ばいに近づくことになった。これは、明らかに量的緩和の大幅な後退であり、俗に言うテーパリングを行っていることになる。こうして、デフレ戦争は戦線不拡大方針へ大きく転換することになった（図表2<次頁>）。



(注) 点線は2016年9月を基準として年間80兆円のペースで増加した場合。
 (出所) 日本銀行「マネタリーベース」、「日本銀行勘定」、「日銀当座預金増減要因と金融調節

(3) 金利調節の自由度も拡大

戦線不拡大方針に転じて以降の日銀の金融政策は、コミットメントやフォワードガイダンスという形でデフレと戦う姿勢をアピールする一方で、金融調節の自由度を高めていくことを目指すものとなった。実際、金利調節の自由度は徐々に拡大してきた。10年物国債金利の誘導目標をゼロ%程度とすることは金融政策決定会合で決まったことだが、金融市場調節の現場に任せられる金利の変動幅が徐々に広がってきた。誘導目標導入当初は、明示はされていなかったが、±0.1%程度の変動幅が許容されていたようだ。その後2018年7月には、黒田日銀総裁が記者会見の場において口頭で説明する形で、±0.2%の幅での変動が容認されるようになり、さらに2021年3月には、金融政策決定会合の決議を経て変動幅が±0.25%まで広がった。

上下に変動幅が拡大するので金融政策の変更ではない。また、指値オペや連続指値オペなど、金利の急上昇を抑えるような手段も採用され、あくまで低金利を維持するという基本姿勢に変わりはないが、この間の10年物国債金利の推移を見ると、実際には金利の上昇余地を広げる効果があったと考えられる(図表3<次頁>)。



4. 短期決戦で臨んだ新型コロナ対応

(1) 迅速かつ積極的な金融緩和に打って出た日銀

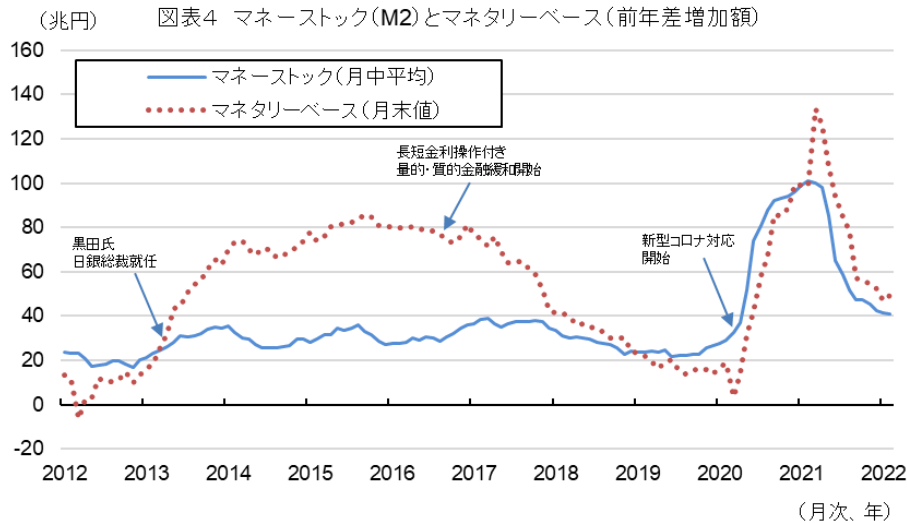
新型コロナウイルスの感染が急拡大するなか、その経済に与えるショックを緩和するための一連の対応では政府のみならず、日銀も積極的に対策を打ち出し、政府と日銀は協働してコロナとの戦いに臨むようになった。日銀の金融政策決定会合でも、デフレとの戦いを巡ってはリフレ派の審議委員と執行部寄りの審議委員との意見の対立が続いていたが、新型コロナ対応の対策については、全会一致で決定された。

デフレとの戦いでは消極的であった日銀が、新型コロナ対応では積極的、かつ迅速に動いたのはなぜか。まず、戦うべき相手がはっきりしていた。新型コロナショックによる需要の急減によって、企業は経営の危機に瀕していた。大きな経済危機に直面しているのだから、そこに金融政策で資金を供給することは大義名分が立った。

日銀はいつでも金融緩和に消極的というのはフェアな評価ではない。自らが必要性を認め、また効果的な金融緩和が可能な時には、政府からの圧力が無くても積極的に動くということだ。

(2) ゼロ金利制約を打ち破る武器を得た日銀

また、日銀はゼロ金利制約下でも金融緩和を行える武器を手にすることができた。量的・質的金融緩和が始まってマネタリーベースが急増しても、マネーストック（国と金融機関以外の民間部門保有通貨量）の増加ペースは変わらなかったが、新型コロナ対応が始まると、マネタリーベースだけではなく、マネーストックの増加ペースも高まった（図表4<次頁>）。



(出所) 日本銀行「マネーストック」、「マネタリーベース」

感染拡大によって多くの経済活動が停止したため、企業ではキャッシュフローが途絶え、企業存続のためにすぐに資金が必要な状況であった。政府系、民間の違いを問わず金融機関に対する資金需要が存在しており、日銀が民間金融機関にゼロコストで資金を供給すれば、それが金融機関の融資を経て、市中で使われるお金として供給されることになる。

さらに、戦うべき相手ははっきりしていて、戦う武器を持っているので、戦いがずるずる長引くことを回避できた。実際、新型コロナウイルスの感染はまだ続いているが、金融市場や経済に与えるショックが落ち着いてきたのに合わせて、新型コロナ対応の特別プログラムは終了に向かう方針が打ち出されている。

5. アフターコロナの金融政策

(1) デフレとの戦いには戻れない

新型コロナ対応を手仕舞いすれば、デフレとの戦いに戻るはずだったが、それはもう無理だろう。新型コロナ対応に乗り出した2020年春頃と今では物価環境は大きく変わった。今や世界的にインフレが高進して、欧米の中央銀行は引き締め舵を切っている。日本の物価上昇率は、欧米に比べれば低いが、ロシアのウクライナ侵攻の影響も加わり、原材料価格の高騰に拍車がかかっている。

政府が物価高対策を検討しているときに、2%の物価安定目標を達成するために、日銀は金融緩和を推進するという説明は通らないだろう。デフレ脱却という目的を達成できないうちに、世界的な環境変化の中で、インフレに直面することになった。日本でも上がりだした消費者物価が2%で安定する保証は全くない。黒田日銀が行ってきたデフレとの戦いは強制終了されそうだ。

(2) すでに金融緩和は後退

黒田日銀は、デフレ脱却の旗をまだ掲げているが、その背後では金融緩和が後退し、デフレ戦争終結に向けての動きが始まっている。

まず、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムが4月から縮小してくる。新型コロナ対応金融支援特別オペの貸付けは縮小が見込まれ、一時的とはいえマネタリーベースが縮小することになりそうだ。日銀は、新型コロナ対応で急増したマネタリーベースが、そ

の手仕舞いによって縮小するだけであって金融緩和の後退ではないと説明するが、その現象自体を捉えれば、金融緩和の後退だ。

政策金利は-0.1%で据え置かれているが、それ以外の金利は徐々に水準を切り上げている。10年物国債利回りは、日銀は指値オペや連続指値オペで金利上昇を抑えようとしているが、誘導目標からの変動幅の上限である0.25%近傍で推移している。また、かつては政策金利であった無担保コールレート（翌日物）は、マイナス領域だがかなりゼロ水準に近づいている。マイナス金利政策が続いているので発生するマイナス金利での裁定取引を除けば、かつての政策金利が実質的にゼロ金利に戻っていると考えることもできる。

いずれについても、日銀は金融引き締めでなければ、金融緩和の後退でもないと説明するだろうが、金融政策の方向はすでに変わってきているのではないか。

6. デフレ戦争終結のチャンス到来

(1) 2%の物価安定目標の問題点

日米欧共に2%という物価目標を掲げることになったが、それぞれが持つ意味合いは異なる。2%という目標は、日本の物価情勢からすると達成不能とも思える過大な目標であったのに対して、米国や欧州の物価動向から見ると十分起こりうる水準であり、達成すべき目標というより、それを超えないようにという上限目標としての性格を持ったものであった。

日米欧の中央銀行が2%の物価目標で足並みをそろえる中、世界的に物価が上がらないというディスインフレ傾向が強まってきた。同時に、日本が先駆けとなったとも言える、物価目標を金融政策の先行きの指針を示すコミットメントとして使うスタイルも日米欧で定着してきた。

さらに、2%の物価目標の位置づけを、超えてはいけない上限目標から、達成すべき目標水準に変更する動きが出てくる。そうすることによって、金融緩和のコミットメントを強化することが可能となった。日銀は、いち早くオーバーシュート型コミットメントを導入するなど、この面で欧米の中銀に先行していた。

こうして、日米欧がデフレと戦う姿勢を競い合うように、物価目標の解釈をデフレに対して厳しく、インフレに対して甘くしていったことが、中央銀行のインフレに対する備えを脆弱にして、想定外の世界インフレを許してしまったのではないか。もともとは上限という位置づけであった2%の物価目標であったのに、それを超えても2%近傍で安定させることができるという想定は、中央銀行としては甘すぎる認識であった。

(2) 2%を上限目標に戻す

欧米の中央銀行は、想定外の大幅なインフレを起こしてしまったので、その失敗を取り戻すべく、引き締め舵を切った。しかし、日銀は幸か不幸か2%の物価目標を達成してないが、欧米の失敗に学ぶのであれば、まだ物価が落ち着いているうちに、物価安定目標の見直しを行うべきではないか。

もっとも、日銀は、本意ではなかったとはいえ、2%という数字を掲げてしまった以上、これを取り下げることが避けたいだろう。事実上の敗北宣言になってしまうからだ。しかし、欧米と横並び、あるいはそれ以上に厳しい基準で掲げてしまった2%の物価安定目標を、日本の実情に合った形に修正することは可能だ。

2%を達成すべき目標ではなく、上限の位置づけに戻すことが必要だろう。日本で初めての量的金融緩和政策が終了した2006年3月に、日銀が発表した「中長期的な物価安定の理解」では、消費者物価指数の前年比が0~2%程度であれば、日銀政策委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きく異ならないとした。単純にこの理解に

戻るといのは現実的な選択肢ではないかもしれないが、「中長期的な」とか「理解」という表現は用いず、物価安定目標を2%から0~2%と幅を持たせることは可能だろう。

(3) 本当のデフレ脱却を目指す

消費者物価が2%上がらなければデフレは脱却できない、という凝り固まった考え方が問題だった。デフレでない状況を目指すレンジとしては、0~2%という目標は日本経済の身の丈に合った妥当なものだろう。0~2%であれば、すでに物価目標を達成していることになる。2%を超えて上昇したら、それは上がり過ぎということだ。

デフレは、前向きな経済活動が止まっているシグナルだとすると、デフレ脱却とは、物価が2%上がるのではなく、マクロ経済的には経済が競争力を取り戻して、成長力が高まることである。また、そのためには、個人や企業のミクロのレベルにおいて、付加価値の高いもの、まったく新しいものを開発するという前向きな経済活動が活発になることが必要だ。

この過程で、コスト削減や人件費圧縮などのスリム化による不毛な価格引き下げ競争から脱して、価値の拡大や新たな価値の創造に見合った価格を設定するという、新たな価格競争に転じてくることになる。

結果として、物価が下げ止まるということが起こるかもしれない。それでも、消費者物価が2%上がることは、デフレ脱却の必要条件でもなければ、十分条件でもない。

2013年1月の政府・日本銀行の共同声明において日銀は、「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていく」という認識を示した上で、この認識に立って、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とした。

残念ながら、デフレ脱却とは何かという大事な基本認識のところはあまり顧みられることなく、2%の物価安定目標の早期実現だけが独り歩きしてしまった。

経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組が進展してくることが重要であって、結果として出てくる物価上昇率が2%でなければいけないということはない。2%に拘ったFRB（米連邦準備制度理事会）やECB（欧州中央銀行）の失敗に学ぶのであれば、物価安定目標を0~2%という身の丈に合ったレベルに変えることが、黒田日銀総裁が最後に取り組むべき仕事になるのではないか。

以 上

執筆者紹介

鈴木 明彦(すずき あきひこ)1959年 東京都生まれ

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング 研究主幹

<学歴・職歴>

1981年 早稲田大学政治経済学部卒業

1981年 日本長期信用銀行(現 新生銀行) 入行

1987年 ハーバード大学ケネディ行政大学院卒

1999年 三和総合研究所(現 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング) 入社

2009年 内閣府大臣官房審議官(経済財政分析担当)

2011年 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング 調査部長

2018年 同 研究主幹