

2023. 6. 19

【日銀金融政策決定会合（23 年 6 月）】

植田総裁は改めて正常化への慎重姿勢を示す

～7 月もすえ置きの可能性高まる～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

1. このままなら 7 月もすえ置き

6 月 15、16 日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。景気判断は昨年 7 月以来、8 会合連続で「持ち直している」となった（図表 1）。個別項目別の判断は、公共投資が上方修正、雇用・所得環境が小幅上方修正されたが、民需の主要項目についての判断は変わらなかった（図表 2）。

（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 4 月 27 日	厳しさを増している	↓	2 会合（2 ヶ月）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 ヶ月ぶりの上方修正
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	→	
22 年 12 月 20 日	持ち直している	→	
23 年 1 月 18 日	持ち直している	→	
23 年 3 月 10 日	持ち直している	→	
23 年 4 月 28 日	持ち直している	→	
23 年 6 月 16 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

(図表 2) 個別項目の判断

項 目	2023 年 4 月	2023 年 6 月	方向性
海外経済	回復ペースが鈍化している	回復ペースが鈍化している	→
輸出	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	→
鉱工業生産	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	→
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	緩やかに増加している	緩やかに増加している	→
雇用・所得環境	全体として緩やかに改善している	緩やかに改善している	↗
個人消費	物価上昇の影響を受けつつも、緩やかに増加している。	物価上昇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	緩やかに増加している	↑
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	上昇したあと、このところ横ばいとなっている	上昇したあと、このところ横ばいとなっている	→

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

植田総裁は就任後、市場関係者にハト派的スタンスを強く印象付ける情報発信を繰り返してきた。その姿勢からは、物価目標達成に向けた最大のチャンス逃したくないとの強い思いが感じ取れる。債券市場が落ち着いている一方で、株価は力強く上昇するという足元の市場環境は、金融政策の修正作業を手掛けるにあたっては絶好のチャンスと言えるが、4 月も動かず、6 月も動かなかったということは、こうしたロジックで動くつもりは毛頭ないということである。このまま市場環境に大きな変化がなければ、7 月もすえ置きということになるのではないかと。動くとしたら、円安が一段と進み、政府から水面下でなんらかの協力を求められるなど、自身の意思に反した行動をとらざるを得なくなる場合に限られるように思われる。

2. 物価上昇率は鈍化との見通しを維持

すでに物価上昇率が 13 ヶ月連続で 2%を超えていることもあって、会合後の定例会見では、金融政策の修正の条件を問う質問が目立った。植田総裁の回答は、あくまで先行きの予想が重要というもので、「**足元のはっきり見えている 2%がそのまま政策を決めるのではなくて、政策の効果に時間的なラグがあることから、少し先行きのインフレ率がどうなるかとか、基調的なインフレがどうなるかということが重要**」と述べている。

確かに、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）の見通しが前年比+1.8%、2024 年度は同+2.0%と、大きく下がる見通しになっている。ただ、これが低すぎるのは今や明白に思える。物価見通しについて問われた植田総裁は、「**やや正直に申し上げますと**」と前置きし、「**下がり方が思っていたよりもやや遅いかなという感触を持っています**」と認めている。一方で、「**ただ、まだ下がっていく局面が始まったところにあるくらいの段階にあると思っておりますので、この先年度半ばにかけてさらに下がっていく、その段階で 4 月の見通し対比で上触れたままで推移するのか、キャッチアップというのも変ですけれども、今までやや上振れていた部分がなくなる形で急速に下がってくるのか、そこは不確実性が高いと考えております**」と、急速に下がる可能性も残っているとの認識を示している。

そうだとすると、7月の展望レポートでは、2023年度の物価見通しの上方修正は不可避だろう。4月のコアCPIは前年比+3.4%、5月の東京都都区部CPIは同+3.2%である。7月以降は電気代の値上げの影響でさらに0.3~0.4%ポイント程度上乗せされる。食品価格の上昇も予想以上に長引いており、年度後半によほど急激に低下しない限り、年度平均で2%を下回る着地にならない。

2023年度のコアCPIに関しては、おそらく2%台前半~半ばまでの上方修正を余儀なくされるのではないかと。4月の同+1.8%という見通しは、強引に2%未満に収めた印象が強く、金融緩和を継続するメッセージとしては理解できるが、純粋な見通しとしてはすでに無理筋という印象だった。上方修正した場合、2%を超える状態が場合によっては2年以上続くという見通しのなかで、金融緩和を続けることへの説得力ある説明が必要になる。この点、植田総裁は今回の会見で、2%という中心的な見通しの確率が高ければ持続的安定的に達成されたということになるが、下振れリスクが大きければ2%を超えていても達成とは言えないとコメントしている。意識して予防線を張ったわけではないだろうが、2%超えの継続が金融政策の修正に直結するわけではないことを確認した形である。

インフレの質も問題になる。植田総裁は足元のインフレは「**海外発のコストプッシュインフレ**」だとし、「**日本の金融政策で直接どうこうする**ということはなかなかできないわけでございます。インフレ率は是が非でも下げたいということであれば、ものすごい金融引き締めをして金利を上げて、経済を冷やして下げていくということは考えうるわけですが、それはそのことによるマイナスの方が大きいという風に、**当たり前ですがとらえております**」と、コストプッシュインフレに利上げでは対抗できないという常識論をあらためて説明している。ただ、納得しない世論の不満の高まりにさらされる可能性もないわけではない。

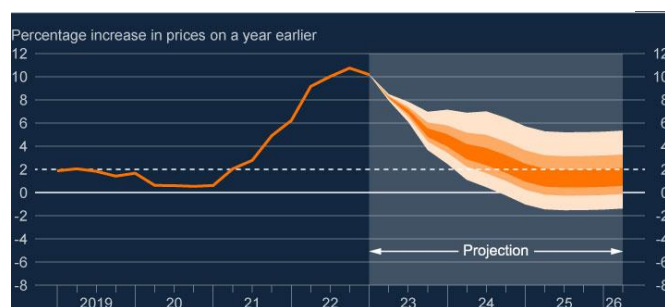
3. 見通しの確率分布が問題に

見通しの確率を問題にする場合、それをどう市場に伝えるかという点も問題になる。植田総裁は「**本来ならそういう分布もきちんと提示してコミュニケーションした方がわかりやすい面があると思いますが、そういう分布を出せるかどうかという問題もあるように思いますので、現状では定性的な表現になっている**」と述べた。定性的な表現について具体的には、「**必ずしもそこにぴったりの情報は出せていないと思いますが**」と課題を認めたうえで、「**一つは(展望レポートの)上振れ下振れリスクのところである程度出させていただいているということだと思います。それから第二の柱で様々なリスクを論じるところで、金融面のリスクだけではなくて経済物価全体の上振れリスク下振れリスクという区分があると思いますので、そこでこれまでも書き込んでいますし、これからはより丁寧に書き込むということは考えていきたいと思っています。そのうえで、さまざまなこういう記者会見その他の場で、そのあたりが非常に重要になるという時期には特に念を入れてご説明させていただければと思ってございます**」と述べている。

見通しの確率分布を示すツールとしては、BOE（イングランド銀行）が四半期に一度のインフレレポートのなかで示しているファンチャートが有名だが、見た目の美しさほどには、わかりやすいグラフとは言えない（図表3）。そもそもBOEの見通しを示したものでなく、市場金利に織り込まれたインフレ率を計算したものである。

展望レポートの「政策委員の経済・物価見通しとリスク評価」もそれなりの工夫と改良を重ねて現在の形に発展してきた経緯がある。基本的には今あるツールを駆使して、あとは植田総裁の説明能力が問われるということ

（図表3）BOEのファンチャート（CPI）



（出所）BOE

になるのだろう。とりあえず、7月の展望レポートでは、2023年度の見通しを2%台に上方修正する代わり、2024年度の見通しを2%以下に下げて、2%が持続的ではないことを示し、金融緩和を続ける姿勢を示すだろう。2024年度まで2%を上回る見通しが続いても、方向性としては鈍化でかつ下振れリスクが大きいと説明すれば金融緩和の継続は可能だが、数字を使ったよりわかりやすいコミュニケーションを試みる可能性が高い。

4. オーバーシュートのリスクをどうするか

先行きの金融緩和策の継続に強くコミットするフォワードガイダンスが、インフレのオーバーシュートを招くリスクについての質問も出されたが、植田総裁は、オーバーシュートとアンダーシュートを比較すると、後者への対応がより難しいと答えている。このあたりについての植田総裁の考えは、2005年10月27日の日経の経済教室にわかりやすくまとめられている（図表4）。ポイントは、フォワードガイダンスとは本質的にインフレ加速というリスクを取る政策であること、再びデフレに戻ってしまったら日銀の信認が大きく失墜するのは必至という2点である。速水総裁時代に、審議委員としてゼロ金利解除に反対票を投じた経験を持つ植田総裁としては、特に後者についての反省が身に沁みているという面はあるだろう。

インフレが実際に加速した場合は、早期引き締めが適切な政策になるという、いわゆる「時間的非整合性」の問題に直面するが、植田総裁は会見で「（インフレが加速したときに）今後どういう対応をしていくかということはきちんと考えて必要に応じてコミュニケーションさせていなければというように思っています」と述べるにとどめている。早期引き締めなら、次の景気後退時にフォワードガイダンスの効きは弱くなるわけで、果たして今後も金融緩和ツールとして持続的に使っていくことができるのかどうか、フォワードガイダンスは政策の真価が問われる局面に入りつつある。

（図表4）フォワードガイダンス（時間軸政策）についての植田総裁の考え方（2005年10月27日の日経経済教室より）

- 普通の（優秀な）中央銀行家が当然と思うタイミングで金利を上げ始めるのは時間軸政策の趣旨に反する。そこから少し遅れて動くのがポイント
 - 時間軸政策をあまりに強い形で実施すると、金利引き上げがきわめて遅くなり、結果としてインフレ率が適切な値を大きく上回って上昇するリスクを冒す。ただし、こういうリスクを全くとらないのでは、そもそもこの政策を実行していることにならない
 - 早めに利上げをすれば、再びデフレに舞い戻るリスクを若干覚悟することになる。利上げを遅らせれば、インフレが加速していくリスクをとることになる
 - どちらを重視するかだが、長期的に望ましいインフレ率がゼロよりもかなり上とすれば、インフレ率がゼロ%を超えた後、多少加速して上昇するのはある意味望ましい
 - 他方、再びデフレが深刻な問題となるようなことがあれば日銀の信認は大きく低下することは必至である
 - 出口周辺では若干の辛抱しても日銀にあまり損はない
 - いったん利上げに転じれば、0.5－1%程度までは無理なく翌日物金利を引き上げることが出来そうだと確認してからでも遅くはなさそう。時間軸政策の基本的考え方もそういうこと
- （出所）日本経済新聞

5. レビュー終了後に枠組み修正か

金融政策については当面すえ置きで、微修正すら手掛けられない可能性が高まりつつある。YCC（イールドカーブ・コントロール）の元でのコミュニケーションについて会見では「**ある程度のサプライズが発生することもあるやむを得ない**」と述べたが、聞かれたことに対し一般論的に答えただけで、先行きの政策修正に含みを持たせているようには聞こえなかった。一方で、インフレ目標の達成を宣言できる状況にも至らない可能性が高く、次なる一手の時期としては、来年後半以降、多角的レビューの結果を土台に、金融政策の枠組み修正を図るのがメインシナリオとなる。YCCは撤廃し、長期金利はより市場の力で動く方向に改め、マイナス金利はゼロまで戻す可能性を見込む。

もちろん、かなり先であるがゆえに見通しの不確実性は高い。この間、市場環境や経済環境の波乱に見舞われる可能性も低くなく、政策修正の時期を絞り込むのが一段と難しくなった感是否めない。もし、早期に政策

修正があるとしたら、前述のとおり為替相場で円安が加速した場合か、もしくはイールドカーブの歪みといった債券市場の機能不全が、金融政策の修正なしには対処できないほど深刻化した場合であろう。

今回の会見では副作用について、「足元 YCC に関わる副作用はやや落ち着いているわけですが、国内でのインフレ期待の上昇、海外金利の上昇等でまた副作用が目立ってくる可能性は当然否定できないわけで、そのときにどうするかということですが、今前もってお答えはなかなかできないですが、繰り返しますが、その時点での YCC を続けるという効果がどのくらいで、でまさにその時の副作用がどのくらいかを比較しつつ、どうするかを決めることになるのかと思います」と、効果と副作用を比較衡量して決めている。おそらく、市場が荒れている局面では微修正ではすまされず、日銀の行動が逆に引き金となることで、なし崩し的に YCC の放棄にまで追い込まれる可能性が高い（この 4、6 月で動いていればそうした問題はおそらく避けられた）。この点については、植田総裁自身、2022 年 7 月 6 日の日経「経済教室」において「難しいのは、長期金利コントロールは微調整に向かない仕組みだという点である。金利上限を小幅に引き上げれば、次の引き上げが予想されて一段と大量の国債売りを招く可能性がある。10 年物金利コントロールを 7 年、5 年と短期方向へ動かしていく案も同様の問題を抱えている」と述べている。過去、FRB（米連邦準備制度理事会）も RBA（豪州準備銀行）も 1 回の修正で済ませているとも指摘しており、副作用対策で金融政策の修正を余儀なくされるような局面が訪れた場合は、変動許容幅の拡大等の微修正ではなく、いきなり YCC の撤廃にまで踏み込む可能性も低くなさそうである。

※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