2021.10.29

日銀は円安を懸念せず

フェロー チーフエコノミスト　小玉　祐一

１．景気判断は変わらず

10 月 27－28 日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。景気判断は、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」が維持された（図表 1）。これで今年に入ってからの 7 回の会合ですべて同じ判断になっている。

（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
18 年 4 月 27 日	緩やかに拡大している	→	
18 年 6 月 15 日	緩やかに拡大している	→	
18 年 7 月 29 日	緩やかに拡大している	→	
18 年 9 月 19 日	緩やかに拡大している	→	
18 年 10 月 31 日	緩やかに拡大している	→	
18 年 12 月 20 日	緩やかに拡大している	→	
19 年 1 月 23 日	緩やかに拡大している	→	
19 年 3 月 15 日	緩やかに拡大している	→	
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	→	

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

２．個別項目はやや大きめの修正

個別項目ごとの判断については、まず、輸出と鉱工業生産が、「増加を続けている」から、「基調としては増加を続けている」へと小幅ながら下方修正された（図表 2）。直近 3 回の決定会合の判断の推移を追うと、「着実な

増加を続けている（7 月展望レポート）」→「一部に供給制約の影響を受けつつも、増加を続けている（9 月公表文）」→「足もとでは一部における供給制約の影響から弱い動きとなっているが、基調としては増加を続けている（10 月展望レポート）」と、供給不足の影響が徐々に拡大してきたことが確認できる。逆に個人消費は、「飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力が依然として強く、引き続き足踏み状態となっている（9 月公表文）」から、「感染症への警戒感などからサービス消費を中心に下押し圧力が依然として強いが、足もとでは持ち直しの兆しが窺われる（10 月展望レポート）」へと上方修正された。緊急事態宣言終了後の回復を考慮した形と考えられるが、「持ち直し」という表現から見ても、レベル的には「リベンジ消費」といった動きとは程遠いことが示唆されている。公共投資は、「緩やかな増加傾向を続けている」から「横ばい圏内の動きとなっている」へと下方修正された。各種統計からもすでに公共投資の息切れは明らかになっており、補正予算でどのくらいの追加があるかが当面の注目点である。

金融環境については、「企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある」から、「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」へと、小幅ではあるものの、上方修正となった。政府・日銀の政策もあり、企業の資金繰りは徐々に改善に向かっているとの判断であろう。

予想物価上昇率は、「横ばい圏内で推移している」から「持ち直している」へと上方修正された。本来であれば物価目標の達成が近付くことを示すという意味で朗報のはずだが、残念ながら、足元の上昇はもっぱらエネルギー価格の上昇を反映しており、経済にとっては下押し圧力になっていると考えられる。

（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	総じてみれば回復している	総じてみれば回復している	→
輸出	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	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・業況感	全体として改善を続けている	全体として改善を続けている	→
設備投資	持ち直している	持ち直している	→
雇用・所得環境	弱い動きが続いている	弱い動きが続いている	→
個人消費	足踏み状態となっている	持ち直しの兆しが窺われる	↑
住宅投資	持ち直している	持ち直している	→
公共投資	緩やかな増加傾向を続けている	横ばい圏内の動きとなっている	↓
金融環境	企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、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	横ばい圏内で推移している	持ち直している	↑

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

３．成長率は下方修正

展望レポートでは、2021 年度のコア CPI の見通しが前年比＋0.6%から同±0.0%へと下方修正された（図表 3）。CPI の基準改定を反映した形で、修正幅は当研究所の予想通り。ただ、2022 年度の同＋0.9%、2023 年度の同＋1.0%は前回 7 月から変わらずで、順調に上昇を続けるとの見通しが示されている。2022 年度に関しては、エネルギー価格の上昇も一部反映している可能性もあるが、どのみち物価目標には遠い。

経済成長率の見通しは、2021 年度が前回の前年比＋3.8%から同＋3.4%へ下方修正された。これで 4 月から 2

回連続の下方修正である。夏場の緊急事態宣言の延長や、中国経済の減速を織り込んだ形と考えられる。2022 年度は逆に同＋2.7%から同＋2.9%へ上方修正したが、これは、下方修正した 2021 年度との比較になることや、内需の反動増が遅れて現れることで、一部が 2022 年度にずれ込むことを反映した形と考えられる。

(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1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	21年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	21年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	21年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	21年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2021年度	実質GDP	3.9	4.0	3.8	3.4	3.5
	コアCPI	0.5	0.1	0.6	0.0	0.0
2022年度	実質GDP	1.8	2.4	2.7	2.9	2.6
	コアCPI	0.7	0.8	0.9	0.9	0.7
2023年度	実質GDP	－	1.3	1.3	1.3	1.3
	コアCPI	－	1.0	1.0	1.0	1.0

(出所)日本銀行より明治安田総研作成

見通しの前回展望レポートとの比較について日銀は、「成長率については、2021 年度は輸出や個人消費を中心に幾分下振れているが、2022 年度は幾分上振れている。物価については、基準改定の影響を主因に 2021 年度が下振れている」としており、数字に表れている通りである。

４．経済のリスク要因が差し替えられる

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、今回項目が大幅に差し替えられた。前回 7 月の展望レポート時は、「新型コロナウイルス感染症による内外経済への影響」、「企業や家計の中長期的な成長期待」、「金融システムの状況」の順に 3 項目が挙げられていたが、今回は「新型コロナウイルス感染症が消費活動に及ぼす影響」、「供給制約の影響」、「海外経済の動向」、「企業や家計の中長期的な成長期待」の 4 項目となった。同じ項目名で残っているのは「企業や家計の中長期的な成長期待」だけである。ここまで大きく変わるのは最近では珍しい。

まず 1 番目の項目については、コロナの影響という意味では前回と同じだが、その影響の範囲を「内外経済」から「消費活動」へと狭めたのが特徴である。中身を見ると、7 月時点では記載のあった、海外経済の回復ペースに与える影響への言及が消え、個人消費のみにスポットを当てる形となった。具体的には、「人々の感染症への警戒感とそのもとでの消費行動については、不確実性が大きい」とし、感染症への警戒感が消費行動に与える影響がポイントだとした。考えられる影響については、「人々の感染症への警戒感が根強く残る場合、経済が下振れるリスクがある」と下振れリスクに触れる反面、「サービス消費のペントアップ需要が早めに顕在化することなどにより、経済活動が想定以上に活発化する可能性」と上振れリスクにも触れている。後者に関してはやや楽観的に聞こえなくもなく、リスクバランスはまだ下方に傾いているとみるのが妥当だろう。

新たに 2 番目に入った「供給制約の影響」については、「半導体不足や海上輸送などの物流の停滞、サプライチェーン障害による部品調達難」で経済が下振れるリスクについて触れている。7 月以降、供給制約が予想以上に深刻なリスクとして主要国の間に広がり、金融市場の波乱要因ともなっていることを考慮した変更と考えられる。

供給制約と独立して設けられた 3 番目の「海外経済の動向」については、「一部新興国・業種における企業の債務問題や先進国の金融緩和縮小に向けた動きが意識されるもとで、グローバルな金融環境が想定以上に引き締まると、新興国を中心に海外経済が下振れるリスク」と、主として金融面のリスクに言及している。コロナ下での世界的な債務拡大や、FRB（米連邦準備制度理事会）の利上げ前倒し観測等に対応した変更と考えられる。

4 番目の、「企業や家計の中長期的な成長期待」は前回と同じ項目だが、順位は後退している。なお、今回はリスク要因から消えた「金融システムの状況」について、7 月の展望レポートでは、「感染症の影響が想定以上に大きくなった場合には、実体経済の悪化が金融システムの安定性に影響を及ぼし、それが実体経済へのさらなる下押し圧力として作用するリスクがある」と、感染症が金融システムに悪影響を与える懸念が記載されていた。もともと、「現時点で、こうしたリスクは大きくない」とされてはいたが、足元の国内感染者数の急減に伴い、そう

したリスクは一段と遠のいたとの判断に基づくものと考えられる。黒田総裁は会見ではこの点について、直近の金融システムレポートのストレステストの結果に基づいたものと述べている。

５．金融システムの頑健性に自信を深める

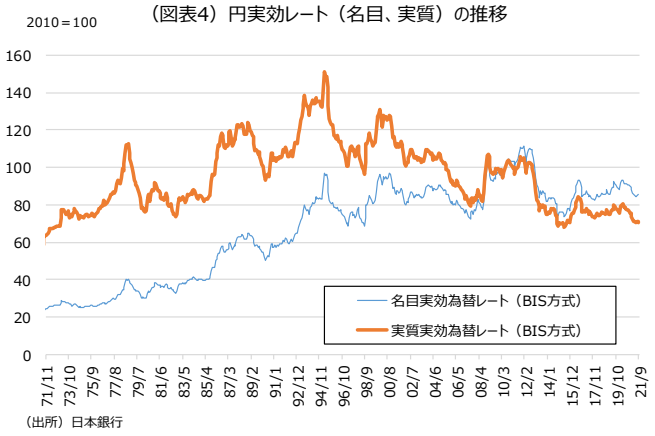
以上のリスクバランスを踏まえ、最後の金融政策運営のパートでは、第２の柱のリスク点検部分が変更された。このパラグラフでは、金融政策運営の観点から重視すべきリスクについての点検が行なわれるが、これまで「感染症の帰趨」と簡単にまとめられていた部分が、「感染抑制と経済活動の両立が円滑に進むかどうか不確実性が高い」と、懸念の内容が具体化された。また、「一部でみられる供給制約の影響が拡大・長期化するリスクにも留意が必要である」と、供給制約のリスクについても新たに追加された。

一方、前回までは、金融システムの安定性には大きな不確実性があるとしていたが、今回は「金融システムは、感染症が国内外の経済・金融面に大きな影響を及ぼすもとでも、全体として安定性を維持している。また、先行き、感染症が再拡大するなどの状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、全体として相応の頑健性を有している」との文に差し替えられた。たとえ感染症が再拡大しても金融システムの安定性は持続するという自信を示した形である。

トータルでのリスクバランスは７月から変更はない。「経済の見通しについては、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が、見通し期間の中盤以降は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、下振れリスクの方が大きい」としている。

６．会見では円安についての質問が集まる

定例会見では、記者から足元の円安（図表４）についての見解を求める質問が多くあがった。これに対する黒田総裁の回答はおおむね模範解答であった。少し長くなるが部分的に端折って引用すると、「為替レートの経済への波及経路は変化している。円安によって輸出が増加する度合いは、海外生産が拡大したことで従来よりも低下している。反対に、円安が企業収益を押し上げる効果は、海外生産の拡大と海外子会社の収益拡大を通じてより大きくなっている。他方で原材料輸入比率の高い内需型企業の収益あるいは家計の実質所得の押し下げ圧力として作用する面もある。経済への影響はさまざまな相互作用で決まってくるので、その時々の内外の経済物価情勢によって変化しうる。ただ、現時点の円安水準が日本経済にとって総合的にマイナスということはない」というもの。手元の想定 QA をほぼそのまま読み上げた形で、特に異論を挟む部分はないが、あえて黒田総裁が触れなかったポイントを挙げるのであれば、まずは株価への影響である。GDP に占める製造業のウェートは約２割で、長い目で見れば低下傾向にあるが、東証一部の時価総額に占めるウェートでは、2000 年代以降、製造業が約５割を占める状況が続いている。採用銘柄の中には、外需に依存するグローバル企業が多く含まれており、株価を通じた景気への影響という意味では、円安は依然重要な意味を持つ。

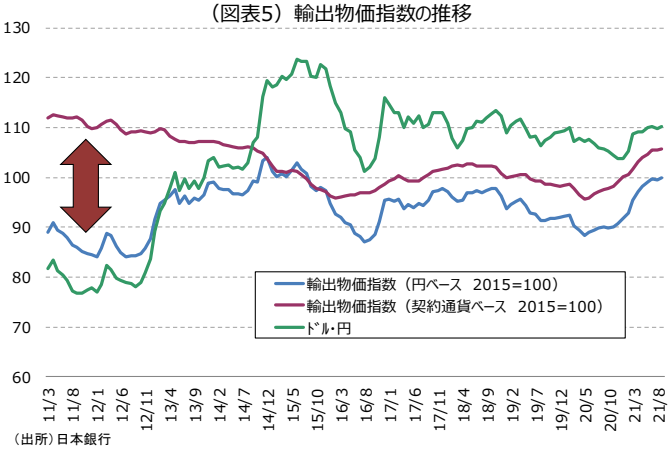


また、黒田総裁が別の質問への回答で述べているとおり、日本では原材料価格が上昇しても、企業がマージンで吸収して最終製品価格に転嫁しないことが、消費者物価低迷の一因となってきた。これは輸出でも同じで、近年、企業は為替レートに応じて自社製品の海外での販売価格を頻繁に動かすことをしなくなっている（図表５）。たとえば、かつての民主党政権下でドル円が 80 円/ﾄﾞﾙ台まで円高が進んだ場面でも、輸出量は底堅い推移をたど

っていた。為替レートの変動が、輸出入の増減を通じてダイレクトにGDP に影響するルートは細っている。

いずれにせよ、現状では円安阻止のために日銀が何か手を打たなければならないという状況ではないのは確かである。日銀がウォッチしているのは、あくまで円安の物価への影響である。円安進行と資源価格の上昇が悪性のインフレを招くリスクについて聞く記者もいたが、日本では企業マージンが吸収する結果、むしろデフレ要因として働いているのが現状である。また、悪性であれ何であれ、これが持続的なインフレ期待の上昇と定着に結び付くのであれば、日銀にとってはむしろ願ったりかなったりとも言える。

（図表5）輸出物価指数の推移



（出所）日本銀行

ただ、同じ悪性であっても、財政不安を背景とした円安やインフレであれば話は違ってくる。近い将来そうした局面が訪れる可能性は低いが、長い目で見れば日本の財政再建が順調に進むと信じるに足る根拠は乏しく、いずれそうした局面が訪れる可能性はゼロではない。ここ数十年の世界経済の推移を振り返ってもわかるとおり、本来円高（自国通貨高）と言うのはぜいたくな悩みである。自国通貨安の抑止は、自国通貨高の抑止よりもはるかに厳しい戦いになる。時には介入のための外貨準備が枯渇し、時には数十%まで引き上げざるを得なくなった短期金利が国内経済を破壊するといったことが起きてきた。通貨防衛は日銀と財務省の共同作業になるが、日本がそうした戦いに手を染めざるを得なくなるような環境が永遠に訪れないことを祈りたい。

※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