【日銀金融政策決定会合（22 年 10 月）】

# 黒田総裁は金利差と為替の関係を否定

## ～現行政策維持に向けた強い意志を示す～

フェロー チーフエコノミスト　小玉　祐一

### １．景気判断はすえ置き

10 月 27、28 日に開催された日銀金融政策決定会合は、大方の予想通り今回も無風だった。主要中銀が利上げを進めるなか、日銀の「不動」ぶりが改めて際立つ形となった。ETF の買入れ方法の見直しが公表されたが、買入れ金額が変わるわけではないので、市場への影響はほぼないだろう。12 月 1 日からは、原則として信託報酬率が最も低い銘柄を買入れるというものである。これまでは、銘柄毎の市中流通残高に概ね比例するよう買入れていた。

景気の現状判断は「持ち直している」ですえ置かれた（図表 1）。前回 9 月は、「資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している」で、今回は「資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している（下線部筆者）」と、「資源価格上昇」が「資源高」に変わっている。原油価格の上昇が一服していることの反映とみられ、これだけみれば、景気認識に上方修正バイアスがかかった形だが、円安の影響を含めたより広汎な物価高や、海外経済の不透明感などが判断の理由に入っていない分、先行きは予断を許さない。

（図表 1）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 |
|---|---|---|---|
| 20 年 1 月 21 日 | 基調としては緩やかに拡大している | → | |
| 20 年 3 月 16 日 | このところ弱い動きとなっている | ↓ | 7 会合（11 ヵ月）ぶりの下方修正 |
| 20 年 4 月 27 日 | 厳しさを増している | ↓ | 2 会合（2 ヵ月）連続の下方修正 |
| 20 年 6 月 16 日 | きわめて厳しい状態にある | ↓ | 3 会合連続の下方修正 |
| 20 年 7 月 15 日 | きわめて厳しい状態にある | → | |
| 20 年 9 月 17 日 | 持ち直しつつある | ↑ | 3 年 2 ヵ月ぶりの上方修正 |
| 20 年 10 月 29 日 | 持ち直している | ↑ | 2 会合連続の上方修正 |
| 20 年 12 月 18 日 | 持ち直している | → | |
| 21 年 1 月 21 日 | 基調としては持ち直している | ↓ | 5 会合ぶりの下方修正 |
| 21 年 3 月 19 日 | 基調としては持ち直している | → | |
| 21 年 4 月 27 日 | 基調としては持ち直している | → | |
| 21 年 6 月 18 日 | 基調としては持ち直している | → | |
| 21 年 7 月 16 日 | 基調としては持ち直している | → | |
| 21 年 9 月 22 日 | 基調としては持ち直している | → | |
| 21 年 10 月 28 日 | 基調としては持ち直している | → | |
| 21 年 12 月 17 日 | 基調としては持ち直している | → | |
| 22 年 1 月 18 日 | 持ち直しが明確化している | ↑ | 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 | ↓ | 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 | → | |
| 22 年 6 月 17 日 | 基調としては持ち直している | → | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 22年7月21日 | 持ち直している | ↑ | 4会合ぶりの上方修正 |
| 22年9月22日 | 持ち直している | → | |
| 22年10月28日 | 持ち直している | → | |

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

前回の会合から1ヵ月あまりしか経っていないこともあり、個別項目ごとの判断はほとんど動かなかった（図表2)。唯一、雇用・所得環境だけが、「一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している」から、「全体として緩やかに改善している」へと、小幅上方修正された。

（図表2）個別項目の判断

| 項　目 | 9月決定会合 | 10月決定会合 | 方向性 |
|---|---|---|---|
| 海外経済 | 総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる | 総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる | → |
| 輸出 | 供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している | 供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している | → |
| 鉱工業生産 | 供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している | 供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している | → |
| 企業収益 | 全体として高水準で推移している | 全体として高水準で推移している | → |
| 設備投資 | 一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している | 一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している | → |
| 雇用・所得環境 | 一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している | 全体として緩やかに改善している | ↗ |
| 個人消費 | 感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している | 感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している | → |
| 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 | → |
| 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 | → |
| 金融環境 | 企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある | 企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある | → |
| 予想物価上昇率 | 上昇している | 上昇している | → |

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

## 2．展望レポートでは物価見通しを上方修正

展望レポートでは、2022年度のコアCPIの見通しが、7月の前年比＋2.3％から同＋2.9％へと大幅上方修正された。2023年度は同＋1.4％から同＋1.6％へ、2024年度は同＋1.3％から同＋1.6％までそれぞれ上方修正されている（図表3)。逆に、2022年度のGDP成長率は7月の同＋2.4％から同＋2.0％へと下方修正された。

(図表3)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)

| | 前年比(%) | 22年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ | 22年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ | 22年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ | 22年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ | 22年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2022年度 | 実質GDP | 3.8 | 2.9 | 2.4 | 2.0 | 2.2 |
| | コアCPI | 1.1 | 1.9 | 2.3 | 2.9 | 2.5 |
| 2023年度 | 実質GDP | 1.1 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 2.0 |
| | コアCPI | 1.1 | 1.1 | 1.4 | 1.6 | 1.4 |
| 2024年度 | 実質GDP | － | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.3 |
| | コアCPI | － | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.3 |

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

コア CPI の見通しについては、足元の高い伸びが一時的であるとの従来の見通しを改めて確認した形である。ただ、鈍化してもなお、2 年連続で 1.6%の上昇が続くということは、物価目標の達成まであと一歩ということでもある。2 年先の見通しについては、コストプッシュ要素は排除されており、需給ギャップ要因を反映したより前向きな物価上昇が想定されているはずである。日銀自身、展望レポートにおいて、物価の見通しについては上振れリスクが大きいとしていることを考えれば、日銀の物価目標達成に向けた自信が復活しつつある様子がうかがえる。ただ、後述するように、会合後の総裁定例会見では、物価目標の早期達成が悲願のはずの黒田総裁が、記者からの指摘に対しその可能性を再三否定するという応酬が見られた。

### ３．リスク要因は海外経済が格上げ、コロナが格下げ

中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性（リスク要因）については、7 月の展望レポートで 1 番目に挙げられていた「内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響」が、3 番目に格下げされた（図表 4）。代わりに、3 番目だった「海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向」が 1 番目となった。「新型コロナ」の格下げは感染一巡を反映した形であろう。「海外経済情勢」については、説明に、「先進国を中心に、賃金と物価のスパイラルに対する警戒感は高まっている」との一文が加わっており、主要国のインフレ加速への警戒感を強めた形である。

（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＞

| | 2022 年 4 月 | 2022 年 7 月 | 2022 年 10 月 |
|---|---|---|---|
| 第 1 | 新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響 | 内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響 | 海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向 |
| 第 2 | 資源価格の動向 | ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向 | ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向 |
| 第 3 | 国際金融資本市場・海外経済の動向 | 海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向 | 内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響 |
| 第 4 | 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＞

| | 2022 年 4 月 | 2022 年 7 月 | 2022 年 10 月 |
|---|---|---|---|
| 第 1 | 企業の価格・賃金設定行動 | 企業の価格・賃金設定行動 | 企業の価格・賃金設定行動 |
| 第 2 | 今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及 | 今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及 | 今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及 |

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

### ４．表面的な数字では判断しないと述べる

黒田総裁は、会合後の定例会見で、「*年明け以降は、こうした海外からのコストプッシュ要因の押し上げ寄与が減衰していくため、消費者物価の前年比は、来年度半ばにかけてプラス幅を縮小していく*」と、物価目標が持続的・安定的に実現する見通しにはなっていないことを再三強調、市場にくすぶる早期金融政策修正観測を打ち

消そうとする姿勢が目立った。

記者からは、前述の展望レポートに関し、「物価2%目標の位置付けに、こちらに対しては近づいている、少なくとも、7月展望レポートに比べれば一歩前進した」との指摘が出たが、「*2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成されるところに向けて近づいているということはいえると思いますけれど、まだ2%にはなっていない*」と述べ、この後も同趣旨のフレーズを何度も繰り返した。物価目標達成の可能性を指摘する声に対し、それが悲願のはずの黒田総裁が躍起になって否定しているように見える妙な構図だったが、現行政策の早期修正を織り込まれたくないという強い意志は確認できた。

「来年の春闘で高い賃上げとなった場合に、2%に手が届くこともあり得るように見える」という質問に対しては、「*賃金の動向につきましては、表面的な数字だけではなく、その背後にあるメカニズムを含めて物価安定の目標の持続的・安定的な達成につながっていくかということを評価してまいりたい*」と、数字だけではなく、前向きの循環メカニズムを確認するまでは動かないとの姿勢を示した。他の質問では、「*そもそも2%の物価安定の目標というのは、単に2%の数字が出ればいいということではなくて、あくまでも国民の生活が向上していくという中で実現していくべきものであります*」とも述べ、表面的な数字には左右されないとの考えを示している。元々、2%ワンタッチでは物価目標の達成と言わないのが現行政策の方針であり、矛盾があるわけではないが、本来は中央銀行の手足を縛るはずの物価目標政策であっても、いざ金融政策を動かすときは、かなりの程度裁量が入る余地があることを示す答弁に思えた。

**５．円安と金融政策の関係を否定**

円安への対応を問う質問も目立った。「総裁が金融緩和の維持を強調する発言が材料になり、円が売られているという指摘もあります」との指摘に対しては、「*日米の金利差だけに着目して最近の為替動向を説明することは、一面的*」と述べ、米国の利上げは景気減速を通じむしろドル安要因になりうるとした。また、YCC（イールドカーブ・コントロール）と円安の関係を問う質問に対しては、YCC はそもそも「*金融緩和のやり方*」で円安には影響しないとし、「*そもそも各国の米国との金利格差と各国の為替の状況とはきれいに相関していません*」と、金利格差と為替の関係も否定、「*ましてやその YCC と特に関係しているというふうには、誰も考えていないと思います*」と言い切った。市場の実態と照らし合わせれば、首をかしげざるを得ない答弁ではあるが、黒田総裁としては、残りの決定会合があと3回となるなか、多少論理的に無理があっても強引に押し切る構えに見えた。

YCC はすでに金属疲労が著しく、個人的には、為替動向や物価動向にかかわらず解除してしかるべきと思うが、これを円安対策として手掛けても効果が期待できないのは確かである。景気も冴えず、物価目標も未達というなかで、どのみち日銀がどんどん利上げできるわけではない。10年国債利回りの0.25%の変動許容幅を0.5%に広げたところで、米国はFOMC（米連邦公開市場委員会）のたびに0.75%ずつ利上げしているわけで、日米金利差の拡大方向は変わらない。小細工を弄するような変更しかできないのであれば、手詰まり感から逆に円安が加速する可能性すらある。債券市場でも、もはやYCC が持続不可能になったとみなされ、再び債券売りが殺到するだろう。結局はYCC の放棄に追い込まれる。そうなれば物価目標との整合性を問う説明責任も果たせなくなる。黒田総裁にとっていいことは何もない。

そもそも、黒田総裁にとって円安は忌むべきものではないはずである。元々、円安の問題は動きの速さの問題であり、今回も、「*安定的な円安方向の動きであれば、経済全体としてプラスに作用する*」と述べている。何より、物価目標の達成に向けた絶好のチャンスである。記者からは、「円安進行というのが日本の粘着的なインフレ期待を上に持ち上げる、2%付近にアンカーさせる、円安がそういうチャンスになるというふうに、肯定的にとらえている、そういう側面はありますでしょうか」という質問が出された。これに対し黒田総裁は、「*為替の円安が何か、特別にチャンスになるというようには私はあまり考えてはおりません*」と一応は否定したものの、「*ただ、*

*最近の経済界の方々や労働組合の方々の発言を聞いておりますと、来年の春闘において、現在の消費者物価の上昇を織り込んだかたちで賃上げの交渉が行われるというふうにいわれていますので、そういったことになれば、それが一定の影響を及ぼす可能性はある*」とも述べており、こちらに期待したいのが本音と考えられる。

物価目標達成に向けてのこれまでの最大の障害は、日銀が何をやっても人々のインフレ期待がピクリとも動かないという点にあった。この点、すでに変化の兆しが現れている。黒田総裁にとって、おそらくは良いインフレも悪いインフレもない。コストプッシュ的な物価高であっても、超円安であっても、最終的にインフレ期待を2％にアンカーできるのであれば、前向きの循環が実現できると考えているはずである。実際、「*現在のような輸入物価の上昇によって、これが転嫁されていくということは必要なことであり、転嫁が進んでいるということは好ましいことではある*」とも述べている。その前に景気が腰折れする可能性も高いが、以前に比べれば、物価目標達成に向けたチャンスが広がっているのは確かである。無論、そうまでして物価目標を目指すべきかどうかというのは別問題である。

**６．黒田体制下ではすえ置き**

今回の会合では、黒田体制下で金融政策が修正される可能性が低いことが改めて示された。日銀の姿勢は政府も理解を示しており、日銀批判の世論が盛り上がる雰囲気も乏しいので、来年3月まではこのまますえ置きが続くということになるだろう。次期総裁が早期に政策修正を手掛けられるかどうかは米景気次第である。その時までにFRB（米連邦準備制度理事会）がすでに金融緩和に舵を切っているようであれば、日銀が逆方向に舵を切るのはかなり難しくなると考えるのが自然である。円高方向へのバッファーが蓄積されているので、不可能ではないが、無理をする必要もない。場合によっては2024年にずれ込むかもしれない。

なお、今回の会見から、日銀のYouTubeチャンネルに動画がアップされるようになった。これに伴い、今回の会見録は実際の会見をほぼそのまま起こした形となっている。これまでの会見録は、「会見要旨」とされ、文脈がおかしな部分や意味不明な箇所はそれなりに意訳して出すというケースがまま見られた。総裁にとっては、常に筋道立った答弁が要求されるため、より慎重な対応が迫られる形になったと言える。

※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