

## 【日銀金融政策決定会合（23年4月）】

## 植田総裁は長期計画で正常化を目指す

## ～YCC 微修正については常に警戒が必要～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

## 1. フォワードガイダンスが変更される

植田総裁初となる4月27、28日の日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。「バズーカ」で始まった黒田体制の発足時に比べれば静かなスタートとなったが、フォワードガイダンスについてはやや大きめの修正が施されたほか、会見では「多角的なレビュー」の方向性が示されるなど、植田総裁の今後の金融政策運営についてそれなりの示唆が得られた会合であった。

会合後に公表された「金融市場調節方針に関する公表文」における、今後の金融政策の方針を示すパラグラフは、下記のとおり変更された。（下線部は追加された部分）

「日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。」

ちなみに、前回3月の公表文は以下の通りだった。（下線部は削除された部分、主要部分のみ）

「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。」

新型コロナウイルス感染症の2類から5類への区分変更が5月8日に控えていることもあって、新型コロナウイルスに紐付けたフォワードガイダンスについては、タイミング的に今回の会合で変更が予想されていた。市場が織り込む時間軸が短期化しないような工夫がなされることは織り込まれていたが、そうしたなかでも、今後の金融政策運営を行なうにあたっての自由度はわずかながら広がった印象がある。

まず、「当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し」で始まる該当する文章については、最初の部分が削除されただけで、後半の「躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」の一節は残るなど、必要最低限の修正にとどまった。一方、直後に続く「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」という文は丸ごと削除された。これで、今後の政策金利水準について直接的に言及した文はなくなった。

この文が市場の実態にそぐわなくなっていたのは確かである。長短金利が安定的に推移している局面であれば、緩和バイアスとして意味を持つが、10年国債利回りの変動許容幅を段階的に広げ、長期金利の上昇余地が拡大するなかでは、容認される金利水準も並行的に上昇していくので、現行の水準を多少下回る程度では緩和バイアスとは言えなくなっていた。植田総裁は会合後の定例会見で、「**新たに一番最初のところに、これまでのような金融緩和を粘り強く続けるという文言を入れまして、その中で読み込むというように整理させていただいた**」と述べている。ただ、冒頭の文で政策金利についての具体的な水準についての言及はない。「機動的に対応しつつ」との一節が入り、政策の微修正に含みを持たせた形となっていることもあって、修正前との比較では、より柔軟な金融政策を可能にしたように見える。

「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する」という文は残った。追加した文との重複感は否めないが、物価目標の達成が見えない限り YCC（イールドカーブ・コントロール）の撤廃はないという方針を改めて明らかにした形である。もし、物価目標未達で YCC を撤廃する場合はこの文章の修正が必要で、そのためには新たな根拠が必要になる。おそらくその役割を果たすのが「多角的なレビュー」ということになるのだろうが、作業に1年～1年半かけるとのことなので、この間は YCC の枠組みが残る可能性が高まった。この間、YCC に指一本触れないというわけではもちろんなく、10年国債利回りの変動許容幅の拡大等の微修正であれば、サプライズ的に実施される可能性は常にある点に警戒が必要である。

なお、物価目標について「賃金の上昇を伴う形で」という一節が追加されたのは、新たな意味を持たせたわけではないだろう。最近では日銀に引き締めを要求する声もちらほら出ていることから、コストプッシュ的な物価上昇は目標到達の範疇に入らないという意味で、改めて物価目標の定義を明らかにしたということと考えられる。

## 2. レビューの目的は長い目で見た政策変更

レビューの対象期間は、ゼロ金利に到達した1998年以降の約25年間となる。植田総裁は会見のなかで、これが近い将来の政策変更を目的としたものではないことを再三強調している。期間を1年～1年半と長めに設定したのも、市場が早期に金融政策の正常化を織り込む展開を防ぐ目的があると考えられる。ただ、やや長い目で見た場合の政策変更の根拠になりうる点については植田総裁自身が認めている。

会見では、まず、レビューの意義について、「**絶対必要というわけでは必ずしもない**」と述べる一方、「**非伝統的政策という意味では25年間になってきている**」と、異例の金融政策が予想外の長期にわたっていることへの問題意識を示した。そのうえで、将来的に「(金融政策が) **うまくいったとき、うまくいかなかったとき、少しロングレンジの話になりますが、そういうところを睨んで用意するタイミング**」と述べている。「うまくいったとき」とは物価目標が達成できた時なので、金融政策の変更にはレビューは不要である。レビューが必要になるのは、「うまくいかなかったとき」、すなわち物価目標未達にもかかわらず、金融政策の枠組みを修正する必要性が出て来た時であろう。

実際、会見では、「**正常化を始めるプロセスがどんどん後ろずれしていく可能性もゼロではないわけで、それが2年後、3年後、4年後となってしまう可能性も残念ですがありうる。そうするとそういうところで、出口の始め方なのか、あるいは、微妙な言い方になりますが長引く可能性が出てくる現在の金融緩和政策を、副作用を**

減じつつどういう風に継続していくのかという点は、当然考慮しなくてはならない点になりますし、このレビューでもそういう場合はできれば取り上げていきたい」と、かなり慎重に言葉を選びながら、レビューがやや長い目を見た金融政策の変更にリンクする可能性があることを認めている。

レビューの期間が1年から1年半になっている点については、「**私や新副総裁の任期が5年でございますので、その任期中にある程度のレビューの結果を出して、それを残りの任期である程度役に立てたいという問題意識がお答え**」と述べている。場合によっては任期をフルに使った5年の長期計画で、金融政策正常化への道筋を探る方針と考えられる。もっとも、レビューの期限が近づくにつれ、市場の政策変更期待は高まると考えられ、これをどうコントロールするかは、来年にかけて植田総裁の手腕が試される点になる。

### 3. レビューの進め方も問題に

レビューの対象が黒田体制下の過去10年ではなく、過去25年とした点は理解できる。非伝統的政策は黒田前総裁が初めて手掛けたわけではない。ゼロ金利に到達した25年前から延々と続いてきたものである。黒田緩和がとりわけエキセントリックだったのは確かだが、現役の総裁の立場で前任総裁を論評するわけにはいかないし、場合によってはアベノミクス否定とも受け取られかねず、政治的に結論が制約されてしまうリスクもある。

問題は客観性をどう担保するかという点だが、植田総裁は、決定会合の議論で「**自画自賛にならないように**」と、「**あまり自虐的になってもいけない**」という正反対の意見が出たとした。そこで、なるべく客観性を維持する目的もあって、日銀内部のみの研究とはせず、「**外部の有識者を招いた小さな研究会とか、あるいは外部の学者への個別ヒアリング、さらにはもっと幅広い層の方々の意見をうかがうということ**で金融経済懇談会の場を利用したり、**事務所のネットワークを利用して幅広く意見をうかがう**」と述べている。

もっとも、学者にしても有識者にしても、誰に聞くのか、選んだ時点であらかじめ意見がわかっている場合も多い。なるべく公平な人選を心掛けようとするだろうが、金融政策を巡るラジカルな意見対立が依然として続いている現状を考えると、いたずらに議論の発散を助長するだけに終わる可能性もある。日銀内部の研究にしても、日銀プロパーで異次元緩和を支持する向きはおそらく少数派であることを考えれば、客観性が保証されるわけではない。結局のところ、結論の方向性は、植田総裁のかじ取り次第ということになるだろう。

植田総裁がここまでの金融政策をどう評価しているのかが重要になるが、今回、記者の質問に対しては「**それぞれの政策や時期で濃淡はありつつも、効果はあったと思っています。ただし、現時点での判断基準、たとえば2%のインフレ目標を達成するというところまでインフレ率を持ち上げるという意味ではなかなか十分な成功を納めてこなかった**」と述べている。そのうえで、現行の金融緩和を続けるのが基本だとしつつも、「**副作用がところどころに出ていることも認めざるを得ませんので、これに関しては注意深く分析を続けつつ、現在何かを考えているというわけではございませんが、政策の効果と副作用のバランスは間違えないように常に注意深く、分析しできる限り情報発信していきたい**」と、効果と副作用のバランスを注視していく姿勢を示している。レビュー後の金融政策の枠組みが変わるとしたら、副作用と効果のバランスが崩れた局面では、物価目標の達成如何にかかわらず、より柔軟に政策変更できる建付けになっていくだろう。

### 4. コミュニケーションの改善も課題

日銀の植田新総裁の課題のひとつは、市場とのコミュニケーションの改善である。黒田前総裁は就任当初、しばしばサプライズで追加緩和策を打ち出したが、これはそもそも市場とのコミュニケーションを犠牲にする手法であった。ほどなくサプライズ探しは限界に突き当たったが、以降は、路線変更や延命策をそうではないと説明する必要上、本音と建前がどんどん乖離せざるを得なくなった。これが市場との円滑なコミュニケーションをいっそう難しくした。記者会見でも記者の鋭い質問に対し正面から答えないケースが増え、結果としてやりとりは

噛み合わず、記者会見自体がどんどん形骸化していった。

また、黒田前総裁は、アカウントビリティの確保に難渋するようになった2016年頃から、自身で記者を指名する方式に変え、厳しい質問をする記者を意図的に避けるようになった。たまにガス抜きのように当てることはあっても、正面から質問に答えることはなかった。今回、植田総裁は司会が当てる形に戻している。関連する質問に対しては、「特定のメディアの方あるいは個人を排除してということは全く考えてございません」と述べており、こうした姿勢は基本的には歓迎できる。

もっとも、今回の定例会見の一部のやりとりを聞く限り、質問者や質問の内容について、事前になんらかの交通整理の必要性を感じなくもなかった。1時間という限られた時間で、中身のある会見にするためには、いろいろな意味で無駄を省く必要がある。また、植田総裁が会見で不誠実な態度を取る姿は想像できないが、質問と回答のすれ違いを避けるため、これまでは原則禁じられていた「更問」についても、最低1回は許可するなどの緩和措置が必要なようにも感じた。

## 5. 物価見通しに不自然な修正

景気の現状判断は、昨年7月以来、7会合連続で「持ち直している」となった。「持ち直し」という言葉が入っているという意味では、2020年9月以来、すでに2年半にわたっている（図表1）。海外景気のパフォーマンスが失われつつあることもあり、今後は上方修正よりも下方修正の可能性の方が高いのではないかと。前回の会合から1ヵ月半程度しか経っていないこともあり、個別項目ごとの判断も、予想物価上昇率が下方修正された以外は、前回から横ばいだった（図表2）。金融市場も引き続き緩和的で、米国の金融不安は今のところ日本経済に大きな影響を及ぼしていない様子が示された。

（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	→	
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	→	

（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3月	2023年4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	全体として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、感染症の影響が和らぐもとの、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	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

(図表 3) 展望レポートにおける経済・物価のリスク要因

## &lt;経済のリスク要因&gt;

	2022年10月	2023年1月	2023年4月
第1	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	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の資源・穀物価格の動向
第3	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	企業や家計の中長期的な成長期待
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	—

## &lt;物価のリスク要因&gt;

	2022年10月	2023年1月	2023年4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

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）では、前回まで3番目に挙げられていた、「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」が削除され、4番目の「企業や家計の中長期的な成長期待」が3番目に繰り上がった（図表3）。ここだけではなく、前回まで展望レポートの随所にあった新型コロナウイルスに関わる記述が、今回は一掃されている。

物価見通しについては、新たに示された2025年度のコアCPI（除く生鮮食品）の見通しが前年比+1.6%と、物価見通しの達成にはまだ距離があるとの認識が示された（図表4）。ここが同+1.8%程度だったら、たった0.2%の違いではあっても、市場にインフレ目標の達成がかなり近付いたとの印象を与えていただろう。植田総裁も会見で、基調的なインフレが安定というには不十分と述べており、直後の市場に緩和長期化観測が広がる一因になったとみられる。

2023年度は同+1.8%だが、政府の物価高対策で伸び幅が縮小したとはいえ、3月のコアCPIが同+3.1%と3%を上回っており、食品価格の上昇も続いている現状を考えると、年度後半にかなり急速な低下がなければこの水準での着地は難しい。年度後半に向かうにつれ、比較対象となる前年同月の数字も高くなっていくため不可能ではないが、ここが2%を上回っていたら、2024年度まで2年連続で2%を上回っていた可能性もあり、やはり市場にインフレ目標の達成が近付いたとの印象を与えていただろう。この点、なんらかの調整意図が働いているように見えなくもない。

また、2023年度のコアCPIは1月の同+1.6%から同+1.8%まで+0.2%ポイントの上方修正だったのに対し、コアコアCPI（除く生鮮食品・エネルギー）は同+1.8%から同+2.5%へと、+0.7%ポイントも大きく上方修正された。両者の違いはエネルギーの有無なので、2023年度はエネルギー価格の大幅低下を見込んでいることになる。それがなければコアCPIの見通しも2%を大きく超えていただろう。政府の物価高対策は1月の時点ですでに決まっており、エネルギー価格は一定の前提を置くルールになっていることを考えれば、この修正は不自然である。このあたりも、2023年度のコアCPI見通しを意図的に2%以下に抑えようとしたのではないかという疑いが生じる原因になっている。なにせよ、植田日銀がハト派的な姿勢を強調したいことはわかった。

(図表4)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7月 展望レポ-ト	22年10月 展望レポ-ト	23年1月 展望レポ-ト	23年4月 展望レポ-ト	23年4月展 望レポ-ト(当 社予想)
2022年度	実質GDP	2.4	2.0	1.9	1.2	1.2
	コアCPI	2.3	2.9	3.0	3.0	3.0
2023年度	実質GDP	2.0	1.9	1.7	1.4	1.7
	コアCPI	1.4	1.6	1.6	1.8	1.7
2024年度	実質GDP	1.3	1.5	1.1	1.2	1.1
	コアCPI	1.3	1.6	1.8	2.0	1.8
2025年度	実質GDP	-	-	-	1.0	1.2
	コアCPI	-	-	-	1.6	1.8

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

※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