

2023. 12. 20

【日銀金融政策決定会合（23年12月）】

植田総裁は早期正常化予想に冷や水 ～マイナス金利の解除は引き続き4月と予想～



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、金融政策はすえ置かれた。フォワードガイダンスの変更もなく、会合後の総裁定例会見で、マイナス金利の早期解除を示唆するような新たな情報発信もなかった
- 当研究所では、春闘序盤の結果まで見極めたうえで、4月にマイナス金利の解除に踏み切るとの予想を維持。10年国債利回りの上限の目途はなんらかの形で残すとみるが、操作目標の0%と、オーバーシュート・コミットメントも廃止するなど、様々な政策修正を一度に実施すると予想

1. 市場の期待にゼロ回答

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。フォワードガイダンスの変更もなく、会合後の会見で、マイナス金利の早期解除を示唆するような新たな発言もなかった。これはほぼ筆者の予想通りの結果である。

市場で勢いを得つつあった1月解除の可能性はこれで大きく低下したのではないかと。もし、実際に日銀が1月の線で動いているのであれば、多くの市場関係者が見ていた通り、今回何らかの布石を打つ可能性が高かった。このまま日銀サイドから新たな情報発信がないまま、だしぬけに1月にマイナス金利解除に動いたら大きなサプライズとなる。植田総裁はサプライズ的な変更について、会合後の定例会見で「**政策変更、政策修正は毎回の決定会合で議論して決まるものですので、1回の決定会合からその次の決定会合までに新しい情報がたくさん入ってくれば、それはその次の決定会合で政策変更や政策修正はあり得るということ、それは前の会合では必ずしも予想できなかったということになりがちですので、サプライズは必ずしも避けられない**」と述べ、その可能性を否定しなかった。ただ一方で、別の記者からの質問に対し、「**新しいデータはある程度入ってきますがそんなに多くない**」とも述べている。

2. 正常化は既定路線だが焦る必要はない

筆者自身、マイナス金利の解除は岸田政権の支持のもとである程度既定路線になっていると考えているが、そのためには植田総裁が条件としている賃金と物価の好循環を判断できることが条件となる。植田総裁は見極めるための材料として、「**労使交渉を含めた賃金の動向、その前提となる労働需給や企業収益などを確認していきます。賃金から物価の波及の面では、企業の価格決定スタンスやさまざまな物価指数の動向、特にサービス**

価格の動向等を見ていきたいと思えます。いずれの側面にしてもデータだけではなく、ヒアリング情報なども含め丹念に点検していく」と、総合判断であることを強調している。ハードデータだけにはこだわらない点がミソではあるものの、それを考慮してもさすがに現状では十分な材料が揃ったと説明するのは難しい。好循環確認までの距離感についての質問に対しては、「**基調的な物価上昇率が 2025 年度にかけて物価安定の目標に向けて徐々に高まっていくという見通しが実現する確度は引き続き少しずつ高まっているとは思いますが、先行き賃金と物価の好循環が強まっていくか、なお見極めていく必要があると判断しています**」と述べているが、次の会合で「見極めがついた」と言うためには、年末年始を挟んだ1ヵ月余で（説得力のある）追加的情報が揃う必要がある。しかし、1月会合の時点では春闘の賃上げ率も十分展望できる状況にはなっていないはずである。この点、3月の集中回答日まで待てない理由は乏しいと考えるのが妥当に思える。植田総裁は次回会合までに得られる情報として支店長会議も例に挙げたが、数多くの材料のうちの一つ以上のものであるとは考えにくい。

3. 米国の利下げ時期が気になるのは事実

もし日銀に急ぐ理由があるとしたら、会見でも質問が出た通り、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げに動く前に先回りする必要があると考えている可能性である。植田総裁は「（金融政策は）**各国独自の要因を見つ独立に遂行する**」、「**3ヵ月後6ヵ月後にFEDが動きそうだから、その前に焦って私共の政策を変更しておく。そのような考え方は不適切**」と建前論を述べている。しかし、金利を介した景気への波及ルートが弱るなかでこれ四半世紀の間、常々為替相場を横目で見ながらのかじ取りを余儀なくされてきた経緯を考えれば、円高リスクが気になってFRBと逆方向にはなかなか動けないというのが本音とみられる。もっとも、米国の利下げの時期についてはなお不確実性が高い。市場コンセンサス通り5~6月なら若干の猶予はある。これが3月まで早まる可能性を見込む向きが増えつつあるのは確かだが、一方でインフレ圧力の残存で後ろ倒しとなる可能性を見込む向きも残るなど、エコノミストの見方は割れている。年明けの春闘を見極める余裕すらないほど焦らなければならない状況とはいえない。

政治資金パーティ問題についてはコメントできないとしたが、現状では政治の混乱が日銀の政策変更の時期に大きな影響を与える材料になるとはみていない。アベノミクスの時代とは異なり、政治サイドでもすでに大規模金融緩和の継続にこだわる向きは大幅に減少している。岸田首相自身、もともとアベノミクスとは距離を置いているのに加え、安倍・菅政権時代には問題とならなかった円安対策が優先課題となっている。万が一首相交代となれば、後継内閣のスタンスが問題となる可能性がないわけではないが、それでも日銀がなんらかの路線転換を迫られる展開は想像しにくい。

4. 「チャレンジング」の真意

なお、市場予想がマイナス金利の早期解除に振れる原因となった「**年末から来年にかけて一段とチャレンジングになると思っている**」という12月7日の参議院財政金融委員会における発言については、「**今後の仕事の取り組み姿勢一般について問われましたので、2年目にかかるところですので、一段と気を引き締めてというつもり**」と、今後の仕事への取り組み姿勢について述べただけとしている。「**金融政策については同じ委員とのやりとりのなかで、粘り強く金融緩和を継続すると述べた**」と、金融政策に関わる発言ではなかったことを強調している。

確かに、早期正常化に向けた示唆をしたいのであれば、賃金と物価に関連した話題とするのが本筋である。この発言が金融政策の方針に絡んだ発言だったのであれば、我々が動くから市場は荒れると言っているようなもので、いかにも筋が良くないコミュニケーションだった。

5. 4月解除予想を維持

もし日銀がマイナス金利解除の時期を3月か4月で模索しているのであれば、市場はすでに十分織り込んでおり、今回の会合で追加的に何かを織り込ませる必要はなかった。それでなくとも市場は鵜の目鷹の目で日銀の次なる行動のヒントを見極めようとしている。少しでも従来から踏み込んだ発言をすれば、金融市場はすぐさま動き、次回会合で動かざるを得ない流れになる可能性が高かっただろう。

筆者としては、来年3月に、声明文から「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」の一文を削除するなどの地均しを実施、4月の会合で2025年度の物価見通しを2%超に上方修正したうえで、賃金と物価の好循環の実現を宣言（物価目標の達成）、マイナス金利を解除するという流れを引き続きメインシナリオと置く。同時に、10年国債利回りの操作目標の0%を削除する。投機的な売りをけん制する必要上、1%かどうかはともかく上限の目途はなんらか残す可能性が高いとみるが、イールドカーブ・コントロール（YCC）もこれでほぼ終了となる。オーバーシュート・コミットメントも取り下げ、正常化に向けた変更を一通り一回で実施するとみている。段階的に実施しても、市場のボラティリティが高まった状態がいたずらに長期化するだけで、必要な修正は一度で済ませた方がよい。

6. 景気判断は横ばいだが

今回の会合における景気判断は「緩やかに回復している」が維持された（図表1）。7月の会合以降、4回連続で同じ表現となっている。項目別の判断を見ると（図表2）、まず、公共投資が「緩やかに増加している」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。設備投資は「緩やかに増加している」から、「緩やかな増加傾向にある」へと小幅下方修正。個人消費は「物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している」から、「物価上昇の影響を受けつつも、緩やかな増加を続けている」へと修正された。特に個人消費については違いがわかりにくい「着実に」が取れた分、下方修正と考えられる。これは、個人消費と設備投資がいずれも2期連続でマイナスとなったGDP統計とも整合的な結果である。一方、企業収益は「全体として高水準で推移している」から「改善している」に上方修正された。まちまちな結果だが、数の上では下方修正項目が上回っている。

当研究所では、個人消費については、今後は実質賃金の改善とともに再び回復に向かうとみている。設備投資も計画が強い以上、過度な懸念は不要とみるが、気になるのは海外経済である。特に、米国や中国等、主要国の予想以上の景気減速で、日銀の正常化路線がとん挫する可能性が消えたわけではない点には注意が必要である。

（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
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	→	
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	→	

(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10月	2023年12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	改善している	↑
設備投資	緩やかに増加している	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	物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している	物価上昇の影響を受けつつも、緩やかな増加を続けている	↘
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	緩やかに増加している	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

※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