2024. 12. 20

【日銀金融政策決定会合（24 年 12 月）】

# 植田総裁は「総合判断」を強調

## ～「ワンノッチ」のハードルは必ずしも高くない可能性～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

**ポイント**

- 12 月 18、19 日に開催された日銀金融政策決定会合では、市場の事前予想通り金融政策はすえ置かれた。植田総裁は定例会見で、次の利上げの判断に至るには「もうワンノッチほしい」と述べた
- 引き続き春闘に注目する姿勢を示す一方、利上げの決定はあくまで「総合判断」であることも強調した。例えばトランプ次期米大統領の経済政策等、個々の情報やデータに不透明感が残るなかでも、利上げは可能とのスタンスを示した形。筆者は 1 月利上げの予想を維持
- 多角的レビューでは、非伝統的金融政策への厳しめの評価が示されたが、日銀がいずれ再び政策手段の選択に苦慮する状況に追い込まれる可能性は決して低くない

### １．予想通りすえ置きだが、田村委員は利上げに投票

12 月 18、19 日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。これは会合直前の市場のコンセンサス通りの結果である。景気判断は「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」で、マイナス金利を解除した 3 月以降、これで 7 回連続で同じ判断が示された（図表 1）。一方、個別項目別の判断は、企業収益が小幅下方修正されたほかは、前回会合に続き横ばいであった（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 |
|---|---|---|---|
| 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 | → | |
| 23 年 7 月 28 日 | 緩やかに回復している | ↑ | 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 | → | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 23年10月31日 | 緩やかに回復している | → | |
| 23年12月19日 | 緩やかに回復している | → | |
| 24年1月23日 | 緩やかに回復している | → | |
| 24年3月19日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している | ↓ | 16会合ぶり（22年3月）以来の下方修正 |
| 24年4月26日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している | → | |
| 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、緩やかに回復している | → | |
| 24年9月20日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している | → | |
| 24年10月31日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している | → | |
| 24年12月19日 | 一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している | → | |

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表2）個別項目の判断

| 項　目 | 2024年10月 | 2024年12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 | → |
| 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 | → |
| 鉱工業生産 | 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 | → |
| 企業収益 | 改善している | 改善傾向にある | ↘ |
| 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 | → |
| 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 | → |
| 個人消費 | 物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある | 物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある | → |
| 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 | 緩和した状態にある | 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 | 緩やかに上昇している | → |

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

11月30日に報じられた大手紙の植田総裁インタビュー後に、金融市場では12月利上げ観測が強まったが、12月3、4日に大手通信社が配信した記事が、日銀内部でそうした動きに困惑を隠せない声が多いと報じたことで再度風向きが変わった。9日には別の通信社が、1月の金融政策決定会合前に氷見野副総裁が神奈川県金融経済懇談会で講演し、その後記者会見もセットで行なうと報じた。こうした流れのなかで、市場では12月は見送り、1月に実施との見方が強まった。このあたりの経緯は、12月12日付のレポート「日銀は12月利上げを見送り1月に実施へ」に書いた通りである。

ただ、今回は田村審議委員が利上げに票を投じた。日本時間の同日未明に0.25%の利下げが発表された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、クリーブランド連銀のハマック総裁がすえ置きを支持したことで、「タカ派的利下げ」と評されたが、日銀はさしずめ「タカ派的すえ置き」というところかもしれない。

## ２．問題になる「ワンノッチ」の解釈

会合後の総裁定例会見では、次回の利上げのタイミングを探る質問が集中した。まず、「経済物価の見通しがオントラックで推移しているなかで、市場では 1 月利上げを見込むが、それを妨げる最も重要な懸念材料は何か」という質問に対しては、「*データがオントラックでここ数ヵ月来ていますので、それを前提にしますと、私どもの見通しが実現していく確度は、多少なりとも上がっているということだと思います。ただ次の利上げの判断に至るには、不正確な言い方ではありますけれども、もうワンノッチ欲しいなというところかと思います。そのワンノッチの中に賃金上昇の持続性ということも入ってくるかと思います*（下線部筆者、以下同様）」と述べた。この「ワンノッチ」というワードが市場ではハト派的に受け止められ、為替市場では円売りが進んだ。しかし、この発言からは肝心な「ワンノッチ」の幅はわからない。あるいは、1 月末の次回会合までに得られるデータで十分埋まるレベルかもしれない。また、個人的にはこれはあくまで今回 12 月の利上げ見送りの理由であり、次回以降の金融政策への示唆を与える発言ではないように聞こえた。

ワンノッチの中には、賃金上昇の持続性も入っているとのことで、注目はやはり春闘の動向である。植田総裁は今回の会合でも、これまで同様「春闘のモメンタム」を強調している。この点、記者からの「春闘全体のモメンタムを確認できるのは　連合が 3 月 13－15 日に予定している第 1 回回答の山場が最初になるのではないか」という、誰もが聞きたい質問に対しては、「*そこまで至らなくても、来年になりますが、春闘はどれくらいの勢いかということが、その手前である程度分かる可能性ということもこれに入れたうえで、こういう表現を用いております*」と述べた。そうすると次の問題は、「ある程度わかる」時期や、その情報の具体的イメージということになるが、「1 月にもそれが判断できる可能性があるという認識をしていいのかどうか」という他の記者からの質問に対しては、「*次回会合までにどれくらいわかるかということは、現時点ではなかなか、この種の方々が何かおっしゃるだろうということは予想できても、どういう内容になるかということまではなかなか予想しがたいことですので、それは出てきたコメントを見ながら、他の情報とあわせて賃金の先行きを予想していくということになりますし、それの政策決定へのつながりということは その他のデータ情報との総合的な判断の結果になるということになります*」と述べている。「この種の方々」の発言というのは、主要経済団体や大手企業の経営サイド等からの情報発信をイメージしていると考えられ、なんらかのハードデータを待ちたいということではないようである。従って、1 月会合までに必要な賃金関連の情報のハードルは、必ずしも高くないと見ることもできる。

## ３．「総合判断」を強調

また、上記の植田総裁の発言の後半の下線部にある通り、利上げの決定が「総合的な判断」であることを今回再三強調している。他の質問に対しても、「*1 月末までに、春闘に関する新たな情報を全部は入れることはできないと思いますので、展望レポートがあって、春闘に関する情報があって、トランプ政権の政策についても何かコメントが出て、そういうのを総合して将来についてどういう姿を描けるかということだと思います*」、あるいは「*春闘のモメンタムについて、次回会合までにある程度の情報は入ると思いますけれども、大きな姿がわかるのは例えば 3 月とか 4 月とか、そういうタイミングになると思います。そのどこで政策に関する判断ができるかということは その他の情報とセットで考えるということに当然ならざるを得ないと思います*」と、言い方は違えど同種の発言を繰り返している。いずれも、賃金に関する追加情報が必ずしも十分なものではなくても、他の情報とのセットで利上げ判断に至る可能性があることを示している。前者の発言については、「*それはワンノッチ見通しの確度を上げるのに十分かどうかということは、現時点では何とも言えませんし、各会合ごとに集中して分析し、判断していくということになるかと思います*」と付け加えている。場合によっては次回の会合でもワンノッチが埋まる可能性を示した発言に見える。

他の情報のうち、米国の経済政策の不透明感は、トランプ氏が大統領に就任したからといってすぐに晴れるものではないが、植田総裁も「*トランプ政権の政策についても相当長い期間見ないと全体像は判明しないということだと思います*」と認めたうえで、「*他方で各会合においては その時点までに得られたこれらの点に関する追加的な情報と、それから当然各会合で行なうことになるそのときまでの<u>その他の通常の経済データに関するレビュー分析をベースに、総合的に判断していく</u>ということだと思います*」 と、ここでも総合判断であること強調している。要は、賃金、トランプ、経済見通し等、個々の情報レベルでは、必ずしも十分強いものは必要ないということである。1 月になれば、経済団体や主要企業の経営サイドからの情報発信に加え、日銀自身のヒアリング情報、日銀支店長会議、トランプ次期大統領の就任等様々な情報が加わる。これをもってワンノッチは埋まったと判断し、1 月会合で利上げに踏み切ることは可能とみる。いずれにしても、直前に実施される氷見野副総裁の講演、会見でなんらかの示唆が得られるだろう。

**４．多角的レビューが発表される**

また、今回の会合では、前回 10 月の会合で植田総裁が予告していた通り、多角的レビューの内容が公表された。植田総裁は、これが当面の金融政策運営にただちに影響を与えるものではないが、より長い目で見て運営のありかたを考えるうえでの参考にするとしてきた。

金融政策の多角的レビューについては、これまで日銀内部で 46 本の論文を作成・公表してきたほか、国内外の学会の有識者を招いた 6 回のコンファレンス・ワークショップの開催をはじめ、各種アンケート、パブコメ等で多様な知見を集めてきた総まとめとの位置づけである。全体で 205 ページもあることから、ここではとりあえず、本文の基本的見解の部分、および同時に公表された「主なポイント」を参照した印象を記述するにとどめる。

本レビューは、いわゆる非伝統的政策が始まってからの 25 年全体を振り返るとの位置づけだが、主なポイントでは、金融政策の評価については 2013 年以降、すなわち黒田緩和の評価に絞って紹介している。筆者は最初から、主たる目的はこれで、25 年とあえてスパンを広くとったのは、そうしたイメージを薄めるためではないかと考えていたが、改めてそうした印象を強くした。

日銀が当事者として、過去の政策を完全否定することはありえないことから、ある程度両論併記となることは予想されていたが、全体的にはやや踏み込んだ厳しめの評価との印象を受けた。すでに出口政策に軸足を移していることもあり、その根拠を求める必要性があったからかもしれない。

一言で黒田緩和と言っても、初期段階では「量」の拡大で勝負する形だったが、2016 年のイールドカーブ・コントロール（YCC）の導入とともに大きく路線転換、その後も微修正を積み重ねた結果、黒田総裁の退任時には導入時とは別物と言ってもいいほど変貌した経緯がある。ポイントでは、特に初期段階で重視されていた「期待への働きかけ」について、予想物価上昇率に一定の影響があったものの、消費者物価の伸び率を 2％にアンカーするほどの有効性はなかったとしている。2016 年以降は、YCC により長期金利を 1％程度押し下げる効果はあったものの、期待への働きかけの難しさなどから、黒田緩和は導入当初に想定していたほどの効果は発揮できなかったとの評価である。一方で、国債市場の機能度、貸出等の利鞘縮小といった副作用をもたらした。「全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響」だが、「現時点においては」とのただし書き付である。今後、国債市場の機能度の回復が進まなかったり、副作用が遅れて顕在化した場合は、「マイナスの影響が大きくなる可能性には留意」と、時間が経つにつれマイナスの影響が大きくなる可能性を指摘している。

11 月の日経インタビューで植田総裁も述べていた通り、「非伝統的な金融政策手段は、短期金利操作の完全な代替手段にはなりえず、可能な限りゼロ金利制約に直面しないような政策運営が望ましい」としているが、万が一、再びゼロ金利制約に直面した時にどういう政策を採用するのかが問題となる。レビューが示す先行きの

金融政策の含意については図表 3 に「主なポイント」より全文を引用している。原文でも太字になっている「ベネフィットとコストを比較衡量していくことが重要」という部分は言わずもがなだが、あえて書くところに、黒田緩和の副作用に対する問題意識がうかがえる。また、「将来の政策運営を考えるうえで特定の手段を除外するべきではない」との記述からは、できることなら除外したいとの思いも垣間見える。

植田総裁は会見で、「*現時点において、まず非伝統的政策手段を今後全く採用しないということを宣言するとか、そういうことは全く考えておりません。申し上げるまでもなく、今回のレビューで検討したような副作用等を、採用するかもしれないときの経済金融情勢にあわせて、入念に点検しつつ採用するとすれば採用していくということになるかと思います。それぞれの手段についてどうかという点については、ここでは控えさせていただければと思います*」と述べている。こうした状況に追い込まれないためにも、早めに利上げして「のりしろ」を確保しておきたいところかもしれないが、1～2%程度の政策金利であれば、1 回の景気後退で簡単に吹っ飛ぶレベルである。日銀がいずれ再びゼロ金利制約に直面し、政策手段の選択に苦慮しなければならなくなる可能性は決して低くない。

（図表 3）「金融政策の多角的レビュー」が示した非伝統的な金融政策への考え方（主なポイントより転記）

- 非伝統的な金融政策手段は、経済・物価を押し上げる効果を発揮。ただし、その定量的な効果は、伝統的な金融政策手段（短期金利の操作）に比べて不確実。非伝統的な金融政策手段を大規模かつ長期間にわたって継続する場合には、副作用をもたらしうる
- 今後、非伝統的な金融政策手段を用いる必要が生じた場合には、その時点の経済・物価・金融情勢のもとで、**ベネフィットとコストを比較衡量**していくことが重要
- 現時点においては、**将来の政策運営を考えるうえで特定の手段を除外するべきではない**が、今後、各手段の採用を検討する際には、留意点等を勘案し、可能な限り副作用を抑制しながら効果を発揮できるよう、制度設計していく必要

※太字個所は原文と同じ

（出所）日本銀行

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