

2023. 9. 13



金融政策の早期正常化を示唆した植田総裁

～遅くても 2024 年中に正常化へ～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 日銀の植田和男総裁が、9月9日付けの読売新聞のインタビュー記事のなかで、物価と賃金の好循環が確認できる時期について「年末までに十分な情報やデータが揃う可能性はゼロではない」と述べた
- 金融政策の早期正常化に向け、一步踏み込んだ発言と受け止めることができ、早ければ年明けにも、イールドカーブ・コントロール（YCC）やマイナス金利の解除が議論の俎上に載る可能性が高まった
- 現状では、2024年の前半にマイナス金利の解除まで実施できる可能性は5割程度とみる。ただ、植田総裁は現行の枠組みの問題を認識しており、十分な条件が整わない場合でも、多角的レビューの結果なども踏まえることで、2024年後半以降、金融政策の枠組み修正を進める可能性が高い

1. 年内に物価目標達成の条件が揃う可能性を示す

日銀の植田和男総裁が、9月9日付けの読売新聞のインタビュー記事のなかで、物価と賃金の好循環が確認できる時期について「年末までに十分な情報やデータが揃う可能性はゼロではない」と述べた。

日銀総裁としては重い発言である。円安をけん制するため、意図的に強めの表現を用いた可能性はあるものの、先行きの金融政策の方向性に対する新たな情報発信なのは明らかである。その後の政策は、「いろいろなオプションがある」とし、マイナス金利の解除も選択肢の一つであることを認めている。金融政策の早期正常化に向け、一步踏み込んだ発言と受け止めることができ、早ければ年明けにも、イールドカーブ・コントロール（YCC）やマイナス金利の解除が議論の俎上に載る可能性が高まった。

総裁就任当初の植田氏の発言や行動が、予想以上にハト派的との印象を抱いていた市場関係者は少なくなかったと思われる。物価目標達成を確実なものとするため、インフレがオーバーシュートするリスクをとったうえで、辛抱強く金融緩和を続ける方針という評価が一般的だったように思われるが、今回のインタビューでは、「ビハインド・ザ・カーブは、積極的に許容するというわけではない」と述べ、そうした評価に対する軌道修正を図っている。「インフレ率の上昇をやや過小評価していた」と、むしろ行き過ぎに警戒感を示すような発言もあった。

2. タカ派に転じた背景には岸田政権の容認姿勢か

やや唐突だった7月の金融政策決定会合における修正から、ここまでの一連の動きは整合性がとれている。7月の決定の背景には、円安対策として政府から水面下で要請があった可能性が取り沙汰されている。今回の発言の背景にも、岸田政権の金融政策に対するスタンスが垣間見える。

引き締め方向への動きは、事前に政府の了承を取り付けておく必要があるというのが慣例で、歴代の総裁にとっても高いハードルだった。日本だけではなく、政府は基本的に金融緩和を好み、引き締めを嫌う。黒田前総裁が緩和手段を出し尽くしたこともあり、安倍政権の後半から、日銀への追加緩和圧力は弱まっていたが、アベノミクスと距離を置く岸田政権になってからは、そうした傾向がますます顕著になっている。政府にとってはいまや、超金融緩和策の持続よりも、円安対策の方が優先度が高い。巨額の政府債務を考えればどんどん利上げされるのは困るが、少なくとも「棒を飲んだような」金融政策に固執する必要はないとのスタンスに一段と傾いているものと考えられる。

マイナス金利とYCCの解除までなら、日銀はすでに政府からお墨付きを得ているとしても不思議ではない。足元で、日銀の自由度は増している。中身はともかく、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コア CPI）はすでに11ヵ月連続で3%を超えている。あとは日銀の見通しだが、たとえばこれまでは物価上昇の持続性に100%の自信がなければ正常化には動けないと考えていたとしても、今後は90%の自信でもできるといった形で、内々に持っていたハードルが下がっている可能性は低くない。

3. 遅くとも2024年中には正常化へ

年明けに金融政策の枠組み修正に踏み切るためには、ざっくりとさえも、年末まで物価の高止まりが続くこと、来年の春闘でも高い賃上げ率が展望できること、米国景気の失速がないこと等が条件になるだろう。ただ、情勢は確実ではない。7月のコア CPI は前年比+3.1%の上昇だったが、品目別の内訳を見ると、寄与率で実に70%が食品である。この部分は基本的に一次産品価格の上昇に伴う上昇で、賃金との好循環に関係しているとは言えない。食品価格がピークアウトに向かえば再び2%を割り込む可能性も十分ある。生産性の安定的な改善が確認できないなか、実質賃金の上昇トレンドが続くかどうかとも疑問符が付く。また、米国景気の急減速が明らかになり、早期に利下げに転じるとなれば、日銀が逆方向に動くのは難しくなる（だからその前に動きたいと考えているのかもしれないが）。まさに植田総裁自身が述べている通り、「データディペンデントな度合いは上がった」ということにほかならず、年末までの日米の各種経済指標にはこれまで以上に注目が必要だろう。今回の植田総裁の発言は、多くの市場関係者にとって君子豹変すといったところかもしれないが、市場の反応次第で再度ブレる可能性もないとは言えず、今後も整合的な情報発信が続くかどうかにも注視が必要である。

CPIの見通しを考えた場合、現状では、2024年の前半にマイナス金利の解除まで実施できる可能性は5割程度というところではないか。帝国データバンクの調査では、食品メーカー主要195社の8月の値上げ品目数は前年同月の44%にとどまった。10月からの輸入小麦の政府売り渡し価格は3年ぶりに引き下げられるなど、食品価格の前年比の上昇幅は今後明確な縮小傾向をたどる可能性が高まっている。一方で、サービス価格の上昇幅は拡大傾向が続くなど、賃金上昇が物価に反映される兆しも見えるが、半年以内に「十分なデータや材料」が揃うかどうかには疑問符が付く。

ただ、植田総裁が、現行の政策の枠組みが問題を抱えていることを認識しているのは明らかで、条件が十分に整わない場合でも、現在行なっている多角的レビューの結果も材料に、2024年後半以降、金融政策の枠組み修正を進める可能性が高い。どのみち、0%近辺まで低下していると考えられる潜在成長率や、限界的な上昇にとどまる中長期の期待インフレ率を考えれば、マイナス金利をゼロに戻すのが精いっぱいだろう。上げてても0.25%までで、日銀が今回の景気拡張局面でそれ以上の利上げを実施できる姿は想像しにくい。

※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