調査REPORT

Meiji Yasuda Research Institute, Inc.

2024. 8. 1

【日銀金融政策決定会合(24年7月)】

利上げと国債買い入れ減額をセットで実施 ~引き続き利上げを継続する構えを示す~



フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

ポイント

- 7月30、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、政策金利の0.1%から0.25%への利上げと、6 月会合で予告していた国債買い入れ減額についての詳細なスケジュールが決定された
- フォワードガイダンスでは、経済・物価が展望レポートの見通し通り推移した場合「引き続き政策金利を引き上げ」と明記するなど、タカ派方向への変更がなされた
- 景気は堅調に推移する可能性が高く、政治の動きにも左右されるが、年内におそらくにあと 1 回、来年も 2 回程度の利上げを見込む

1. 0.25%への利上げを実施

7月30、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、政策金利の0.1%から0.25%への利上げと、6月会合で予告済みの国債買い入れ減額の詳細なスケジュールが決定された。

今回の利上げは個人的には予想通りである。素直に景気と物価動向のみ眺めるならば、もう少し待つというのが賢明な判断だったかもしれない。実際、実質賃金はいまだマイナスで、個人消費の基調も弱い。会合最終日の朝方発表された6月鉱工業生産も大幅マイナスだった。しかし、足元では円安が大きな政治課題となっている。日銀の金融政策は為替相場を直接のターゲットにはできないというのが建前だが、それが景気や物価に大きな影響を及ぼすのであれば正当な理由にできる。植田総裁は今回、利上げの理由について「主な理由としては、経済・物価データがオントラックだったということであります。それに加えて足元の円安が物価に上振れリスクを発生させているということもあって政策変更に至った」と、2番目かつ間接的な理由ながら、円安が利上げの理由のひとつであることを認めている。たとえ間接的であっても為替相場が金融政策変更の理由であることを日銀が認めるのは珍しい。通常であれば経済、物価動向で通すのが普通だが、これだけ円安が話題になるなかで、市場とのコミュニケーションのすれ違いが深刻化するリスクを多少なりとも考慮した可能性はあるだろう。実際は円安対応が一番の理由ということではないかとみられる。

2. 利上げの好機だった7月会合

今回は、会合の2営業日前まで日銀から目立った情報発信はなく、エコノミストやストラテジストの間で利上 げを見込む向きも3割程度という状況だったが、いろいろな意味で利上げには好機であった。足元の為替相場は ドル売り円高方向に振れているが、円売り圧力が強いなかでの利上げは、投機筋にさらなる円売りの機会を与 えるという意味で逆効果になる可能性もあった。足元の動きであれば、流れに掉さすような効果が期待できる。 実際、当レポート執筆時点で、ドル・円相場は150円/^F_{**}を割り込む水準にまで円高ドル安が進んでいる。

政治サイドからも事実上のゴーサインが出ていた。岸田首相は 19 日、長野県軽井沢町での経団連夏季フォーラムで、「金融政策の正常化が経済ステージの移行を後押しする」と述べたほか、茂木幹事長も 22 日の都内での講演で、「段階的な利上げの検討も含めて金融政策を正常化する方針をもっと明確に打ち出す必要がある」と続いた。これに先立つ 17 日には、河野デジタル相も大手通信社のインタビューで、「日銀は政策金利を上げる必要がある」と述べていた。

古今東西、政治サイドは中央銀行に金融緩和を求めるのが常であり、金融引き締めを求めるのは珍しい。日銀も過去、利上げの際は政治への根回しに涙ぐましい努力を重ねてきた経緯がある。金融政策の正常化がある程度既定路線の日銀にとっては、こうした政治の動きは渡りに船だったはずである。もし今回見送った場合、次回9月の決定会合は自民党総裁選と時期が重なる。その後年末にかけては衆院の解散もいつあるかわからない時期となる。こうした政治の季節は、金融政策の変更にも是非を巡って過度な注目が集まりやすく、日銀としては動きにくい。

0.25%への利上げであれば、まだ中立金利の水準を下回っているのは明白であり、景気に対してはなお緩和的である。植田総裁も会見で、実質金利は大幅なマイナスと再三強調していた。金融政策の正常化ではあっても、金融引き締めと言えるレベルではなく、景気・物価動向が大きく上振れなければできない水準ではなかった。

3. フォワードガイダンスで利上げの継続を示唆

今回の公表文、および展望レポートで示されたフォワードガイダンスは、「先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、今回の「展望レポート」で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている」というものであった。4 月の展望レポートでは、「先行きの経済・物価・金融情勢次第であり、この点を巡る内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い。以上のような経済・物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」とされていた。

主な変更点は、「内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い」という一節と、「当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」という一節が削除された点、一方で、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると」という一節と、「引き続き政策金利を引き上げ」という一節が追加された。全体的にタカ派方向への変更と言える。

まず、「内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い」という一節の削除は、展望レポートの見通しが「オントラック」であることに自信を深めた様子を示しているとみられる。また、「当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」という一節の削除は、追加された「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると」に言い換えられただけと見ることもできるが、言い換えにもおそらく意味がある。推測だが、植田総裁自身、中立金利の水準は不透明としている以上、利上げが進むとともに「緩和的な金融環境」なのかどうかの判断が難しくなることから、議論になる前に予防的に削除しておくのが無難との判断に至ったのではないか。一方で、「引き続き政策金利を引き上げ」と、オブラートに包まずはっきり書いた点は印象的であった。筆者は、夏場以降の実質賃金のプラス転換を背景に、景気は堅調な推移が続くとみている。「賃金と物価の好循環」が軌道に乗ったのかどうかについては、必ずしも判然としない状況が続くとみるが、そもそも展望レポートの見通しもそうした感じである。政治の動きにも左右されるが、年内におそらくにあと1回、来年も2回程度の利上げ

を予想する。

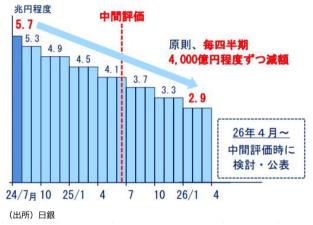
ちなみに、6月の会合では、公表文から「フォワードガイダンス」が記載されたパラグラフが丸ごと削除されていた。筆者は、金融引き締め局面ではその意義が薄れ、歴史的役割は終えたとの判断で削除したのかと勘繰っていたが、7月展望レポートでは無事復活した形となった。

4. 国債買い入れ減額の詳細を発表

6月会合で予告していた国債買い入れ減額については、四半期ごとに4,000億円ずつ減額し、2026年3月までに3兆円程度まで約半額に減らすという方針が示された(図表1)。残存期間のゾーンごとの買い入れ額もレンジではなくピンポイントで示されたが、植田総裁は債券市場参加者会合の意見を踏まえた結果をはっきり示す形にしたと述べている。

会合前に筆者が抱いていた相場観は、もし利上げなしなら1年後に3兆円まで減額。利上げとセットなら引き締めイメージが強くなりすぎるのを避けるため2年後に3兆円まで減額というものであった。もともと6月会合





後に大手通信社が行なったアンケートでは、2年後に3兆円程度まで圧縮との見方がコンセンサスであった。しかし、7月9、10日に開催された債券市場参加者会合では、メガバンクやセルサイドを中心により早い減額を要望する意見が多く、市場の織り込みも修正が進んでいた。1年9ヵ月後に3兆円まで減額という決定は、修正が進んでいた市場の織り込みとの比較ではやや遅めという印象で、もし利上げがセットでなかったら、このレベルでは円売りが進んでいただろう。もっとも、約1年後の2025年6月に中間評価を実施とのことなので、その結果次第で買い入れペースが再度変わる可能性はある。逆に言うと、経済によほど大きな動きがない限り、国債買い入れの減額ペースはしばらく会合の注目点から外れることになるだろう。日銀によると、これにより日銀の保有国債残高は2026年3月までにおおよそ7~8%減少するとの見通しである。植田総裁はこのレベルであれば「金利上昇圧力はたいしたものではない」と会見で述べているが、先行きの政策変更への思惑も絡んで債券市場のボラティリティが上がる局面は十分考えられる。

5. 基準貸付利率を久しぶりに変更

基準貸付利率は 0.5%とされた。基準貸付利率は、日銀が民間銀行に対し貸出を行なう時の利率であり、かつては公定歩合として政策金利の役割を担っていた。1990 年代半ば以降、短期金融市場の金利を政策金利とするように変わってからは、その性質上、短期金利の上限を画す水準になった。一方で、日銀当座預金への付利金利はその性質上、短期金利の下限を画す役割を担っている。この上限と下限の幅を俗にコリドーと呼び、短期金利の変動余地を調節するという意味で、ソフトな金融政策ツールとして機能した時期もあった。マイナス金利解除後、付利金利は政策金利と同水準で、今回も 0.25%まで引き上げられたが、これは、日銀の B/S が大きく拡大したもとでは、付利金利が政策金利より低い場合、市場金利が付利金利の水準に張り付いてしまうのが理由のひとつである。

基準貸付利率は 2008 年 12 月に 0.3%に引き下げられて以降、長らく同水準にすえ置かれてきた。今回、政策 金利を 0.25%まで引き上げるにあたり、ある程度平行移動的に引き上げられた形である。政策金利との幅は 0.2%から 0.25%まで拡大したが、政策金利の上昇に伴い、この幅もある程度拡大していくのが自然であり、金

6. 景気判断はすえ置き

景気の現状判断は、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」が維持された(図表 2)。個別項目別の判断は、鉱工業生産が「一部自動車メーカーの生産・出荷停止による下押しが続いている」という一節が削除される形で小幅上方修正された以外、6月と同じだった(図表 3)。経済、物価のリスク要因の項目や順序も4月展望レポートから変更はなかった(図表 4)。

(図表 2) 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 |
|-----------|--------------------|---------------|--------------------------|
| 21年4月27日 | 基調としては持ち直している | \rightarrow | |
| 21年6月18日 | 基調としては持ち直している | \rightarrow | |
| 21年7月16日 | 基調としては持ち直している | \rightarrow | |
| 21年9月22日 | 基調としては持ち直している | \rightarrow | |
| 21年10月28日 | 基調としては持ち直している | \rightarrow | |
| 21年12月17日 | 基調としては持ち直している | \rightarrow | |
| 22年1月18日 | 持ち直しが明確化している | 1 | 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 | \downarrow | 9会合ぶりの下方修正 |
| 22年4月28日 | 基調としては持ち直している | \rightarrow | |
| 22年6月17日 | 基調としては持ち直している | \rightarrow | |
| 22年7月21日 | 持ち直している | 1 | 4会合ぶりの上方修正 |
| 22年9月22日 | 持ち直している | \rightarrow | |
| 22年10月28日 | 持ち直している | \rightarrow | |
| 22年12月20日 | 持ち直している | \rightarrow | |
| 23年1月18日 | 持ち直している | \rightarrow | |
| 23年3月10日 | 持ち直している | \rightarrow | |
| 23年4月28日 | 持ち直している | \rightarrow | |
| 23年6月16日 | 持ち直している | \rightarrow | |
| 23年7月28日 | 緩やかに回復している | 1 | 1年ぶりの上方修正 |
| 23年9月22日 | 緩やかに回復している | \rightarrow | |
| 23年10月31日 | 緩やかに回復している | \rightarrow | |
| 23年12月19日 | 緩やかに回復している | \rightarrow | |
| 24年1月23日 | 緩やかに回復している | \rightarrow | |
| 24年3月19日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やか | \downarrow | 16 会合ぶり(22 年 3 月)以来の下方修正 |
| | に回復している | | |
| 24年4月26日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やか | \rightarrow | |
| | に回復している | | |
| 24年6月14日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やか | \rightarrow | |
| | に回復している | | |
| 24年7月31日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やか | \rightarrow | |
| | に回復している | | |

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

(図表3) 個別項目の判断

| 項 目 | 2024年6月 | 2024年7月 | 方向性 |
|-------|----------------------|------------------|---------------|
| 海外経済 | 総じてみれば緩やかに成長している | 総じてみれば緩やかに成長している | \rightarrow |
| 輸出 | 横ばい圏内の動きとなっている | 横ばい圏内の動きとなっている | \rightarrow |
| 鉱工業生産 | 基調としては横ばい圏内の動きとなっている | 横ばい圏内の動きとなっている | 7 |
| | が、足もとでは、一部自動車メーカーの生 | | |
| | 産・出荷停止による下押しが続いている | | |

| 企業収益 | 改善している | 改善している | \rightarrow |
|---------|---------------------|---------------------|---------------|
| 設備投資 | 緩やかな増加傾向にある | 緩やかな増加傾向にある | \rightarrow |
| 雇用·所得環境 | 緩やかに改善している | 緩やかに改善している | \rightarrow |
| 個人消費 | 物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出 | 物価上昇の影響などがみられるものの、底 | \rightarrow |
| | 荷停止による自動車販売の下押しが続いて | 堅く推移している | |
| | いるものの、底堅く推移している | | |
| 住宅投資 | 弱めの動きとなっている | 弱めの動きとなっている | \rightarrow |
| 公共投資 | 横ばい圏内の動きとなっている | 横ばい圏内の動きとなっている | \rightarrow |
| 金融環境 | 緩和した状態にある | 緩和した状態にある | \rightarrow |
| 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 | \rightarrow |

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

(図表4) 展望レポートにおける経済・物価のリスク要因

<経済のリスク要因>

| | 2024年1月 | 2024年4月 | 2024年7月 | |
|-----|-------------------|--------------------|--------------------|--|
| 第1 | 海外の経済・物価情勢と国際金融資本 | 海外の経済・物価情勢と国際金融資本 | 海外の経済・物価情勢と国際金融資本 | |
| | 市場の動向 | 市場の動向 | 市場の動向 | |
| 第 2 | 資源・穀物価格を中心とした輸入物価 | 資源・穀物価格を中心とした輸入物価の | 資源・穀物価格を中心とした輸入物価の | |
| | の動向 | 動向 | 動向 | |
| 第 3 | 企業や家計の中長期的な成長期待 | 企業や家計の中長期的な成長期待 | 企業や家計の中長期的な成長期待 | |

<物価のリスク要因>

| | 2024年1月 | 2024年4月 | 2024年7月 | |
|-----|-------------------|--------------------|--------------------|--|
| 第1 | 企業の賃金・価格設定行動 | 企業の賃金・価格設定行動 | 企業の賃金・価格設定行動 | |
| 第 2 | 今後の為替相場の変動や国際商品市 | 今後の為替相場の変動や国際商品市況 | 今後の為替相場の変動や国際商品市況 | |
| | 況の動向、およびその輸入物価や国内 | の動向、およびその輸入物価や国内価格 | の動向、およびその輸入物価や国内価格 | |
| | 価格への波及 | への波及 | への波及 | |

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

展望レポートの経済・物価見通しについては、まず、2024年度の実質GDP成長率が前年比+0.8%から同+0.6%まで下方修正された(図表5)。これは当研究所の事前予想通りで、自動車の認証不正問題による生産停止期間の延長や、1-3月期のGDP2次速報の下方改定によりいわゆるゲタが低くなった影響とみられ

(図表5)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

| | | 23年10月 | 24年1月展 | 24年4月展 | 24年7月展 | 24年7月展 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | 前年比(%) | 展望レポート | 望レポート | 望レポート | 望レポート | 望レポート(当 |
| | | | | | | 社予想) |
| 2024年度 | 実質GDP | 1.0 | 1.2 | 0.8 | 0.6 | 0.6 |
| | コアCPI | 2.8 | 2.4 | 2.8 | 2.5 | 2.5 |
| 2025年度 | 実質GDP | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.2 |
| | コアCPI | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 1.9 |
| 2026年度 | 実質GDP | _ | _ | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| | コアCPI | _ | _ | 1.9 | 1.9 | 1.9 |

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

る。当研究所では反動で2025年度は同+1.0%から同+1.2%へ上方修正されるとみていたが、同+1.0%で4月からすえ置かれている。四半期ごとの数字がわからないので断定はできないが、数字はすえ置きでも事実上の下方修正と言えるかもしれない。

消費者物価指数に関しては、2024 年度のコア CPI (生鮮食品を除く総合指数) が、前年比+2.8%から 同+

2.5%に下方修正された。これも予想通りである。植田総裁自身が会見で説明していた通り、これは政府による電気・ガス補助金の再開等を考慮したものである。

2025 年度は反動で同+1.9%から同+2.1%まで上方修正されたがこれは予想外だった。2%以上の数字を出すと、物価目標の達成ではないかという、日銀にとってはある意味余計な議論を惹起しかねないため、ロジック的に多少無理があっても同+1.9%ですえ置くとみていたが、ここは素直に反動増を見込んだ。代わりに、2026 年度は再び 2%未満に抑えることで、2025 年度の上振れは一時的要因が大きいと説明する形をとった。2026 年度の実質 GDP 成長率の同+1.0%、物価見通しの同+1.9%に変更はなかった。同+1.9%というのは微妙な水準だが、当研究所では、コストプッシュ要因が中立であれば、2025 年度末までに同+1.7%程度まで鈍化すると予想しており、引き続き物価目標を達成したとは言えない状況が続くとみている。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号:03-6261-7947

e-mail: yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※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。

●発行元● 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