2023.1.19

【日銀金融政策決定会合（23年1月）】

現状維持もなお波乱含み

～市場との攻防の帰結は不透明～

フェロー チーフエコノミスト　小玉　祐一

1．3月も政策変更なしか

1月17、18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。景気の現状判断は「持ち直している」で維持（図表 1）、個別項目ごとの判断もすべて横ばいだった（図表 2）。事前の市場では、先月に続き、なんらかの追加修正を見込む声が多かったことから、発表直後の為替相場では大きく円安ドル高が進み、長期金利は急低下した。

12月の政策修正の理由は、イールドカーブの歪みと債券市場の機能低下が、企業金融等にマイナスの影響を与える恐れがあるというものだった。しかし、12月の会合後、こうした状況は改善するどころか、逆に拍車がかかる形となっていた。したがって、さらなる修正があってもおかしくはなかった。

（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
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	→	
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	→	

（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	12 月決定会合	1 月決定会合	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	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	→
鉱工業生産	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している	→
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	全体として緩やかに改善している	→
個人消費	感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している	感染症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	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	上昇している	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

ただ、一部大手紙で観測報道があった、「点検」の実施について、結局会合直前まで日銀から何も発表がなかったことから、YCC（イールドカーブ・コントロール）の枠組み自体に大きな修正が施される可能性は下がっていた。10 年国債利回りの変動許容幅を、先月拡大した±0.5%程度から±0.75%程度に拡大するといった程度では、国債売りを誘発するだけで逆効果になりかねない。かといって、1%以上への拡大や、YCC 自体の撤廃は、説明責任の維持が難しくなる。現状では日銀と政府の政策協定（アコード）も、できるだけ早期に達成としている 2%の物価目標も有効であり、物価目標が未達という前提に立つ限り、「金融政策は修正したが利上げではない」という説明がつかなければならない。

また、2 ヵ月連続で修正に追い込まれれば、12 月の政策は失敗だったとの批判を浴びる可能性が高い。日銀が市場との戦いに敗北したとの印象も拭い難いものとなる。黒田総裁としては、自身の任期中の追加的な政策修正は極力回避し、債券市場の不安定化には、オペ上の対応でしのぎ切る方針を固めたとみられる。よほどのことがない限り、次回 3 月もすえ置きということになるのではないか。

２．共担オペの拡充を実施

今回は、オペ上の対応として以下の 3 点が発表された。

①「貸出増加を支援するための資金供給」の貸付実行期限を 1 年間延長
②「気候変動対応オペ」の対象先を拡大し、新たに、系統会員金融機関を含める
③「共通担保資金供給オペ」を拡充

このうち、日々の金融調節に直接関係してくるのは③の共通担保オペの拡充である。具体的には、オペの期間について、従来、金利入札方式は 1 年以内、固定金利方式は 10 年以内としていたのを、方式を問わず 10 年以内

とした。金利については、固定金利についてはこれまでの 0%から、年限ごとの国債の市場実勢相場を踏まえた金利へと、貸付のつど決定する方式とする。具体的な金利の水準感はこれから明らかになるだろうが、国債金利よりかなり低い水準で、10 年までの長期の資金を提供することで、金融機関に国債購入を促す意図があるとのことである。黒田総裁は会合後の定例会見で、「(金融機関が) ***さまざまな裁定行動を行なうことを通じて、現物市場以外の市場も含めてこういった働き掛けが期待できますので、これによって現物国債の需給に直接的な影響を与えることなく、長めの金利の低下を促すことができる***」と説明している。記者からは、マイナス金利の貸し付けもありうるのかとの質問も出た。これについては「***もちろんマイナス金利は排除されておりませんが、いずれにせよ、この拡充された範囲内で適宜、機動的にやっていきたい***」と述べるにとどめたが、こうみるとプチ金融緩和とも言える措置である。ただでさえ複雑化の一途をたどってきた日銀の金融政策が、さらに複雑度を増した印象は否めない。担保が必要とはいえ、最長 10 年もの長期の資金が超低金利で得られるのは金融機関にとって魅力であり、ある程度の国債買いを誘発する可能性はあるだろう。ただ、国債市場の流動性枯渇といった根本的な問題の解決につながるものではなく、これについては別途手当てが必要になる可能性はある。

３．大規模な国債買い入れ継続を強調

YCC の運用については、12 月の公表文では、「10 年物国債金利について 0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する」とされていた。今回は、「10 年物国債金利について 0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する（下線部筆者）」へと、大規模な買い入れを続ける方針を強調する一節が追加された。

国債買い入れは限界とみる市場をけん制した形だが、現状では、日銀の大規模な国債の買い入れ自体が、流動性の低下を通じ債券市場を機能不全に追い込む悪循環になっており、買い入れの持続可能性についての疑問は容易に払しょくされないだろう。日銀の買い入れ額は年明けの 9 営業日だけで 17 兆円を超え、1 ヵ月あたりの過去最大額を更新した。10 年国債の流通量は銘柄によってはほぼ枯渇し、国債補完供給制度を利用した日銀からの借り入れでなんとか売買が成立する状況となっている。個人的には、「日銀は国債をいくらでも買い入れることができる」と主張する人々に、実際には何が起きるかもう少し見届けてほしい気がするが、そうも言っていられない。日銀は 6 月に、国債補完供給オペの連続利用日数の上限引き上げ等を実施しているが、さらなる要件緩和などの措置が必要になる可能性もあろう。

４．物価見通しの大幅上方修正はなし

展望レポートでは、2022 年度のコア CPI の見通しが、10 月の前年比＋2.9%から同＋3.0%へと上方修正されたが、これは実勢に合わせて平行移動しただけである。一方、2023 年度が同＋1.6%ですえ置かれたのは、2%近くまで上方修正されるのではないかとの観測報道があっただけにやや意外だった（図表 3）。全体的に当研究所の予想よりかなり控えめな数字となっている。物価目

(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(%)	22年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	22年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	22年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	23年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	23年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2022年度	実質GDP	2.9	2.4	2.0	1.9	2.0
	コアCPI	1.9	2.3	2.9	3.0	3.0
2023年度	実質GDP	1.9	2.0	1.9	1.7	2.0
	コアCPI	1.1	1.4	1.6	1.6	1.8
2024年度	実質GDP	1.1	1.3	1.5	1.1	1.6
	コアCPI	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

標の達成にはまだ距離があるとの見通しを示すことで、金融緩和の継続に改めてコミットした形である。

今回、ここで高めの見通しが示されることになれば、近い将来、多少強引でも物価目標の達成を宣言できる素地が整う可能性があると考えていたが、黒田総裁にそうした考えがないことははっきりした。定例会見でも、物価目標の持続的、安定的達成が見通せる状況ではないことを再三強調している。なお、2024 年度の見通しを同＋1.6%から同＋1.8%に上方修正したのは、ガソリンや電気代の補助が終了した後の反動増を見込んだ形とのことである。展望レポートでは、「政府によるガソリン・電気・都市ガス代の負担緩和策は、2023 年度の前半を中心に、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し下げる方向に作用する一方、2024 年度については、その反動から、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる」と説明されている。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けないコアコア CPI（除く生鮮食品・エネルギー）に関しては、2023 年度が同＋1.8%、2024 年度が同＋1.6%で、持続的に伸びが高まっていく見通しにはなっていない。

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、前回 10 月の展望レポートで、「内外における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」を 1 番目から、3 番目に格下げ、代わりに、3 番目だった「海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向」を 1 番目に格上げしたが、今回は同様の順位がすえ置かれた（図表 4）。

（図表 4）展望レポートにおける経済・物価のリスク要因

＜経済のリスク要因＞

	2022 年 7 月	2022 年 10 月	2023 年 1 月
第 1	内外における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	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向
第 2	ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向	ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向	ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向
第 3	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	内外における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	内外における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 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＞

	2022 年 7 月	2022 年 10 月	2023 年 1 月
第 1	企業の価格・賃金設定行動	企業の価格・賃金設定行動	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

５．次の一手は何か

新たな政策変更は、4 月に就任が予想される新総裁が、アコードの書き換えとともに進めることになる可能性が高いとみる。多少強引でも、物価目標の達成を宣言できれば書き換えは不要だが、今回の物価見通しでその可能性は低下した。物価目標未達下でさらなる修正を加えるためには、2%の物価目標の早期達成を日銀に義務付けたアコードの存在が大きな制約要因となる。岸田首相はおそらくアコードの書き換えに前向きである。昨年後

半以降、岸田首相はアベノミクスと距離を置く姿勢をさらに明確にしてきている。昨年の前半くらいまでは、「(アコードの書き換えを) 現時点では考えていない」と述べるケースが多かったが、最近では「新しい日銀総裁とどういった約束で政策を進めていくのか、連携のあり方を確認する」といった、明確に否定しない言い回しに変えてきている。

政策変更の時期と方法は、後任総裁の人選もさることながら、外部環境にも大きく左右される。特に 2023 年度前半は、欧米景気が一段と悪化する可能性が高いことがネックとなる。米欧が早期に金融緩和に転じるのであれば、日銀が逆方向に動くのはかなり難しくなる。ただ、金融政策の正常化＝引き締めとは限らない。むしろ、景気減速局面の方がやりやすい面もある。正常化とは、金利が市場の力でより柔軟に動くようにしていくという意味だが、同じ柔軟化でも、長期金利が低下に向かえば、「金融緩和」との主張が可能になるためである。類似の手法は過去にも実施している。コロナ禍に見舞われた 2020 年 4 月の金融政策決定会合では、追加金融緩和措置の一環として、それまで「80 兆円を目途」としていた年間の長期国債の積み増し額を、「無制限」に変更した。しかし、後から振り返ってみれば、これは買い入れ額を無制限に縮小するための措置に他ならなかった。すでにコロナ前から、80 兆円という数字が日銀の重荷になっていたのは明らかだった。

景気後退局面であれば、10 年国債利回りの変動許容幅の拡大も、債券売り攻撃を恐れることなくできる。この場合、のちのちの金融政策の自由度を確保するため、0%という目標水準は撤廃し、レンジのみ拡大する方法が考えられる。目標水準がなければ、上下非対称なレンジ操作も可能である。現状では、下限の▲0.5%が意味のない数字に見える。操作目標となる年限の 10 年から 5 年への変更等も違和感なくできるだろう。2016 年の総括検証で、より短いゾーンの金利低下の方が緩和効果が大きいといった分析を実施済みなので、金融緩和であるとの説明はつけやすい。残存期間 5 年前後でイールドカーブがいびつになっては同じことの繰り返しなので、変動許容幅は広めにとることになるだろう。すべては、YCC の枠組み撤廃に向けたステップであり、当然ながらいきなり枠組みを撤廃する選択肢も残される。

当研究所では、米国景気のソフトランディングは難しいと予想しており、2023 年前半には景気後退入りするとみている。次なる正常化に向けた一手が、追加金融緩和含みのスキームとなる可能性もあるだろう。

※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