

2024. 5. 9



植田総裁は発言を軌道修正

～国債買い入れ減額は6月、追加利上げは7月か～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 日銀が円安対策に消極的とみなされたことが、4月末以降の円売りに拍車をかけた。しかし、ここへきて植田総裁は発言の軌道修正を図っている。日銀の次なる行動が近づいた印象
- どのタイミングで、円安が「基調的な物価上昇」、すなわち景気の好循環を前提とした物価上昇に寄与しているとの理屈付けが可能な情報が揃うかがポイントとなる
- 「主な意見」では、国債買い入れ減額に前向きな意見が目立った。夏の賞与の回復を新たな情報と位置づけ、6月に国債買い入れ減額、7月に追加利上げがメインシナリオ

1. 介入で為替相場は乱高下

まだ終わったわけではないだろうが、4月下旬以降の円/ドル相場の乱高下はすさまじかった。

4月17日に開催された「日米韓3カ国の財務相会合」を機に、いったん落ち着いたように見えた円/ドル相場だったが、効果は一週間しかもたず、4月25、26日の日銀金融政策決定会合（以下、会合）は、円安圧力が再燃するなかでの開催となった。ここで日銀が円安対策に消極的とみなされたため円売りに拍車がかかり、昭和の日の4月29日には、いったん160.17円/ドルまで円安が進んだ。しかし、同日午後、一気に5円程度円高が進んだことで、財務省が円買い介入に入ったとの観測が市場を駆け巡った。財務省が幸運だったのは、その後3日発表の米4月雇用統計が市場予想を下回ったことで、一気に151.86円/ドルまで円高ドル安が進む場面があった。

結果としては絶妙のタイミングで介入した形になったが、30日から5月1日にかけては再びドルを買い戻す動きが優勢となり、157円台後半/ドルまで円安ドル高が進んだ。しかし、2日未明、米連邦公開市場委員会（FOMC）が量的引き締めペースを6月から緩めることを決定し、さらにパウエル議長が追加利上げに否定的な見解を示したと伝わったことでドル売りが優勢となった直後、一気に4.5円程度円高ドル安が進んだ。財務省が流れに掉さず形で2度目の円買い介入に入ったのは明白であった。日銀当座預金予想（財政等要因）の、短資会社の予想とのずれから、1回目が約5兆円、2回目が約3兆円で、合計約8兆円の介入があった可能性が高い。

その後、為替市場では再びじりじりと円売りが進み、9日午前の時点では155円/ドル台半ばでの推移となっている。財務省は当面、160円/ドル超えは許さないとのスタンスで臨むとみられるが、6月の決定会合まで市場とのせめぎあいが続くようであれば、いよいよ日銀の出番となるだろう。

2. 揚げ足取りにひっかかった植田総裁

4 月末以降の円売り圧力に関しては、植田総裁の会合における答弁が火に油を注いでしまった形であった。植田総裁は、4 月 26 日の会合後の定例会見で、円安が利上げにつながる条件について、「基調的な物価上昇率に無視できない影響を与えるかどうか」との従来のスタンスを繰り返したが、現状では無視できるとの考えかとの、ひっかけ気味の更問に思わずうなずいてしまった。タイミング的に次の質問に移る直前で、イエスノーで答えざるをえない雰囲気があり、かつ「はい」との声も聞き取れないほどだったが、メディアがこの部分をこぞって切り取ったこともあり、市場の波紋は広がった。植田総裁にとっては不運な面もあったが、為替相場が大きく動いてしまった以上、コミュニケーションの失敗との誹りは免れない。

植田総裁は 7 日、岸田首相と面会した。3 月 19 日の前回の会談から 2 ヶ月も経っていないという間隔の短さで、テーマもだいたい予想がついた。はたして植田総裁は会談後、「経済・物価に潜在的に大きな影響を与えられるものなので、最近の円安については日銀の政策運営上、十分注視をしていくということを確認した」と述べた。「今後、基調的な物価上昇率にどのような影響が出てくるかについて注意深くみていく姿勢」とも述べており、発言の軌道修正は明らかである。最初からこう答えておけば良かったのにというところだが、定例会見については、想定 QA の当該部分に相場への配慮という点で甘さがあった可能性も高く、事務方も責任を感じているのではないかと推測される。植田総裁は 8 日の講演後の記者会見でも、「過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面があることは、意識しておく必要がある」と、けん制のトーンを強めている。口先だけで済めばいいが、早晚、実際の行動で示す必要に迫られる可能性は低くない。

3. 追加利上げは 7 月がメインだが 6 月もありうる

日銀に罪滅ぼしが求められるというわけではないにしろ、政府サイドからなんらかの要請があった場合、断りにくくなった面があるのは確かだろう。4 月会合はゼロ回答だったとはいえ、元々日銀が頑なに円安対応を拒んでいるわけではないとみる。さすがに 3 月に動いたばかりの 4 月では、大義名分が立たないだけだった可能性も高い。日銀自身が展望レポートで示唆している通り、利上げと緩和的な金融環境の維持が両立できないわけではない。政治や世論の抵抗なしに利上げができる局面は、日銀にとって得難いチャンスでもある。

次回会合からは再びいつ政策変更があってもおかしくない「ライブ」の会合となる。どのみち金融政策が為替相場を直接のターゲットにできない点は変わらないし、円安由来のインフレでも、それがコストプッシュ型である限り利上げの理由にはできない。物価を取るか、景気を取るかという究極の選択を迫られるような状況なら別だが、現状はそこまでには至らない。したがって、どのタイミングで、円安が「基調的な物価上昇」、すなわち景気的好循環を前提とした物価上昇に影響を与えているとの理屈付けが可能な情報が揃うかがポイントとなる。

次回 6 月会合時点では、主要統計が 4 月までの結果しか確認できないことから難しく、7 月の可能性の方が高いとはみるが、あくまで為替相場の動向次第である。6 月には夏のボーナスの動向も明らかになっている。高い伸びが確実視されることを考えれば、好循環の兆しが見えたとして、利上げに踏み切ることも不可能ではない。また、国債買い入れの減額であれば、本日 5 月 9 日に発表された「金融政策決定会合における主な意見（2024 年 4 月 25、26 日開催分）、以下、主な意見」の内容から見て、6 月にも実施される可能性が高まったように思える。

4. 追加引締めに前向きだった「主な意見」

主な意見は、追加的な引き締め政策を巡り活発な意見交換がなされたことがうかがえる内容となっている。「(展望レポートの見通しが実現するのであれば) 金利のパスは、市場で織り込まれているよりも高いものにな

る可能性がある」、「(目標達成時の急激な政策変更によるショックを抑えるために) 緩やかな利上げを行なうことで金融緩和度合いを調整することも選択肢として考えられる」、「見通しの確度の高まりに合わせて、適時適切に、政策金利を引き上げていくことが必要である」という具合で、総じて追加利上げに前向きとみられる意見が目立った。展望レポートで示されている「当面は緩和的な金融環境を維持」との方針と、段階的な利上げが矛盾しないことがあらためて会合の議論で確認されたといえる。実際、実質中立金利やインフレ期待の水準を市場予想の下限に近いところにおいても、0.5%までの利上げだったら「緩和的な水準」と矛盾しない可能性が高い。

追加利上げの条件については、「夏場にかけて、前向きな企業行動の確認、具体的には堅調な設備投資の継続や賃上げを契機とする年後半に向けた個人消費の改善傾向、がポイントである」との意見があった。4月以降、春闘の結果が順次個別企業の給与に反映される。賞与も高い伸びになるのが確実であることを考えれば、夏場以降の消費マインドは上向き可能性が高い。

5. 6月にも国債買い入れ減額か

長期国債の買い入れの減額方針についても、前向きな意見が多かった。「市場の状況を見ているところであるが、どこかで削減の方向性を示すのが良い」、「国債買い入れの減額も、市場動向や国債需給をみながら、機を捉えて進めていくことが大切である」、「現状6兆円程度の毎月の長期国債買い入れを減額することは選択肢である。市場の予見可能性を高める観点で、減額の方向性を示していくことも重要である」と、少なくとも3人の委員が言及したようだ。植田総裁も8日の講演後の質疑応答で、「現在は3月に見直した国債買い入れの枠組みの下での金融市場の状況を確認しているところだが、今後、大規模な金融緩和からの出口を進めていくなかで国債の買い入れ額を減額していくことが適当」と述べている。こちらについては国債市場の落ち着きが前提になるが、国債市場はマイナス金利の解除を含むこれまでの政策変更も比較的冷静に受け止めてきた。日銀の政策変更で大荒れとなるリスクは以前よりも下がっているように見える。また、国債市場の過度な変動を防ぐ手段は他にもある。一方、日銀としては、6月会合もゼロ回答とすることで、再び円売り圧力が増すリスクを警戒せざるをえない。その場合、政府や世論の非難の矛先が日銀に向かう可能性も考えられる。6月にたとえ利上げを見送ったとしても、国債の買い入れ減額だけは実施する可能性が高まってきたように感じる。

減額するにあたり、これを5兆円、4兆円と段階的に減らしていくのでは、この部分にいつまでも市場の注目が集まり続けることになる。植田総裁が26日の定例会見で、「金融政策の能動的な手段としては使いたくない」と述べている通りで、日銀としては過度な注目が集まってほしくないところである。そもそもすでに金融政策の調節手段を政策金利に統一している以上、公表文で示す必要がない部分でもある。国債市場の動向次第だが、最初はレンジで示す等の形で柔軟化し、2回目はもうレンジを広げるのではなく、「国債市場の過度な振れには機動的に対応」といった文言だけは残す形で、2回前後で事実上完全な柔軟化を図る可能性が高いとみている。

※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