

黒田総裁は政策変更観測を強くけん制

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

4月27、28日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想どおり金融政策はすえ置かれた。景気の現状判断は、前回3月会合の「新型コロナウイルス感染症の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している」から、「新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している」（下線部筆者）へと微修正された（図表1）。「資源価格の上昇」を、弱めの動きがみられる要因として追加した形である。今回発表された四半期に一度の展望レポートの経済のリスク要因でも、資源価格の動向の位置付けが3番目から2番目に上がっており、日銀として警戒感を高めている様子を示した。

（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
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
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	→	

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

個別項目ごとの判断を見ると（図表2）、個人消費が、3月の「持ち直しが一服している」から、「再び持ち直しつつある」へと上方修正された。個人消費の判断は、前回の会合で下方修正されたばかりだったが、まん延防止

等重点措置終了後の反動増の兆しを受け、再び上方修正した形である。他には、軟調だった日銀短観を受けて、業況感が、「全体として改善を続けている」から、「改善が一服している」へと下方修正されたほか、予想物価上昇率が「緩やかに上昇している」から、「短期を中心に上昇している」へと上方修正された。後者は物価目標達成のためには朗報ともいえるが、黒田総裁は会合後の定例会見で、短期のインフレ期待が上がっているのはコストプッシュ要因であり、それ自体に持続性はないことを強調している。

(図表 2) 個別項目の判断

項 目	3 月決定会合	4 月決定会合	方向性
海外経済	総じてみれば回復している	総じてみれば回復している	→
輸出	基調としては増加を続けている	基調としては増加を続けている	→
鉱工業生産	基調としては増加を続けている	基調としては増加を続けている	→
企業収益	全体として改善を続けている	全体として改善している	→
業況感	全体として改善を続けている	改善が一服している	↓
設備投資	持ち直している	持ち直している	→
雇用・所得環境	一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている	一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている	→
個人消費	持ち直しが一服している	再び持ち直しつつある	↑
住宅投資	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	→
公共投資	高水準ながら弱めの動きとなっている	高水準ながら弱め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	緩やかに上昇している	短期を中心に上昇している	↑

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

2. 2022 年度の物価見通しを大幅上方修正

展望レポートでは、2022 年度のコア CPI の見通しが、1 月の前年比+1.1%から同+1.9%へと大幅上方修正された。ただ、2023 年度は同+1.1%と、再び鈍化に向かうとの見通しである（図表 3）。

黒田総裁は、「コストプッシュのインフレで、インフレ期待が高まってそれがどんどんずっと持続していくということにはならない」と説明、景気回復との好循環を形成する好ましい物価上昇の可能性については、「そこに至るまでまだかなり時間がかかるということは認めないといけない」としている。今回初めて発表された 2024 年度の見通しについても、コア CPI は前年比+1.1%と、2023 年度と同じ伸びが続くとの見通しである。従来は、先の年次に行くにしたがって、徐々に伸びを高めるという見通しが示されていた。

実質 GDP 成長率の見通しは、2022 年度が前回の前年比+3.8%から同+2.9%へと下方修正される一方、2023 年度が同+1.1%から同+1.9%へと逆に上方修正された。展望レポートでは、2022 年度は感染再拡大や資源価格上昇、海外経済減速の影響で下振れる一方、2023 年度にはその反動が現れるとしている。2023 年度の反動増を思いのほか強く見積もっているという印象である。

(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(%)	21年7月 展望レポート	21年10月 展望レポート	22年1月 展望レポート	22年4月 展望レポート	22年4月展 望レポート(当 社予想)
2022年度	実質GDP	2.7	2.9	3.8	2.9	3.1
	コアCPI	0.9	0.9	1.1	1.9	1.7
2023年度	実質GDP	1.3	1.3	1.1	1.9	1.1
	コアCPI	1.0	1.0	1.1	1.1	0.9
2024年度	実質GDP	—	—	—	1.1	1.1
	コアCPI	—	—	—	1.1	1.4

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

リスクバランスについて、まず経済は「当面は、感染症やウクライナ情勢の影響を主因に下振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしている」とした。前回1月の「感染症の影響を中心に、当面は下振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしている」とバランスの考え方は同じだが、下振れリスクの要因として「ウクライナ情勢」が追加された。物価については、前回1月の「概ね上下にバランスしている」から、「エネルギー価格を巡る不確実性などを反映して上振れリスクの方が大きい、その後は概ね上下にバランスしている」へと上方修正された。

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、資源価格の動向と海外経済の動向の順位が入れ替わり、資源価格の動向がコロナに次ぐ2番目のリスクに位置付けられた（図表4）。

（図表4）経済・物価のリスク要因

＜経済のリスク要因＞

	2021年10月	2022年1月	2022年4月
第1	新型コロナウイルス感染症が消費活動に及ぼす影響	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	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2	供給制約の影響	海外経済の動向	資源価格の動向
第3	海外経済の動向	資源価格の動向	国際金融資本市場・海外経済の動向
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＞

	2021年10月	2022年1月	2022年4月
第1	企業の価格設定行動の不確実性	企業の価格設定行動	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

3. 黒田体制下での政策変更は予想せず

今回の会合における金融政策のすえ置きは、事前の市場コンセンサスどおりだったが、会合直後の市場では大きく円安が進み、政策変更を見込んでいた市場関係者が一定程度いたことが示された。

何か動くにしても、物価目標がある以上、それとの整合性を問われるような政策変更はできなかったはずである。大きめの変更には、「総括検証」なり「点検」なり、新たな理屈付けが必要になる。10年国債利回りの変動許容幅を、0.25%から0.5%に拡大する程度なら可能にしても、引き締め方向の変更は、たとえ微修正でも、市場にとってサプライズにならないよう慎重に織り込ませる必要がある。高官発言やリーク報道など、事前にそうした動きが一切なかったことを考えれば、今回の会合は無風と考えるのが妥当だった。

日銀は今回、逆に市場に燦る政策変更観測を強く打ち消す方を選んだ。指値オペについては、5月2日以降、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日オファーするとしたほか、黒田総裁も会見で、「**現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていく**」と強調、長期金利の上昇を許さない姿勢を明確にした。黒田総裁が会見で、「**マーケットが日銀の金融政策に関する臆測を巡って動くのは適切でない**」と述べているとおりで、投機的な動きを封じるという意味ではこうしたコミットメントが有効である。政策変更の余地があると思われたら、市場はどんどん先回りする。「次なる一手」を織り込みにかかり、催促相場的な様相を呈することで、YCCの維持が困難なものになっていたかもしれない。

これで、長期金利の目標撤廃やマイナス金利の解除等、本格的な出口政策への転換は、次期総裁の課題となる可能性が一層高まった。足元の円安の問題は物価高だが、コストプッシュ型のインフレに対しどのみち金融政策は有効ではない。足元の物価高の要因の大半は資源価格の高騰であり、金融政策で資源価格を動かすこともできない。政府も、自ら物価高対策を急ぐ一方、日銀に対しては、今のところ現行の政策スタンスを尊重する姿勢を示している。黒田総裁としても、任期が残り1年を切るなかで、今更大幅な政策変更を強いられたくはないだろう。自身が継続的にフォローできるわけでもなく、ここまで来たら、次期総裁に任せた方がよい。出口に舵を切っても、為替相場には、日銀の政策変更のショックを吸収するための十分なバッファがあるという点では、チャンスではあるが、黒田総裁としてはあくまで初志貫徹の構えとみられる。

問題は一段と物価上昇が進み、国民の間から円安への怨嗟の声が高まった場合である。いったんこうした形で世論が盛り上がると、政治サイドが抵抗するのは難しくなる。為替政策は財務省の管轄だが、めったに実施したことのない円買い介入のハードルは高い。この場合、日銀になんらかの対応を求める機運が出てくる可能性はゼロではない。この場合でも、物価目標の解除を容認するのでなければ、日銀にできることは限られる。しかし、次期総裁のもとでは（人選次第ではあるものの）、物価目標の位置付けを後退させたうえで、比較的早期に金融政策の枠組み変更を行なうと予想する。

※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