

Contents *****

特集：日本銀行のこの10年を振り返る	1p
＜海外報道ウォッチ＞	
米共和党のESG投資バッシング	7p
＜From the Editor＞ 『安倍晋三回顧録』を読む	9p

特集：日本銀行のこの10年を振り返る

今日と明日、3月9日から10日にかけて、日本銀行では黒田東彦総裁が出席する最後の金融政策決定会合が開かれます。最後のサプライズ（政策変更）はあるのか、また明日午後3時半からの記者会見で、黒田氏はどんな感慨を語るのか。同時にこの2日間には、衆参両院で新しい正副総裁に対する同意人事が行われ、植田和男総裁、氷見野良三、内田真一両副総裁のトリオが誕生する予定です。

本誌ではそれを待たずに、この10年間の「黒田緩和」を振り返ってみたいと思います。金融政策の世界では、5年や10年はあっという間のこと。それでも人間の記憶は当てにならないものですから、2013年に始まったアベノミクス（or 黒田緩和）は、そもそもどんな状態で始まったのか。まずはそこから話を始める必要があります。

●2013年初頭の日本は異様な状態

「十年一昔」とはよく言ったもので、アベノミクスが始まった10年前、日本全体がどんな雰囲気であったのか、今では思い出すことさえ容易ではない。以下は2013年1月10日、産経新聞「正論」欄に掲載された拙稿の冒頭部分だが（『アベノミクス』は日本を救うか）、当時の気分を知る手掛かりになるのではないかと思う。

理髪店で髪を切ってもらっている最中に、こんなことを話しかけられた。

「日本銀行はもっと積極的に金融緩和すべきじゃないですか」

ご近所の理髪店主は話好きの好人物であって、特に経済に詳しいわけではない。筆者のことは「ときどきテレビに出てる人」と思っているようだが、企業エコノミストをしていて、この問題については日銀寄りであることなどは知らないはずである。真面目に反論しかけて、ふと思いとどまった。逆に、これはすごいことかもしれないぞと考えた。

リフレ（通貨再膨張）政策の是非は、ここ 10 年以上ずっとエコノミストの世界で論議の的だった。持続的に物価が下落するよりは、マイルドなインフレの方が望ましい。その点に異論は少ないが、どうやったらデフレを止められるのか。中央銀行にはその力があり、インフレ目標などで強い意志を示せば、デフレから脱却できるのか。それとも人為的に物価を上昇させることはできないのか。いや、上げることはできても、その後でコントロールできなくなるからやるべきではないのか。諸説紛々としている。

实体经济に資金需要のないものを、無理やり作ることできないというのが日本銀行の判断で、筆者もその意見である。だが、それを不作為であるとする見方もあって、日銀は腰が引けている、あるいは米連邦準備制度理事会（FRB）の積極性を見習え、といった批判がある。しかるに簡単に実験ができるものでもなく、ごく狭い世界の神学論争の様相を呈していた。

ところが選挙期間中に自民党の安倍総裁が、「2%のインフレ目標」や「大胆な金融緩和」を言い出してから流れが変わった。今まで、政治の世界で語られる景気対策は、お金をばらまくことが中心で、デフレ脱却を優先せよとの議論は新鮮に響いたようだ。結果として「床屋政談」でも、金融政策が語られるようになったのである。

その後も筆者は今日に至るまで同じ理髪店に通っていて、店主とは 10 年間に何度も世間話をしているけれども、「日銀の話」が出たのはもちろんそのとき限りである。当然であらう。よほどのことがない限り、普通の人には金融政策などに関心を持たないものである。

それくらい、2013 年 1 月当時の世間の雰囲気は圧倒的なものがあつた。前年 12 月 16 日に行われた総選挙で自民党が勝利し、12 月 26 日には第 2 次安倍内閣が発足した。3 年 3 か月にわたった民主党政権時代は終わりを告げた。

2012 年 12 月の景気ウォッチャー調査は、ほとんど「躁状態」であつた。現状判断 DI は 11 月の 40.0 から 45.8 まで改善、先行き判断 DI は 41.9 から 51.0 へ上昇した。1 か月で約 10p の上昇など減多にあるものではない。そして以下のようなコメントが並んでいた。

- * 新政権が誕生し、公共投資を中心とした大型補正予算が組まれる見込みが強いため、建設業が基幹産業である道内経済にはプラスとなる（北海道＝金融業）
- * 総選挙も終わって政権が変わり、国民の期待に応えてくれるような安堵感が漂っている。タクシー利用客も思ったより多く、特に 14 日と 21 日の金曜日はバブル当時を思わせる忙しさであった。よい師走景気である（南関東＝タクシー運転手）
- * 最近、円安や株高で明るい兆しがあり、引き合いが増える傾向にある（近畿＝電気機械器具製造業）
- * 総選挙で広告の動きが少し活性化している（近畿＝広告代理店）
- * 11 月末から 12 月にかけての忘年会シーズンで、売上が昨年より大幅に増加した。これは円安や株高などのように、期待感の表れではないかと考えている（四国＝観光型旅館）

●「時代の空気」が社会を支配した

逆に言えば、2012年までの日本経済はあまりにもご難続きであった。2008年には「100年に1度の金融危機」（リーマンショック）があり、2011年には「1000年に1度の天災」（東日本大震災）に見舞われた。為替は円高が止まらず、株価も低迷した。

しかるに2009年に誕生した民主党政権は、これらの事態に対して無力というか、むしろ有害なほどであった。2012年9月に安倍氏が自民党総裁に復帰し、「大胆な金融緩和」を求めると、それだけで円安・株高が始まった。11月には野田佳彦首相が衆議院を解散するけれども、総選挙の結果は最初から見えていたようなものである。

この動きは日本銀行に対して、強烈なプレッシャーを与えるものであった。ときの白川方明日銀総裁は、今年1月21日号の週刊東洋経済に10ページにわたる特別寄稿を寄せ、当時の思いのたけを語っている（政府・日銀「共同声明」10年後の総括）。

「共同声明」をめぐる一連の動きを振り返り、現在私が抱く最大の感想は、10年前、日本の社会をあれほど席卷した「2%物価目標」や大胆な金融緩和を求める議論はいったい何だったのかということである。1980年代後半のバブルや90年代前半の金融危機前夜の時もそうであったが、異論を許さないような「時代の空気」が社会を支配することが時として起こる。これにどう対処するかは中央銀行の政策運営にとって最も難しいことの1つであるが、13年初めに頂点に達したデフレ論争の嵐はその最たるものであった。

ある大手金融機関の経営者OBからは、「量の拡大に意味がないことを理解してもらうためには量を思い切って増やし、世の中に結果を見せるしか方法はなくなっているのではないか」とのアドバイスを受ける。白川氏は、「単に最終的な理解を得るためだけに実験を行うという選択肢は私には到底取れなかった」と告白しているが、結果的に言えば、その後の10年間はまさにその通りの展開となった。

その後の10年に起きたことを、白川氏は以下のように整理している。

- ① 物価目標の未達～マネタリーベースや中央銀行の期待への働きかけでは、物価目標は達成できなかった。最近では物価を決めるのは賃金だという議論が有力になっている。
- ② 海外金融情勢変化による円安化～円安による物価上昇は一過性である。そして円安が進行しても日本の競争力は回復しなかったし、海外直接投資の増勢は続いている。
- ③ 潜在成長力の低下～景気は2012年11月をボトムに回復に転じたが、低い成長率にとどまっている。全要素生産性（TFP）の伸びは、横ばいないし低下気味である。
- ④ 財政規律の弛緩～政府債務残高の対GDP比は12年末の226%から21年末の262%にまで上昇した。この間に日銀の保有割合は同11.5%から50.3%に上昇している。
- ⑤ 最大の変化は人々の認識の変化～日本経済の低成長の原因は物価の下落ではなく、潜在成長力の低下を食い止め、生産性上昇率を引き上げることであった。

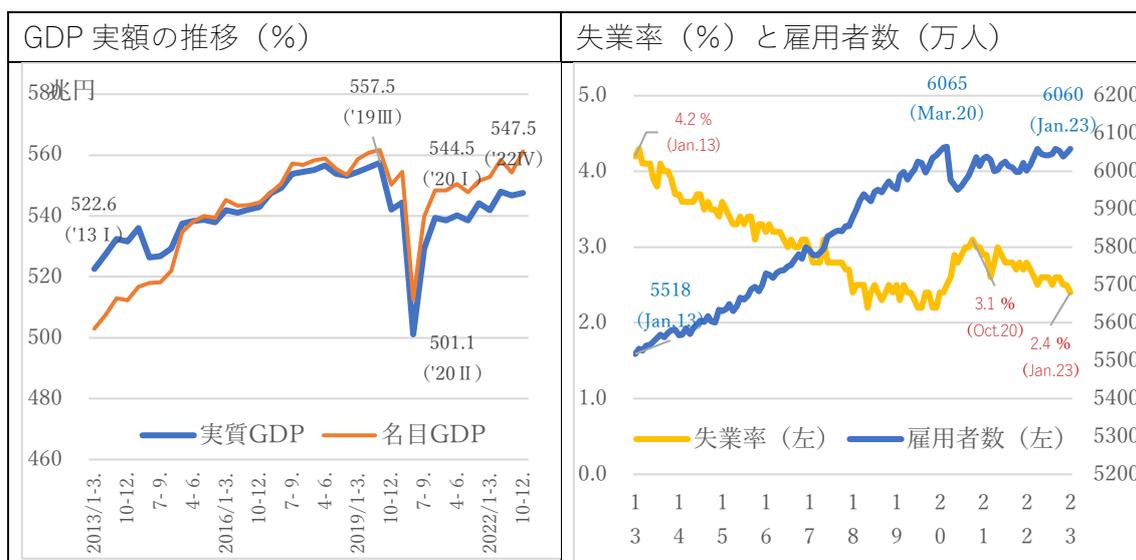
10年かけて、やっとそのことが理解されたとはいえ、「あまりにも大きなコストであった」と白川氏は振り返る。さらに「2002年の時点で故・小宮隆太郎・東京大学名誉教授は（量的緩和政策を）『微害微益』と評した。その時点では適切な評価だったが、非伝統的金融政策が20年以上にもわたって続くと、もはや微害とは言えなくなっている」と嘆く。

●データで見る黒田緩和 10年間の成果

それでは2013年から2023年に至るこの10年、日本経済のパフォーマンスはどうだったのか。データで振り返ると、「低成長だったが、雇用は増加した」ということになる。

GDP実額の推移をみると、2013年第1四半期の522.6兆円が2022年第4四半期には547.5兆円とわずか5%の伸びにとどまっている。つまり年率平均0.5%である。「コロナのせいだ」というのであれば、ピーク時の2019年第3四半期と比較してもいいが、それでも増加率は6.7%にとどまる。この間は6年半だから、年率平均1%ということになる。

強いて言えば、それ以前は名目成長率を実質が上回る「名実逆転」が続いていたけれども、現在は「名目が実質を上回る」正常な状態になっている。このことは財政赤字の問題などを考える際には、ポジティブな材料と言える。



アベノミクスの真の成果は、日本経済の雇用を増加させたことであろう。**10年間でわが国の雇用者数は約500万人も増加した**。この間、ずっとわが国は人口減少が続いている（この10年間で総人口は442万人も減っている！）ことを考えれば、高く評価することができよう。ちなみに2013年1月時点の有効求人倍率は0.84倍で、ピーク時の2019年には1.63倍まで上昇している（今年1月は1.35倍）。

ただし**増えた雇用の多くは高齢者や女性**であり、その中には「定年再雇用」などの非正規雇用が多く含まれていた。従って平均賃金の伸びは限定的であった。ゆえにこの1年のような物価高になると、すぐに個人消費に影響するような脆弱性があるとも言える。

ただし足下の変化を見ると、2020年以降の雇用者数はほぼ横ばいが続いている。これはコロナ下で労働力人口（働く意欲を持つ人の数）が伸び悩んでいることもあるだろうが、「いよいよ人口のリザーブが枯渇してきた」という見方もできる。何しろ昨年などは1年で78万人もの人口減少が起きているのである。

となれば、今後の日本経済は本格的な人手不足時代を迎えることとなり、いよいよ企業は賃上げをしないことには人員を確保できないことになる。そして報道を見る限り、今月の春闘もそこそこの賃上げが期待できそうである。

この間、生産性の低い企業は採用がままならず、淘汰を迫られることになるだろう。その結果、日本経済の需給ギャップは縮小に向かうはずである。「物価を決めるのは賃金」という最近の説が正しいとすれば、いよいよ「日銀の金融緩和政策は出口が近い」というシナリオも考えられるのである。

●植田日銀新体制を待ち受ける諸課題

仮に「出口は近い」としても、黒田氏の後を継ぐ植田和男新総裁は、どうやって「政策の正常化」を目指していけばいいのか。日銀には以下のように、優先順位をつけにくい課題が山積しているのである。

* YCC（イールド・カーブ・コントロール）をどうするか

- 2016年9月から続けている現在の政策は、限界に達しつつある。10年物国債金利を低く固定しているために、他の年限の国債との間で歪みが生じている。「変動幅の拡大」や「年限の短縮」などの選択肢があるが、むしろ「撤廃」の方が後腐れがなさそうだ。しかし、変更の際はかならず「サプライズ」となってしまう。

* 大量に購入したETFのゆくえ

- 日銀が保有するETFの総額は昨年9月時点で48兆円。GPIFの日本株投資額46兆円を上回る日本株最大の「物言わぬ」株主である。いずれは市場で売却するしかないだろうが、技術的にどうやって実現するのか。また今後、国債で含み損を抱えるであろう日銀にとって、株式の含み益は貴重なバッファーでもある。

* 海外金融市場への対応

- 先月からの米国における急激な金利先高観など、海外の金融市場は常に動き続けている。足元では円安が進んでおり、再び昨年秋のような市場介入があるかもしれない。また本誌既報の通り、6月には「米債務上限問題」というリスクも控えている。「政策の正常化」はそういう荒波の中で進めていかなければならない。

* 日銀の財務状況の悪化

- 「日銀の資産内容が悪化すると、円への信認が失われる」というのはいささかOld Fashionな議論となるが、かといって「政府の子会社であるから問題ない」というのも極端過ぎる考え方と言えよう。

* 過去 10 年の点検・検証

- 今までの延長線上での政策運営は考えにくく、植田新体制としてはこれを済ませないことには先に進めない。とはいえ、下手に進めると「政治問題化」する恐れもある。特に政府との「共同声明」の扱いは慎重を要する。

●あらためて「黒田時代」とは何だったのか

仮に黒田氏が 1 年早く、昨年春に任期を終えていたとしたら、限りなく「勝ち逃げ」に近い形で総裁退任となっていたのかもしれない。

ところが最後の 1 年で、世界的なインフレの加速と欧米での強烈な金融引き締め、さらにはウクライナ戦争も加わって、日銀にとっては YCC の機能不全から「悪い円安」、そして国債の買い入れ額増加まで、不都合な問題が多数浮上することとなった。

しかも輸入インフレによって CPI が前年比 4%にも達すると、国民の間には「物価上昇は悪いこと」という印象が強くなった。この点については、黒田氏と植田氏はともに「今年後半には物価は 2%以下に低下する」（だから金融緩和はなおも必要）との見立てである。おそらくそれは正しいのであろうが、国民の間に「インフレ目標 2%」という期待を定着させるのは、つくづく至難の業ということになりそうである。

黒田氏は今年 1 月にはダボスの世界経済フォーラム (WEF) へ、2 月には印ベンガルールで行われた G20 財務相・中央銀行総裁会議に出席している。一種の「お別れツアー」という意味があったことだろう。この 10 年間、世界の舞台上で「日本経済が今どうなっているか」を説明するのは主に黒田氏の仕事であった。

経済学者であり、MIT の博士号を有する植田新総裁は、対外的な情報発信という面でも「ポスト黒田」の重責を担うことになる。日本経済のプレゼンスが相対的に低下する中であって、その仕事は加速度的に困難なものになることが予想される。

新しい正副総裁トリオの前途に、幸運を祈らずにはいられない。

<今後の金融関係日程>

3月 9-10 日	黒田総裁最後の MPM (金融政策決定会合)
3月 19 日	雨宮/若田部副総裁の任期満了→氷見野/内田副総裁へ →新執行部発足①?
3月 21-22 日	FOMC →0.25% or 0.5%の利上げ?
4月 8 日	黒田総裁の任期満了→植田総裁へ →新執行部発足②?
4月 27-28 日	日銀・植田新体制下での初の MPM
5月 2-3 日	FOMC →0.25%の利上げ?
5月 19-21 日	G7 首脳会議 (広島)
6月上旬	X-day? (米債務上限)
6月 13-14 日	FOMC →0.25%の利上げ?
6月 15-16 日	日銀 MPM
7月 25-26 日	FOMC →据え置き?

<海外報道ウォッチ>

米共和党の ESG 投資バッシング

(観察対象：Gallup / Wall Street Journal/ The Economist)

来年の米大統領選挙に向けて、共和党が新たなテーマ（仮想敵）を見出しつつある。それは”Woke Capitalism”（「意識高い系」資本主義）。バイデン政権や民主党が掲げるリベラルな「価値」に対し、「文化戦争」を仕掛けて選挙戦の争点とする狙いである。

当面の標的は「ESG 投資」だ。年金基金などが投資の際に、気候変動やジェンダー、人種問題などの社会正義を考慮することは「投資を政治化させる」と共和党は訴える。

3月1日、米議会は”ESG Rule Prevention Act”を成立させた。昨年12月、米労働省は年金基金が ESG 投資を考慮することを容認する規則を公表したが、これを否認する決議案なのである。共和党多数の下院が 216 対 204 で可決したのはともかく、民主党多数の上院が 50 対 46 となった点にはやや意外感がある。民主党からはジョー・マンチン議員、ジョン・テスター議員の 2 人が賛成に回った。いずれも来年に改選時期を控え、それぞれウェストヴァージニア州、モンタナ州という保守的なお土地柄である。また、地元経済は鉱業への依存度が高く、年金基金に「脱・炭素」を目指されては困る、という事情が垣間見える。

そもそも米国では ESG に対する認知度が低い。日本のように、経営者が競って SDGs バッジをつけている、なんてことはない。Gallup 社の調査をみよう¹。

●Where U.S. Investors Stand on ESG Investing (2月23日) =米投資家にとっての ESG 投資

* サステナブル投資に約半数が関心を持っているが、実践している人は少ない。

* 投資家は ESG よりも、株価のパフォーマンスに関心がある。

* 女性の方が、男性よりも投資の際に社会的価値を重視する傾向がある。

——同社世論調査によれば、米国投資家は収益率を気にする（大変 31%+ある程度 47% =78%）ものの、E（環境）への関心は同 12%+23%=35%、S（社会）は 13%+25%=38%、G（ガバナンス）は 11%+30%=41%にとどまっている。ESG の本家本元はやはり欧州であって、米国ではそれほど関心が高くない（意識が低い）のである。

本件に関して、保守系 WSJ 紙の社説をみよう²。今回の決議に対し、バイデン大統領は就任後、初めてとなる拒否権を行使することになるという。

●”Biden’s ESG Veto Is Revealing” (3月3日) =反 ESG 決議採択がさらけ出したこと

* バイデン政権の規則は、ERISA 法（従業員退職所得保障法）に関するトランプ時代の説明（=同法は「金銭面」の要素のみを考慮する）を覆した。

¹ <https://news.gallup.com/poll/389780/investors-stand-esg-investing.aspx>

² <https://jp.wsj.com/articles/bidens-first-veto-is-revealing-b0bd46bb>

- * しかしこの規則では、通常より手数料が高い ESG 重視ファンドへの資金流入を増やすことになる。バイデン氏は「バカ高い手数料」を課すことをなぜ批判しないのか。
- * シューマー上院院内総務は「労働省の規制は強制力を持たない」と主張する。だが同規則は、進歩的な目的のために資金を投入するよう労働者を駆り立てることになる。
- * 資金運用会社にとって良いことは、常に労働者にとって良いとは限らない。米国民の退職後の備えに対する政治的搾取を支持した者は、有権者への説明が求められるよう。

年金の運用方針については、長く続く党派的対立の歴史がある。ERISA 法の制定は 1974 年のことだが、それ以前から米国には「社会的責任投資」の考え方があった。直近ではトランプ時代にそれが右に振れて、続くバイデン政権が今度は左に振ったわけである。

WSJ 紙がいう通り、ESG 投資には「より良い世の中をつくる」という美名のもとに、運用会社が高い手数料を得ることを正当化している面がある。この批判に対して、リベラル派はどのように反論するのだろうか。The Economist 誌の意見を聞いてみよう。

●The anti-ESG industry is taking investors for a ride³ (3月2日) = 反 ESG 業界は投資家を乗せてどこへ行く

- * ミルトン・フリードマンは「企業責任の最たるものは、株主への利益還元にある」と喝破した。しかるにこの原則は現在、弱体化している。世界の ESG 投資は 7.7 兆ドルに達し、過去 7 年で倍増した。株主以外のステークホルダーを重視する流れがある。
- * ただしこの革命にも、反動の波が押し寄せてきている。フロリダ州のデサンティス知事は、州内すべての投資機会において、ESG 基準を禁止する法案を提出した。
- * 反 ESG 派は低手数料の重要性を強調するが、反 ESG の立場を取ることは大勢に従うよりもずっと高くつく。テキサス州では反 ESG 法により、発行体の金利コストが最初の 8 カ月で 3~5 億ドル上昇した。民間市場への投資が制限されるためである。
- * 投資家も納税者も、合理的なチョイスはひとつだけだ。「意識高い系」(Woke) に対抗するために高い費用を支払うよりも、彼らと折り合いをつけるべきなのである。

反 ESG 投資は「ためにする」議論であって、それでは投資家が損をするだけだという指摘である。とはいえ、上記はいかにも「上から目線」の議論であって、とてもではないが共和党支持者の共感を得られるものではなさそうだ。ゆえに 2024 年選挙に向けて、共和党の反 ESG、反 Woke Capitalism の姿勢はそれなりの効果を挙げるのではないだろうか。

共和党にとって幸いなことに、ウォール街は米国民から嫌われている。彼らに喧嘩を売って損をすることはないだろう。「トランプ以降」の共和党は、急速に「反ビジネス政党」となりつつある。もっとも、金融界から共和党への政治献金は減るだろうが。

³ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/03/02/the-anti-esg-industry-is-taking-investors-for-a-ride>

<From the Editor> 『安倍晋三回顧録』を読む

話題の『安倍晋三回顧録』（中央公論新社）を読了しました。

何よりこの本は、2013年から20年にかけての日本政治がよく整理されていてありがたい。ずっとこの溜池通信を書いていることもあり、筆者は「何年に何があったか」を比較的良好に覚えている方だと思いますが、それでも「あのときはそうだったのか」ということがいくつもありました。

逆に言えば、2022年のロシア軍のウクライナ侵攻に対する感慨（そういう決断をしたプーチン大統領に対して、安倍さんがどう思ったか）などは問われていない。それでも皆の記憶がまだ鮮明なうちに、こういう記録が出たのは意義深いことだと思います。

本書は何より人物月旦が面白い。トランプ前大統領に関する記述など、ご本人が読んだら「シンゾーはそんなことを言っていたのか！」と衝撃を受けるかもしれません。まあ、あの人は本を読まないから大丈夫、という気もしますけど。安倍さんはトランプさんとの好関係を政治的な武器としながら、わりと冷ややかに見ていたことが浮かび上がります。

しかるに白眉は、何といても小池百合子都知事に対するものでありましょう。いやもう、面白過ぎます（p264-265）。

「小池さんはいい人ですよ」

「相手に勢いがある時は、近づいてくるのです」

「しかし相手を倒せると思った時は、パッとやってきて、横っ腹を刺すんです」

「彼女を支えている原動力は、上昇志向だと思いますよ」

「でも、上昇して何をするのが、彼女の場合、見えてこない」

「彼女の弱点は、驚くほど実務が苦手な点です」

「一方、小池さんの発信力はものすごい」

さて、本号のテーマについて、安倍さんはどんなことを言っていたのか。日銀総裁人事については、こんな風に発言されています（P113-114）。

*（日銀の総裁人事について） 財務省は武藤敏郎氏に交代させようとしていましたしね。財務省は、金融政策には関心がない。ただ単にポストが欲しかっただけです。

*（黒田東彦氏については） 私が野党の総裁として金融政策を掲げ、マスコミや経済学者からさんざん批判されていた時に、黒田さんは私の政策を評価していたのです。国際機関とはいえ、政府側の立場の銀行総裁が、当時、野党だった当初の政策を、ですよ。その度胸があれば、そして私と政策が一致できれば、と考えました。しかも、財務省出身ではないですか。だから財務省も受け入れざるを得ないと思いました。

安倍さんは、とにかく財務省を信用していなかったようですね。特に以下の部分は有名になっているようです (p313)。そりゃないよ、と思いますけどねえ…。

*私は密かに疑っているのですが、森友学園の国有地売却問題は、私の足を掬うための財務省の策略の可能性がゼロではない。財務省は当初から森友側との土地取引が深刻な問題だとわかっていたはずなのです。でも、私の元には、土地取引の公証記録など資料は届けられませんでした。森友問題は、マスコミの報道で初めて知ることが多かったのです。

政治家が自分の体験を「全部墓まで持っていく」ようだと、後世の研究がなかなか進まない。安倍さんは気の毒な最期を遂げられましたが、こういう記録が残ったことはせめてもの救いだったように思います。ともあれ、たいへん面白く読ませていただきました。

* 次号は3月24日(金)にお届けします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>
双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com