

2023. 6. 30

## 日銀が動くパターンと時期をどうみるか

～早期に枠組み修正の可能性は低下～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

### ポイント

- 株高・円安トレンドが続き、債券市場も落ち着いているという市場環境は、金融政策の微修正を手掛けるうえで絶好のチャンスだが、植田総裁がそうしたロジックで動く気はないことははっきりした
- インフレ目標の達成を確認したうえで動くのが日銀にとって理想だが、賃金との好循環を見極めるためには2024年の春闘まで待つ必要。それまでにコスト要因が剥落し物価は下がる可能性も
- インフレ目標達成前に政策変更があったとしたら、債券市場の副作用が一段と深刻化した場合、円安対策で政府から協力要請が入った場合、来年後半以降、「多角的レビュー」を根拠とする場合の3パターン

### 1. ハト派的な情報発信を続ける植田総裁

日銀の植田総裁は就任以来、現行の金融緩和政策を継続するというハト派的な情報発信を繰り返すことで、市場に燻る早期政策変更観測を打ち消そうとしてきた。

本来であれば、株高・円安トレンドが続き、債券市場も落ち着いているという市場環境は、金融政策の微修正を手掛けるうえで絶好のチャンスのはずである。10年国債利回りの変動許容幅を拡大しても、債券市場で売りが売りを呼ぶといった展開は想定されず、低リスクでYCC（イールドカーブ・コントロール）の持続性を高めることが可能となるためである。しかし、4月も動かさず、6月も動かなかったということは、植田総裁に、動きやすいから動くといったロジックで動くつもりは毛頭ないことを示している。したがって、このまま日銀を取り巻く諸情勢に大きな変化がなければ、次回7月の金融政策決定会合（以下、会合）でもすえ置きとみるのが妥当に思える。

もっとも、6月26日に発表された「金融政策決定会合における主な意見（2023年6月15、16日開催分）」では、YCCの早期解除を主張する意見も出されるなど、政策委員の意見には一定の幅があることも示された。今後、日銀が動く時期や手法にはどのようなパターンが考えられるだろうか。

### 2. インフレ目標達成を宣言できるか

まず、インフレ目標の達成を確認したうえで動くのか、達成前に動くのか（動かざるを得ないのか）という2パターンで大きな違いが出てくる。前者であれば利上げでもなんでもできる。日銀にとって最も望ましい展開だが、何をもって達成とみなすかが問題となる。既に消費者物価は14ヵ月にわたって2%を上回っている。4月の展望レポートでは、2023年度のコアCPI（消費者物価指数、生鮮食品を除く総合指数）の見通しは前年比+

1.8%と、2%を下回り、金融緩和の持続を正当化する形となっていた。しかし、ここまでの実績値から見て、7月には2%超へと上方修正せざるを得ない可能性が高い。市場やメディアの間で、すでに達成しているのではないかと声が上がるとの可能性がある。

日銀としては、あくまでインフレの質を重視する姿勢を崩していない。その評価がいつ、どのように変わることがポイントになる。足元の物価上昇は、まだ大半がコスト要因である。植田総裁も前回6月16日の定例会見で、金融政策で対処するのは難しいと述べている。確かに、金融政策でコストを下げることはできない。インフレの質にかかわらず、上昇に歯止めが利かなくなれば、中央銀行としては景気を犠牲にしても物価の安定を最優先する必要が出てくるが、現状はそこまで差し迫った状況ではない。逆に、コスト上昇要因が剥落すれば、時間差を置いて急速に物価上昇率が鈍化に向かう可能性も消えたわけではない。拙速に動いてデフレに逆戻りするようになれば、それこそ日銀の信用は地に落ちる。植田総裁としても、何度も犯した誤りを再び繰り返すという過ちは、なんとしても避けたいと考えているだろう。

最初はコストプッシュ型の悪いインフレであっても、人々のインフレ期待が上昇、安定に向かえば、企業の価格転嫁が容易になり、収益上昇→賃金上昇→消費増→収益上昇という好循環が実現する展開が期待できないわけではない。その確率が以前より高まっているのは確かである。しかし、今のところ中長期的なインフレ期待が明確に上昇に向かっている証拠は乏しい。2023年は大方の予想以上に高い賃上げの実現が確実な情勢だが、1年だけの結果で、賃上げトレンドの定着が確認できたと結論付けるのも心もとない。長年実現できなかった課題だけに、念には念を入れて見極めたいとの思いが強いだろう。そうであれば、少なくとも2024年の春闘まで見極める必要があるのではないか。

一方で、市場やメディアのなかでは、足元のインフレ進行に対し、ビハインド・ザ・カーブ（後手に回る）に陥るとの懸念を示す向きも増えつつある。「主な意見」でも、「欧米のように、わが国も物価上昇の持続性を過小評価している可能性も否定できない」との意見が出されている。しかし、植田総裁を含む政策委員の多数派の意見は、多少のインフレのオーバーシュートを容認してでも、人々のインフレ期待を確実に2%にアンカーさせ、賃上げトレンドの定着を優先させたいというものだろう。

そもそも、コアCPIの前年比の実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続するという、オーバーシュート型コミットメントは、ビハインド・ザ・カーブ気味に動くことを約束する政策である。ここでフォワードルッキングな（先を見すえた）姿勢を前面に出せば、金融緩和手段としてのフォワードガイダンスの信頼性は損なわれ、次回以降の景気後退時には使えなくなってしまうリスクもある。

こうみると、インフレ目標達成を宣言したうえで政策修正に動くのは、早くても2024年の年明け以降になる可能性が高い。ただ、それまでにはコストプッシュ圧力が緩和に向かう可能性が高いことを考慮すると、インフレ目標達成宣言には至らない可能性の方が高いとみている。

### 3. 微修正は引き締めと別物か

YCCの修正（撤廃まで含む）は金融引き締めとは別物で、インフレ目標の達成なしに実施できるはずとの意見も多い。今回の「主な意見」にも「イールドカーブ・コントロールについては、将来の出口局面における急激な金利変動の回避、市場機能の改善、市場との対話の円滑化といった点を勧案すると、コストが大きい。早い段階で、その扱いの見直しを検討すべきである」との意見があった。同じ委員が「金融緩和全体については、待つことのコストは大きくないため、当面継続すべきである」とも述べており、YCCの見直しは引き締めとは違うとの立場を示している。筆者も同意するが、あえて植田総裁の立場に立てば、気になるのは市場に与えるメッセージ性だろう。いかに引き締めではないことを強調したところで、市場が来るべき金融引き締めに向けた第一歩と捉えるのは確実である。これが逆方向のフォワードガイダンスとして働く結果、予想以上の株安、円

高圧力となるリスクを警戒しているのかもしれない。植田総裁が丁寧なコミュニケーションを心掛けたところで、もともと定例会見の英訳はなく、海外投資家が植田総裁の考えを吟味、咀嚼できる手段は限られる。4、6月の会合で動かなかったところから見て、物価目標未達下で日銀が能動的に動くことはなく、あるとしたら下記のように、市場や政府などの外部からの圧力でそうした手段をとらざるを得なくなる場合のみであろう。

#### 4. インフレ目標未達成下での変更パターン

インフレ目標達成前に政策変更があったとしたら、次の3パターンである。まずは、副作用が一段と深刻化した場合である。植田総裁も、前回会合の定例会見で、その時点の効果と副作用を比較しつつどうするかを決めると述べている。たとえばイールドカーブの歪みや、債券市場の機能不全といった問題が再燃し、前回以上に深刻化した場合は動かざるを得なくなる。こうした局面では、変動許容幅の拡大程度では火に油を注ぐだけになるとみられ、いきなりYCCを解除する可能性も出てくる。ただ、欧米の利上げサイクルが終盤に近付くなか、長期金利に一方的な売り圧力がかかる可能性は昨年末ほど高くないように見える。FRB（米連邦準備制度理事会）が再びインフレ見通しを大きく過小評価していたことが明らかになるのでもない限り、このパターンでYCCの修正に追い込まれるリスクは低い。すでに懲りているとみられるFRBが、同様の過ちを繰り返す可能性も高くない。

2番目は、円安が一段と進行し、為替介入だけでは止められないことを危惧した政府が、日銀に水面下で協力を仰ぐ場合である。昨年9月の最初の円買い介入時の水準が145円/ドル近辺だったので、円相場の水準についてはすでにクリティカルなポイントに差し掛かっている。このところ、神田財務官の口先介入も目立って増えており、円買い介入自体はいつあってもおかしくない。日銀にとってもこのパターンで動くのがおそらく最速で、早ければ次回7月末の会合ということになる。この場合は「政府へのお付き合い」ということになるので、手段としては、おそらく昨年12月同様、変動許容幅の拡大といった微修正にとどまる可能性が高い。

ただ、前述のとおり米国の金融政策が終盤に差し掛かっていること、昨年は財務省が空前の規模で介入を実施しており、市場も財務省の強い姿勢を理解していると考えられることから、足元の水準から一段とドル買い円売り圧力に拍車がかかる可能性は高くないとみる。ドル高トレンドもそろそろ一巡で、日銀にまで協力要請が来るほどの展開には至らないと考える。

最後に、来年になっても物価目標の達成が見えるどころか、逆に遠ざかりつつあることが明らかになった場合である。マイナス金利にしても、10年国債利回りの固定にしても、極めて異例な政策には違いなく、この形のまま永続できるものではない。この場合、今後1年～1年半かけて行なう「多角的なレビュー」を根拠に、YCCに見切りをつけるパターンが考えられる。今のところ、レビューの内容への市場の関心は大きくないが、これは総括検証や点検の際も同じで、市場は研究内容やその妥当性に関心があるわけではない。興味があるのはその用途のみである。筆者は、物価目標未達下でもYCCを解除するための「言い訳」に使える内容になる可能性が高いとみている。このパターンで、金融政策を見直す確率が5割以上とみる。以上を整理したのが右図である。

(図表) 日銀が動くパターンと時期

物価目標との関係	政策変更理由	政策変更が想定される時期	考えられる手法
物価目標達成	物価と景気との好循環確認	24年初～	YCC撤廃、マイナス金利解除
物価目標未達	副作用深刻化	23年後半～	YCC撤廃
	円安対策	23年7月～	変動許容幅拡大
	多角的レビューの結果を反映	24年後半～	YCC撤廃、マイナス金利解除

(出所) 明治安田総研作成

※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