

黒田日銀総裁による金融政策の10年間の考究する

朝倉健男

はじめに

この春、戦後最長の任期であった日銀の黒田前総裁が退任し、中央銀行総裁という重責は現在の植田総裁に引き継がれた。黒田前総裁による金融政策は、単に任期が戦後最長であったということに留まらず、その政策の内容それ自体も金融政策の歴史上でも未曾有の政策が多岐にわたったこともあり、今一度、退任した黒田前総裁による10年間の金融政策を整理する意義にかられた。

本稿は、黒田前総裁下における10年間の金融政策の展開を、政策の方向性の変化とともに主に4つのフェーズに分けて、整理を行うものである。第1章では、それぞれのフェーズにおける黒田総裁による金融政策運営の特徴を概観する前に、10年にも及んだ黒田総裁下での金融政策について、どのようにフェーズ分けするのが妥当なのかという点を考察する。フェーズは4つに分けられ、「短期的インフレ目標期（2013年から2016年）」、「中・長期的インフレ目標期（2016年から2020年）」、「新型コロナ対応期（2020年から2022年）」、「ポスト・コロナ期（2022年から2023年）」となる。そして、第2章から第5章において、それぞれのフェーズにおける金融政策を概観し、最終的にはそれらの政策が必ずしも金融緩和一辺倒とはいえないという結論を導くこととする。

1. 黒田日銀総裁による金融政策の10年間のどのようなフェーズに区切るのか

(1) マネタリーベースとマネーストックの動向でみる10年間

10年にも及んだ黒田総裁下での金融政策について、政策の方向性と共に、それをどのようなフェーズに区切るかは、難解な問題である。例えば、黒田総裁による金融政策運営に関して、その理論的なバックグラウンドを作ったとされるリフレ派などの立場は、そもそも黒田総裁は就任から退任まで一貫してぶれることのない政策を実施しており、その金融政策を各フェーズに区切ること自体に、懐疑的であると思われる。特に黒田総裁下の日銀に対する学界の評価は、多分にリフレ派に代表される「反緊縮派」と財政再建派に代表される「緊縮派」とのイデオロギーの対立として語られることが多い。

しかし後述するように黒田総裁による金融政策運営をきめ細やかに概観すると、10年間もの間、一貫して積極的な金融緩和を行っていたというわけではない。そこで本稿では、黒田総裁下での金融政策の方向性を見極めるために、マネタリーベースとマネーストックの動きに注目する。図表1は黒田総裁が就任した2013年から、黒田総裁が退任した2023年のマネタリーベースとマネーストックの前年比伸び率の推移である。それによれば、黒田総裁の任期10年間に、マネタリーベースとマネーストックは数度の局面において特徴的な動きをしている。

まず、1つ目は、2013年に黒田総裁が就任した直後から2016年までのマネタリーベースとマネー

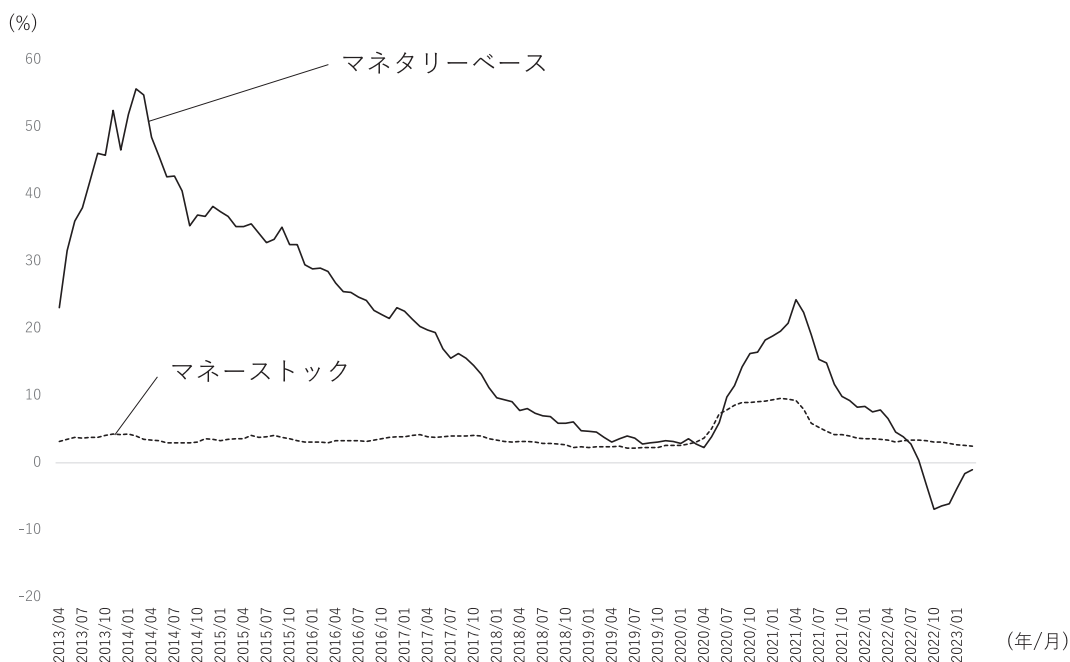
ストックの動きである。この間は、いわゆる異次元とも称された量的・質的金融緩和により、マネタリーベースは増大したものの、マネーストックの伸びはさほどみられない時期である。

次に2016年から2020年までにかけて、今度はマネタリーベースの伸びが一服した時期がある。そしてこの時期もやはりマネーストックに顕著な伸びはみられない。後に詳述するが、この時期は、いわゆる長短金利目標付き量的・質的金融緩和（イールドカーブ・コントロール）が導入される中、量の拡大が事実上内生変数化されたために、それに伴ってマネタリーベースの伸びが鈍化した時期となる。

次に、マネタリーベースとマネーストックの動きは2020年以降も特徴的な動きを示している。それは、マネタリーベースとマネーストックが同時に増加しているという点である。この期間は、新型コロナウイルス感染症対策により、日銀がマネタリーベースを再度拡大させたこと、さらに企業・家計の金融支援により、銀行貸し出しが増加したので、マネタリーベースとマネーストックが同時に増加した時期であった。

そして、黒田総裁の任期も晩年の2022年以降になると、今度はマネタリーベースとマネーストックが同時に減少するフェーズに入った。新型コロナウイルス感染症による総需要ショックに一応の持ち直しがみられた点や、コロナ禍以来の世界的な総供給ショックやロシアのウクライナ侵攻によって、世界的なインフレ懸念が危惧される中、日銀としても応分の引締め的な対応を迫られた時期となった。

図表1 2013年から2023年までのマネタリーベースとマネーストックの伸び率



(注) 前年比。

(出所) 日本銀行「マネタリーベース」「マネーストック」より筆者作成。

(2) 4つに分けられる黒田総裁の10年間

すでにみたように、2013年から2023年までのマネタリーベースとマネーストックの動きだけを見ても、黒田総裁の下での日銀が一方的な金融緩和路線を敷いていたわけではないことは明らかだろう。特に、マネタリーベースに関しては日銀自身がコントロール可能な変数であり、日銀自身がその伸び率を抑制したことが何より、黒田総裁が緩和一辺倒ではなかったことの証左である。

本稿では黒田総裁による10年間の金融政策運営を、前節でみたマネタリーベースとマネーストックの動きに照らし合わせ、黒田総裁就任直後の2013年から2016年にかけて、マネタリーベースは増大したものの、マネーストックの伸びはさほどみられない時期を「短期的インフレ目標期」、2016年から2020年までにかけて、マネタリーベースの伸びが一服し、さらにマネーストックに顕著な伸びもみられなかった時期を「中・長期的インフレ目標期」、2020年以降、マネタリーベースとマネーストックが同時に増加している時期を「新型コロナ対応期」、2022年以降のマネタリーベースとマネーストックが同時に減少している時期を「ポスト・コロナ期」という4つのフェーズに区切って、その特徴点を整理していく。

ここまでの話をまとめると以下ようになる。第一に、2013年から2023年までの黒田総裁による金融政策は、緊縮派対反緊縮派という構図の中で学界でも多分にイデオロギー的な議論が展開されたが、10年間の細部に分けるとその金融政策運営は一概に金融緩和のみに邁進したとはいえない。第二に、特にマネタリーベースとマネーストックの動きに注目すると黒田総裁の下で展開された金融政策には大きく4つのフェーズがある。第三に、その4つのフェーズとは「短期的インフレ目標期」、「中・長期的インフレ目標期」、「新型コロナ対応期」、「ポスト・コロナ期」である。

2. 短期的インフレ目標期

(1) 元々は実質金利の低下を意図していた量的・質的金融緩和

2013年4月にそれまでの白川総裁を引き次いで総裁に就いた黒田総裁の下で開始された金融政策は、「量的・質的金融緩和」と呼ばれ、その目的は、それまでの日銀とは次元の違う金融緩和政策を断行し、マネタリーベースを大幅に拡大させ、デフレ・マインドが染みついた日本経済の現状にインフレ期待を持たせ、実質金利の低下を通じて総需要の増大を図るものであった¹。

図表2は、黒田総裁就任後初の金融政策決定会合で全会一致により決定された「量的・質的金融緩和」の骨子である。それによれば、量的・質的金融緩和政策における次元の違う金融緩和とは、日銀が操作目標をそれまでの金利からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースを2年間で2倍に拡大させるという未曾有の政策であった²。またこれは2年という年限が端的に示すように、

¹ 実質金利とは下記の式で表される。

$$i = r - \pi$$

ここで、 i は実質金利、 r は名目金利、 π は期待インフレ率である。この式は「フィッシャー方程式」と呼ばれる。この方程式を根拠に名目金利がゼロに張り付いている非伝統的金融政策のケースでは、実質金利を引き下げるためには期待インフレ率を引き上げる必要があるとされた。

² ただし、長期国債の買入れやETFの購入それ自体は、黒田総裁によって初めて行われた政策ではなく、2010年10月の「包括的な金融緩和」により白川前総裁がすでに導入していた政策であったという点は留意されたい。

短期決戦的な意味合いを色濃くした政策でもあった。

実際に、量的・質的金融緩和の導入によりマネタリーベースは急激な拡大を示した。しかし図表1にもあるように、マネーストックの伸びは芳しいものではなかった³。また、量的・質的金融緩和によるマネタリーベースの拡大でも本来の目的であった期待インフレ率も2%に達することはなかった。そうした中、黒田総裁は、2014年10月に更なるマネタリーベースの拡大を意図した追加緩和を行うこととなった。

図表2 量的・質的金融緩和の骨子（2013年4月）

消費者物価の前年比上年率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。

- ①マネタリーベース・コントロールの採用
金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。
- ②長期国債買入れの拡大と年限長期化
・イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
・また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。
- ③ETF、J-REITの買入れの拡大
- ④「量的・質的金融緩和」の継続
「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点

（出所）日銀ホームページより筆者作成⁴。

³ この背景は以下のようなマネタリーベースとマネーストックの関係から説明できる。マネーストックとマネタリーベースとの関係は「貨幣乗数」という変数によって媒介されている。ここで、貨幣乗数は以下の2つの内訳からなる。その場合、マネーストックMは現金通貨Cと預金通貨Dを足したものである。

$$M = C + D$$

そして、マネタリーベースBは現金通貨Cと準備預金Rを足したものである。

$$B = C + R$$

さらに、準備預金Rは預金通貨Dに準備率rをかけたものである。

$$R = rD$$

これら3つの式を組み合わせると、マネーストックとマネタリーベースに次のような関係を見出すことができる。

$$\frac{M}{B} = \frac{C+D}{C+rD} = \frac{\left(\frac{C}{D}\right)+1}{\left(\frac{C}{D}\right)+\left(\frac{R}{D}\right)}$$

上の式によれば、貨幣乗数の内訳を考える上において重要なのは、右辺にある(C/D)と(R/D)であり、前者は「現金・預金比率」、後者は「準備・預金比率」と呼ばれている。日銀のマネタリーベースの供給が同額程度のマネーストックの増加を生むためには、この2つの貨幣乗数の構成要素が安定的であるということが前提となる。そうでない場合は、マネタリーベースを増大させてもそれがマネーストックの増大に結びつくわけではない。

⁴ https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2013/k130404a.pdf

(2) 追加緩和による更なるマネタリーベース拡大

このようにマネタリーベースの拡大が当初想定していた期待インフレ率の上昇に対して不十分と判断した日銀は、2014年10月に追加緩和を導入し、長期国債の保有残高が年間約80兆円に増額された上でその買入れの平均残存期間を3年程度延長し、ETF及びJ-REITについては保有残高がそれぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するように買入れが行われることが決定された。

しかしこの追加緩和については2013年4月の金融政策決定会合で決定された量的・質的金融緩和が全会一致の決定であったボードメンバーの賛否が割れていた。鈴木（2022）によれば、このころから日銀でも、マネタリーベースの拡大にも拘わらず当初の2%インフレ目標が一向に達成される気配がない中で、マネタリーベースを野放図に拡大する金融政策に対する懐疑的な声があがり始めた⁵。

(3) 端境期としてのマイナス金利政策

その後日銀は、2016年1月に、マイナス金利政策を導入した。このマイナス金利政策とは、図表3のように金融機関が保有する日銀当座預金を、①基礎残高、②マクロ加算残高、③政策金利残高の3つに階層化し、①には0.1%、②には0.0%、③には-0.1%が付利されたものである。このマイナス金利政策は、元来0%が下限と考えられてきたイールドカーブの起点を下げ、それに伴って中期・長期が低下するので、銀行の貸し出し金利などが低下して総需要が増大することを狙ったものである⁶。このことは同時に、2013年4月以来、量的な緩和を断行してきた日銀の金融政策が、量と共に金利を意識せざるを得ない転換点とされ、白井（2016）は、このマイナス金利政策の採用は、事実上の日銀の資産買入れの限界と受け止められる可能性が強かったと述べている⁷。

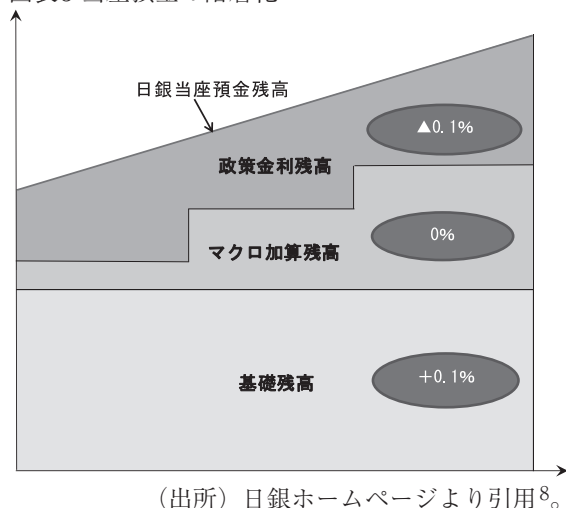
マイナス金利政策は結果としては、円高・株安にマーケットが反応し、さらに世界経済の動向にも相互する形で日銀の狙いに反して総需要の増加をもたらすことはなかった。そしてこの際も2%の期待インフレ率は実現しなかったのである。このマイナス金利政策が当初の狙い通りの経済効果をもたらさなかったことを契機とし、黒田総裁による量的・質的金融緩和政策は、その開始から2年余りたったころにはすでに大きな転換を迫られることとなった。

⁵ 鈴木（2022）164頁～166頁。

⁶ マイナス金利政策に関しては、当初、日銀当座預金への付利をマイナスにすることで、各銀行が日銀当座預金を引き出して貸し出しを増やす効果があるなどという報道もあったが、日銀の第一義的な狙いはあくまで中・長期金利の低下にあった。

⁷ 白井（2016）134頁～140頁。

図表3 当座預金の階層化



（4）異次元の緩和が残した課題

すでにみたように、量的・質的金融緩和は、開始2年で事実上の行き詰まりを示していた。その要因は、ひとえにマネタリーベースの拡大が期待インフレ率の上昇に結びつかなかった点にある。そもそも、期待インフレ率とは、中央銀行が「2年で2%」と宣言し、マネタリーベースを急拡大させれば達成できるような代物ではなかった。日銀が量的・質的金融緩和において、マネタリーベースの拡大が人々のデフレ・マインド的な行動を変容させ、2%の予想物価上昇率を根付かせると考えた論拠には、Krugman（1998）の存在があった。その中でクルーグマンは、家計・企業などの経済主体にとって重要な金利は、名目金利ではなく、そこから期待インフレ率を差し引いた実質金利であることを示した⁹。そして、その際、クルーグマンは、将来起こるインフレに対して中央銀行が「無責任」になれば、今の時点で予想物価上昇率は高まると述べたが、その方法は示さなかった。

その場合、2013年4月に開始された量的・質的金融緩和は、中央銀行が無責任になることを意味したのであるだろうか。例えば日銀が「無責任」であるためには、「2年で2%」などといわずに、例えば日銀法から「物価の安定」という条文を削除するなどの手を打たなければ、デフレ・マインドが染みついた日本において、期待インフレ率が著しく上昇するほどの無責任性は演出できなかつたといえよう。

また翁（2021）が指摘するように、現実的には多くの経済主体にとっては、マネタリーベースという専門用語それ自体が何を示すものなのか、そのことを理解している経済主体は少ない。であるならば、そもそも意味がよく理解されていないマネタリーベースが、なぜそれを理解していない人々のインフレ期待を上昇させるのか、その筋道が明確に描けなかつたのはある意味では当然のこ

⁸ https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2022/data/ron220330a.pdf

⁹ Krugman, P(1998) "Japan: Still Trapped" (中岡望訳『恐慌の罫-なぜ政策を間違えつづけるのか』中央公論社(2002年)10頁～18頁)

とであったようにも思われる¹⁰。

ここまでの話をまとめると以下のことがいえるだろう。第一に、2013年4月に始まった黒田総裁による量的・質的金融緩和とは、マネタリーベースの次元の違う拡大を通じて短期間で人々の期待インフレ率を引き上げることが目的としていた。第二に、しかし現実の期待インフレ率がマネタリーベースの増加により著しい上昇をみせることはなかった。第三に、期待インフレ率が当初の日銀の狙い通りにはなかなか上昇しない中、当初のマネタリーベースの拡大一辺倒の金融緩和政策は、量的・質的金融緩和の開始から2年が経過する頃には、大きく修正される方向に舵が切られることとなった。

3. 中・長期的インフレ目標期

(1) 「総括的な検証」とイールドカーブ・コントロール政策の導入

すでに述べてきたように、量的・質的金融緩和政策の当初の目的であった、マネタリーベースの拡大による期待インフレ率の上昇という目算は、黒田総裁就任と同時に2013年4月に量的・質的金融緩和が開始されて2年を経る頃には行き詰まりをみせていた。

そこで日銀は、2016年9月に、それまで自らが行ってきた量的・質的金融緩和に関する「総括的な検証」を行った。その検証の概要として日銀は、①マネタリーベースの拡大は金融政策の抜本的な変更を通じて、人々の期待インフレ率に働きかけ、その押し上げに寄与し、デフレ・マインドの払しょくそれ自体には十分効果的であった、②しかし、エネルギー価格の低下や消費税増税などの総需要ショックの中で、2%のインフレ目標の達成は困難であった、③そもそも日本人が持つ期待インフレ率とは過去のインフレ率をベースに「適応型」となっており、その意味でデフレ・マインドが一度染みついた日本において期待インフレ率を上昇させるにはかなりの時間を要すること、④マイナス金利政策による金利の期間構造の全体的な低下は総需要を十分に下支えした、⑤しかし、マイナス金利は長短金利差の縮小を通じて金融機関の収益構造を侵食したという点をあげている。

鈴木（2022）が詳細に解説するように、上記の総括的な検証を受けた日銀は金融政策の方向性を、①予想物価上昇率をさらに引き上げ、2%のインフレ目標を達成するためには、期待インフレ率の更なる上昇が必要で、それにはなお時間を要すること、②マネタリーベースの長期的な拡大にコミットすること、③マイナス金利と国債買い入れを適度に組み合わせることにより、イールドカーブ全体に影響を与えることが可能となる、④イールドカーブの適切な形成を促すにあたっては、貸し出しや社債金利への波及、経済への影響、金融機能への影響、経済・金融・物価情勢を踏まえて判断することが重要である、とした¹¹。

そのうえで日銀は新たに「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（イールドカーブ・コントロール政策）を導入した。図表4はイールドカーブ・コントロール政策の骨子である。イールドカーブ・コントロール政策とはマイナス金利政策を維持した上で、長期金利水準のコントロールを

¹⁰ 翁（2022）144頁～145頁。

¹¹ 鈴木（2022）180頁～182頁。

図るための政策であった。この際、イールドカーブ・コントロール政策の採用に当たり日銀は操作目標をマネタリーベースから、日銀当座預金の政策金利残高への付利水準及び10年物国債金利へと変更している。また、マネタリーベースの拡大については目標から「めど」に格下げされ、フォワード・ガイダンスとして「消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定の目標を超えるまで」という「オーバーシュート型のコミットメント」が新たに設定された。

図表4 イールドカーブ・コントロール政策の骨子（2016年9月）

2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定し、第1に、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第2に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」を採用する。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

① 金融市場調節方針

- ・ 短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。
- ・ 長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れベース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

② 長短金利操作のための新型オペレーションの導入

長短金利操作を円滑に行うため、以下の新しいオペレーション手段を導入する。

- (i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）
- (ii) 固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長（現在は1年）

(2) 資産買入れ方針

- ① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(3) オーバーシュート型コミットメント

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続す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。

（出所）日銀ホームページより筆者作成¹²。

（2）イールドカーブ・コントロールの採用の要点と金融政策上の大転換

イールドカーブ・コントロール政策の採用は2013年4月に黒田総裁の下で行われてきた量的・質的金融緩和による量のあくなき追求にとって、大きなターニングポイントとなった。やや繰り返しになるが、日銀のイールドカーブ・コントロール政策採用の肝は、金融政策の操作目標をそれまでの「マネタリーベースが年間80兆円に相当するペースで増加するように行う」から「①日銀当座預金残高へのマイナス金利（-0.1%）を引き続き政策金利と位置づけ、さらに、②10年物国債金利を0%で推移するよう」に長期国債の買入れを行うこととした点である。これは量的・質的金融緩和以来堅持してきた操作目標の「量から金利」への大きな方向転換であった。

（3）量の「めど」を残したイールドカーブ・コントロール政策をめぐる分かりにくさ

2016年9月のイールドカーブ・コントロール政策の採用により、日銀の金融政策の操作目標がそ

¹² https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160921a.pdf

れまでの量から金利へと変更されたという意味で、イールドカーブ・コントロール政策は2013年4月に開始されたマネタリーベースの制限のない拡大路線が大きく修正されたということはすでに述べた。

ところでこの際、分かりにくいのは図表4にもある、年間80兆円の長期国債の買い入れペースの「めど」であろう。当然に、操作目標を金利に移した場合、それに見合った国債の買い入れペースとは、受動的な位置づけにならざるを得ない。それにも拘わらず、80兆円の買い入れペースという文言をステートメントに残した日銀の意図がどこにあったのかは、定かではない。この点に関しては、一旦掲げた2%インフレ目標の達成に消極的になったと受け止められなくなかったことや、リフレ派の政策委員への配慮などがあったと推測される。

しかし現実としてその後の日銀の国債買い入れペースは80兆円を下回った。福本（2020）の詳細な考察によれば、日銀の国債買い入れペースをイールドカーブ・コントロール政策採用の前後で比較すると、日銀はイールドカーブ・コントロール政策採用前まではネットベースで年間約80兆円のペースで買い入れを行っていたが、イールドカーブ・コントロール採用後はネットベースで年間約40兆円のペースに減少し、2019年には買い入れが20兆円にも満たなかったとされている¹³。量的緩和という意味では、これはやはり「テーパリング」であったという結論が妥当だろう。

（4）「オーバーシュート型のコミットメント」とは

実際のインフレ率が2%を超えるまでマネタリーベースの拡大を続けるという「オーバーシュート型のコミットメント」に関してはどのように考えたらいいのであろうか、以下では3点に分けて考察する。1つ目として、このオーバーシュート型コミットメントの導入自体が、当初2013年に採用された量的・質的金融緩和で想定されていた例えば「2年」などという短期的インフレ目標から中・長期的インフレ目標への切り替えではなかったかという点である。つまり、中・長期的な枠組みとしてのインフレ目標2%であれば、一定期間、例えば2年を大きく上回るような10年間を事後的に振り返る時に、平均してインフレ率が2%となる必要があるため、年によってはインフレ率が2%より上振れる場合もあるだろう。そのことを考えれば、オーバーシュート型のコミットメントとは短期的なインフレ目標から中・長期的なインフレ目標への布石だったのである。

2つ目は、「総括的な検証」で示された日本人が持つインフレ期待が「適応型」であるという点と関連する。適応型とは、人々のインフレ予想が過去に実現していたインフレ率に引きずられて決まるというものだ。であるならば、実際のインフレ率が安定的に2%を超えないと、期待インフレ率も2%にはならないということなので、より中・長期的にみてインフレ目標2%を達成する仕組みとして、単年では2%を上回ることもあり得るとするのが、オーバーシュート型のコミットメントの持つ意味であった。

3つ目は、ステートメントに2%という文言を残すことで、日銀が量的・質的金融緩和から後退という印象を少しでも打ち消す意図があったのではなかろうかという点だ。これまでみてきたように、イールドカーブ・コントロール政策とは、特に量の面ではそれまでの量的・質的金融緩和から

¹³ 福本（2020）4頁。

の縮小を意味したが、日銀としてはそれをなるべく穏便に行うことで、それまで2年などとしていた短期的インフレ目標から、中・長期的なインフレ目標へと舵を切った。

(5) 金融システムの安定にも配慮したイールドカーブ・コントロール政策

2016年9月に日銀がイールドカーブ・コントロールを採用した要因として、2016年の1月に採用されたマイナス金利政策により、イールドカーブが過度にフラット化し、金融機関の収益構造が毀損されたために、その対応として、足元のコールレートと10年物国債にある程度の金利差を持たせるため、すなわち金融機関の収益を安定化するためにイールドカーブ・コントロール政策が採用されたとの見方もあるが、この見方は、換言すると、金融政策を金融システム安定化のための政策（信用秩序維持政策）として行使したとみているに等しい。そもそも中央銀行とは、総需要調整策としての金融政策と金融システム安定化のための政策である信用秩序維持政策の両方を担っている¹⁴。だとすれば過度なイールドカーブのフラット化は金融システム安定化のためにはなるべく解消された方が好ましいと日銀が考えていたとしても不思議ではない。また、前述したように、マイナス金利政策の際に、当座預金の全体ではなく階層化された一部分にのみマイナス金利を適用したのも、あるいは金融機関の収益面への配慮だったのかもしれない。

そもそも、総需要調整策としての金融政策と金融システム安定化のための政策である信用秩序維持政策の両方を同時に担う中央銀行の政策手段が、純粹にそのうちのどちらを意図したものであるかは、特に非伝統的金融政策の局面ではその境界線はみえづらい¹⁵。金融政策での決定が金融システムの安定化に寄与したという指摘は以前から存在する。例えば植田（2005）は、2000年代前半の時間軸政策や量的緩和政策がインターバンク市場の緊張感を緩和させ、結果としては金融政策の決定であったとしても、それらが金融システムの安定化にも効果を発揮したと述べている¹⁶。であるのであれば、補完的政策である金融政策と信用秩序維持政策を厳密に分けて考察すること自体が、あまり意味をなさないということかもしれない。

これまでの話をまとめると以下ようになる。第一に、イールドカーブ・コントロール政策の採用は、操作目標を量から金利に転換し、量の拡大に関してはそれを縮小させるもので、事実上のテーパリングであった。第二に、このイールドカーブ・コントロール政策によりそれまで短期的目標であったインフレ目標は、中・長期的目標に転換した。第三に、金融政策が金融機関の収益面を考慮して行われたという見解は、伝統的にも、そもそも金融政策としての決定が金融システム安定化にも効果があるという見方もあることから、両者の厳密的なすみ分けに本質的な意味はない。

¹⁴ 日銀ホームページによると、「日本銀行は、物価の安定と金融システムの安定を目的とする、日本の中央銀行です」となっている <https://www.boj.or.jp/>。

¹⁵ 形式的には「金融政策決定会合」が金融政策、「通常会合」が信用秩序維持政策を担うとされている。

¹⁶ 植田（2005）131頁～136頁。

4. 新型コロナ対応期

(1) 新型コロナ感染症の拡大

すでに述べてきたように、日銀は2013年4月に量的・質的金融緩和政策を導入し、短期的なインフレ期待の引き上げを標榜したが、それは実現しなかった。その中で2016年9月に採用されたイールドカーブ・コントロール政策は、それまで短期的な目標だった2%のインフレ目標を、中・長期的な目標へ転換させるものであった。

日銀としては本来、イールドカーブ・コントロール政策により中・長期的インフレ目標を、いわば持続可能な政策として運営していきたかったのであろう。

しかし、2020年になると、新型コロナ感染症の拡大という日銀でも予想すらしなかった事態が発生し、図表1にもみられるように日銀の金融緩和政策は再び大幅に緩和され、マネタリーベースの伸びは急伸した。

(2) 日銀の新型コロナ危機対応

朝倉(2022)によれば、2020年3月から始まった日銀の新型コロナ対策は、①ドルオペや国債買い入れを含む一層の潤沢な資金供給の実施、②新たなオペレーションの導入を含めた企業金融支援のための措置、③ETF・J-REITの積極的な買い入れによる金融緩和の強化、の3つに分類される¹⁷。

そのうち、ドルオペや国債買い入れを含む一層の潤沢な資金供給の実施に関しては、まず、2020年3月16日に行われた緊急の金融政策決定会合において、FRB、ECB、BOE、カナダ銀行及びスイス国立銀行と協調して、ドル資金供給オペの貸付金利を0.25%引き下げるとともに、これまでの1週間物に加えて、3ヶ月物を週次で実施することとした。さらに日銀は2020年4月27日の決定会合で、国債買い入れに関し、これまで年間80兆円の国債買い入れの上限を撤廃し、これを無制限とした。

企業金融支援のための措置に関しては、3月16日の緊急の金融政策決定会合において、CP・社債等の追加買い入れ枠合計額を2兆円とし、CP等は約3.2兆円、社債は約4.2兆円の残高を上限に買い入れを実施し、買い入れを2020年9月末まで継続することが決定された。また「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」として銀行に対して民間企業債務を担保に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する新たなオペレーションも発表された。さらに日銀は5月22日に行われた臨時の金融政策決定会合で、以上に加え、新たに融資を実行した金融機関に金利0%で資金を出す「新たな資金繰り支援」策の導入を決定し2021年3月末までこれを継続することを発表した。

ETF・J-REITの積極的な買い入れに関しては3月16日の緊急の金融政策決定会合において、マーケットのリスク・プレミアムの一層の低下を促すためとして、ETFとJ-REITを、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、買い入れ額の拡大を行うことが発表された。

¹⁷ 朝倉(2022) 229頁～231頁。

(3) 新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペがもたらしたもの

改めて図表1を確認すると、日銀による新型コロナ対策が開始された2020年の3月以降、マネタリーベースの伸びとともにマネーストックが同時に伸びており、それまでの量的・質的金融緩和からイールドカーブ・コントロール政策の局面とは両変数の動きに明らかな違いがみられる。

鈴木(2022)は、マネタリーベースだけではなく、マネーストックにも顕著な伸びがみられた背景には、日銀による新型コロナ危機対応のうちでも、企業金融支援のための措置の効果が大きく寄与したと説明する¹⁸。鈴木はまず、2020年3月以降のマネタリーベースの伸びの内訳に注目し、それまでの量的・質的金融緩和からイールドカーブ・コントロール政策の時期にその伸びをけん引していたのは長期国債の買い入れであったものが、新型コロナ危機対応局面でのマネタリーベースの伸びは、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ要因が長期国債要因を大きく上回っているとみる。そのうえで、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペに関するインプリケーションとして、企業金融支援を伴うマネタリーベースの拡大であれば、緩和資金が当座預金に滞留することなく实体经济に行きわたる、つまりマネーストックが拡大されることをあげている。その際、鈴木は、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペがマネーストックの増加に寄与したより大きな要因として、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペへの利用残高の民間担保部分と制度融資部分、プロパー融資部分にプラスの付利がなされていたことが重要であったとする。つまり、新型コロナ危機対応により新たに融資を実行した銀行に金利0%で資金を出す「新たな資金繰り支援」の下で、日銀から供給された新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペの民間債務担保部分と制度融資部分の利用残高に+0.1%、銀行からの直接的な融資であるプロパー融資の利用残高に関しては+0.2%の付利がなされ、銀行としては事実上マイナス金利での資金の調達が可能となっていたのだ。鈴木はこれを、2020年3月以降のマネーストックの伸びをより大きいものとした。

ここまでの話をまとめると、以下ようになる。第一に、イールドカーブ・コントロール政策の採用以後に落ち着きをもせていたマネタリーベースの拡大は、2020年3月から行われた新型コロナ危機対応により再び大きく拡大した。第二に、新型コロナ危機対応の局面ではマネタリーベースの拡大だけではなく、マネーストックも大きく拡大した。第三に、マネーストックが大きく拡大した背景には、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペの存在があった。

5. ポスト・コロナ期

(1) 2020年12月の微修正

2020年3月に開始された日銀による新型コロナ危機対応は、新型コロナ感染症による实体经济への悪影響に一定程度の歯止めが確認された2020年12月には、大きな軌道修正とも捉えられる動きがみられるようになった。

日銀は、2020年12月の金融政策決定会合ではまず、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特

¹⁸ 鈴木(2022) 229頁～237頁。

別オペの枠組みを2021年9月まで延長することを決定し、ETF・J-REITの購入額に関しては市場の状況に応じてそれぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円という購入を継続することを確認した。また新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペに関する、金融機関1行当たりの上限額を撤廃し、新型コロナ危機対応策の運用により自由度を増やした格好となった。ここまでは、金融政策のうちでも緩和政策に相当する。

ところで日銀はこの際、イールドカーブ・コントロール政策のうちこれまで「上下にある程度変動」と曖昧に説明されてきた長期金利のターゲットレンジを $\pm 0.25\%$ と明示した。ここで重要なのは、長期金利の目標の上限が 0.25% とされた点である。これは金融政策決定会合の決定を経なくても、 0.25% の利上げを可能にするという部分では、ポスト・コロナ期におけるイールドカーブ・コントロール政策への回帰の動きといえるだろう。

2020年12月の決定に関しては、明示的な新型コロナ危機対応の縮小も発表された。CP・社債等の追加買い入れは、市場環境の不安のピークは去ったとしてその措置を2022年3月末で終了することを発表した。新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペに関しては、一部の資金繰りが未だ緊張状態にあるとの認識からその一部に関して、2022年9月まで延長されることが決定されたが、大企業向けの融資や住宅ローンなどの担保部分に関しては、2022年3月での終了が発表された。また、中小企業向け制度融資部分に関する付利に関しては $+0.1\%$ であったものが 0% へと変更された。

このように2020年12月の政策の変更は、一部は確かに新型コロナ危機対応の継続、及び拡大を含んだものであったと同時に、一方では、日銀による新型コロナ危機対応の手じまいを明確に意識させるものでもあった。

(2) 2022年末には事実上の利上げも発表

その後、日銀は2021年6月には新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペの枠組みの2022年3月までの延長を決定したが、2022年9月には、その内で制度融資部分に関しては2022年末に、プロパー融資部分については2023年3月に終了することを発表し、新型コロナ危機対応からは脱却した。

さらに日銀は、2022年12月にはそれまで $\pm 0.25\%$ としてきた長期金利目標の変動幅を $\pm 0.5\%$ に拡大させたが、この時には長期金利は足元では変動幅の上限近くで推移することが自明となっており、この決定は事実上の利上げ政策であった。

ここまでの話をまとめると以下のようなになるだろう。第一に、2020年3月に開始された日銀による新型コロナ危機対応は、2020年12月には一部の政策において微修正がはかられた。第二に、2021年6月には日銀は明確に新型コロナ危機対応からの脱却を試みた。第三に、2022年の末には日銀は事実上の利上げにも踏み切った。

おわりに

本稿では、2013年4月の量的・質的金融緩和政策採用以降、10年にわたる金融政策を概観してきた。黒田総裁の下での10年間にわたる金融政策の総括に関しては、今後の実証分析や、より中・長期的な歴史の評価を待つよりほかはない。

いずれにせよ、戦後最長の10年にも及んだ黒田総裁下での金融政策については、その政治色やイデオロギーの強さゆえに、ある者はその緩和的姿勢を絶賛し、またある者はその緩和的姿勢を批判したりもした。

しかし、本稿がこれまで振り返ってきたように、黒田総裁の下での金融政策を、それぞれのフェーズに区切って整理してみると、黒田総裁下の日銀は、必ずしも金融緩和一辺倒であったとはいえない。少なくとも、当初標榜した短期決戦での2%インフレ目標は、その開始2年で修正を余儀なくされており、イールドカーブ・コントロール政策の開始を持って2%のインフレ目標は、中・長期的な位置づけへ転換された。またその際、特に「量」に着目すれば、マネタリーベースの拡大幅は縮小した。さらに黒田総裁は、その任期の晩年である2022年12月には事実上の利上げを行っており、見方によっては、そのイメージとは反対に、黒田総裁はやや「タカ派」的な総裁でもあったという捉え方もできなくはなからう。

参考文献

- Krugman, P(1998) "Japan: Still Trapped" (中岡望訳『恐慌の罠-なぜ政策を間違えつづけるのか』中央公論社(2002年))
- 朝倉健男(2022)『主要国4中央銀行 金融政策の比較分析 歴史・制度・将来展望』専修大学出版局
- 植田和男(2005)『ゼロ金利との闘い 日銀の金融政策を総括する』
- 翁邦夫(2021)『人の心に働きかける経済政策』岩波新書
- 白井さゆり(2016)『超金融緩和からの脱却』日本経済新聞出版社
- 鈴木明彦(2022)『デフレとの20年戦争』きんざい
- 福本勇樹(2020)「日本銀行による国債買入れの今後の展望」『年金ストラテジー』 Vol.289, p.4-5, July 2020