【日銀金融政策決定会合（22年6月）】

政策修正圧力で日銀は正念場に

～YCCの早期枠組み修正は予想せず～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 日銀は動かず

6月16、17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。世界の中央銀行が軒並みタカ派方向に傾斜、直前にはスイス中銀も予想外の利上げに踏み切るなか、日銀も動くのではないかとの憶測が台頭していたが、ふたを開けてみれば大方の予想どおりであった。

事前になんら地均し的な動きがなかったことを考えれば、すえ置きとみるのが妥当ではあったが、今後も日銀の政策修正観測は容易に収まらないとみられる。長期債の売り圧力も続くとみられ、日銀としては、イールドカーブ・コントロール（以下YCC）の維持に向けた正念場が続きそうである。

景気の現状判断は、「新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している」が維持された（図表1）。2020年9月以来、2年近くにわたって「持ち直し」の表現が用いられている。

（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
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
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	→	

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

個別項目ごとの判断を見ると、今回は項目ごとの判断が分かれた。上方修正されたのは個人消費で、4月の「再び持ち直しつつある」から、「持ち直している」へと上方修正された。これで2会合連続の上方修正となる。下方修正は企業収益で、「全体として改善している」から「全体として高水準で推移している」へ下方修正された。また、海外経済、輸出、鉱工業生産、公共投資については、基調判断のコア部分は変わらないものの、修飾部分に弱め方向の修正が施された(図表2)。

(図表2) 個別項目の判断

項目	4月決定会合	6月決定会合	方向性
海外経済	国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している	一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している	↘
輸出	供給制約の影響を残しつつも、基調としては増加を続けている	基調としては増加を続けているが、足もとでは、供給制約の影響が強まっている	↘
鉱工業生産	供給制約の影響を残しつつも、基調としては増加を続けている	基調としては増加を続けているが、足もとでは、供給制約の影響が強まっている	↘
企業収益	全体として改善している	全体として高水準で推移している	↓
業況感	改善が一服している	改善が一服している	→
設備投資	持ち直している	持ち直している	→
雇用・所得環境	一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている	一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている	→
個人消費	感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとの、再び持ち直しつつある。	感染症の影響が和らぐもとの、サービス消費を中心に持ち直している	↑
住宅投資	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	→
公共投資	高水準ながら弱めの動きとなっている	弱め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	短期を中心に上昇している	短期を中心に上昇している	→

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

2. 「為替市場の動向を注視」と明記

リスク要因のパラグラフでは、「為替市場の動向を注視」との一節が入ったことが注目された。全文は以下のとおり。

○今回(6月公表文): リスク要因をみると、引き続き、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外経済の動向など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある(下線部筆者)。

○前回(4月展望レポート): リスク要因としては、引き続き変異株を含む感染症の動向や、それが内外経済に与

える影響に注意が必要である。また、今後のウクライナ情勢の展開や、そのもとでの資源価格や国際金融資本市場、海外経済の動向についても不確実性はきわめて高い。

金融政策は為替相場をターゲットにしないのが建前であり、こうした形で公表文に明記されるのは異例だが、これが近い将来の政策変更に直結すると考えるのは早計であろう。日銀としても、別に伏線を張ったわけではなく、円安を巡る最近の政府、および日銀自身の動きと整合性をとっただけとも考えられる。たとえば、6月10日には、財務省・金融庁、日銀による緊急の「三者会合」が開かれ、円安について「憂慮している」との共同声明が発表された。黒田総裁自身、「円安は経済全体にプラス」との従来の説明から、「急激な変動は好ましくない」へと、言い方を徐々に軌道修正してきた。

一連の動きは世論の批判を受けたもので、黒田総裁の考え自体は変わっていない可能性も十分ある。黒田総裁自身の発言も、あくまで政治的な配慮からのスタンス変更であり、本音では、円安をインフレ目標達成のテコにしたいとの考えを持ち続けている可能性が高いとみている。

3. 迂闊だった「値上げ許容度」発言

世論の批判については、黒田総裁自身、「家計の値上げ許容度が上昇している」との発言で墓穴を掘った面がある。これは、物価研究の第一人者である渡辺努教授の調査を紹介するなかで出てきたもので、データで裏付けられているという意味では間違いではない。これを、「家計は喜んで受け入れている」的に報道されたのは黒田総裁にとって不本意だっただろう。しかし、学者や民間エコノミストではなく、日銀総裁という立場を考えれば、国民感情に配慮した慎重な言い回しが必要だったところで、迂闊な発言だったとの誹りは免れない。

この「値上げ許容」発言についても、将来的な金融引き締め姿勢への転換に向けた布石との見方があるが、逆であろう。家計の値上げ許容度が上昇しているからこそ、日銀としては物価高対策を急ぐ必要はないということになり、辛抱強く金融緩和を続けることが可能となる。逆に、許容度が低下しているのであれば、足元の物価上昇はすぐにも抑えなければいけない対象ということになり、なんらかの政策対応が必要になる。

筆者は、黒田総裁の任期の間の政策修正はまだメインシナリオとはしていない。理由は大きく3つある。黒田総裁の2%目標へのこだわり、金融引き締めの効果の問題、日銀のアカウントビリティの問題である。

4. 物価目標達成に向けた千載一遇のチャンス

黒田総裁はこれまでも、「揺るぎない姿勢で金融緩和を継続」する姿勢を再三強調してきた。個人的には、2%の物価目標に大きな意義は感じない。目標を持つこと自体は問題ないにしても、ある意味神棚に祭り上げておけば良く、目先の金融政策運営とは切り離すべきと考える。この点、効果より副作用の大きいYCCも解除してしかるべきと考えるが、日銀、特にリフレ派の政策委員にとってみれば、足元の経済・金融環境は、悲願である物価目標の達成に向けた千載一遇のチャンスである。黒田総裁自身にとってはおそらく最後のチャンスになるだろう。

「景気は気から」と言われるが「物価も気から」である。2%の物価目標達成のためには、人々のインフレ期待が上昇し、2%にアンカーされることが必要になる。しかし、これまでは、短期はともかく、中長期的なインフレ期待がほとんど上がってこなかったのが、目標達成に向けた最大の課題であった。渡辺努教授が述べているとおり、低インフレ期待が国民の間に一種の「ノルム」として定着しているためである。これは白川前総裁も述べていたとおりで、もともと日本人の「物価感」は欧米とは異なる（より低い）。なにしろ、国民が本格的なインフレを経験したのは、1979年の第二次オイルショックが最後である。インフレを実体験として知る世代は60歳台以上に限られる。1980年代後半のバブルの際も、上がったのはもっぱら資産価格で、一般物価が高騰していたわけではなかった。その後のバブル崩壊と、1990年代終盤以降の長期デフレを経るなかで、低インフレ期待がすっか

り定着してしまった。

5. 悪いインフレから良いインフレへ転化の期待

足元のようなコストプッシュ的インフレを喜ぶ消費者は皆無と考えられるが、日銀としては、現段階では悪い物価上昇でも、これが中長期的なインフレ期待の上昇につながるのであれば、賃金上昇と景気回復の前向きな循環を通じ、いずれは良いインフレに転化するとの期待を抱いているはずである。国債市場の歪みが深刻化しつつある折ではあるが、黒田日銀にとっては、物価目標の達成が市場機能よりも優先しよう。国債市場では、指値オペへの応札が急増し、日銀は国債買い入れの増加を余儀なくされるなど、政策変更圧力が高まっているが、日銀は腹を括って今後も投機筋と対峙する腹積もりではないかと考えられる。7月に予想されるECB（欧州中央銀行）の利上げや、参院選の通過も、政策修正のきっかけにはならない可能性が高い。

しかし、強固に根付いた「ノルム」を覆すのはおそらく容易ではない。行き過ぎるくらいの高物価が、かなりの長期にわたって続かないと厳しいのではないかと。欧米のインフレ率が8%台に達しているのに対し、日本の物価は「やっと」2%を超えたばかりである。かといって、これが3%、4%と上昇していけば、政治的にもたなくなる可能性が高い。

6. コストプッシュインフレに金融政策は対応できない

かといって、仮に金融引き締め方向に舵を切っても、効果の点では疑問がある。足元のインフレは供給曲線の左シフトで起きるコストプッシュ的なインフレである。金融政策で供給曲線を右に戻すことはできない。できるのは需要曲線への左シフトだが、これはただでさえ冴えない景気を金融政策でさらに押し下げることが意味する。

また、明確な引き締め姿勢への転換は、物価目標との整合性を問われることになる。足元のCPIはすでに2%に達しているが、物価目標の達成とは2%ワンタッチではなく、たとえエネルギー価格や食品価格が下落しても、インフレ率が2%で安定する状態が中長期的に続く見通しが立つ状態を指す。物価目標が未達にもかかわらず、金融引き締めを行なうことについての合理的な説明が立たなければならない。引き締めた方が物価目標の達成が近付くとの理屈付けは困難である。日銀のアカウンタビリティがもとうともつまいと、一般国民の関知するところではないが、日銀にとっては大きな問題である。

金融緩和の継続と齟齬をきたさない程度の小幅変更ならできるだろうとの声は多い。長期金利の上下0.25%の変動許容幅の小幅拡大というのはその代表格である。しかし、黒田総裁は今回の定例会見で、「**変動幅の上限を引き上げれば、長期金利は0.25%を超えて上昇すると予想され、金融緩和効果は弱まると考えられます**」と、これが金融引き締めであることを認め、自らハードルを上げた。またこうした修正が、すでに盛り上がりつつある「催促相場」的な動きを助長してしまうのは確実である。投資家は、YCCの枠組み維持はもはや不可能と予測し、債券売りが加速しよう。理論上、日銀はいくらでも国債買い入れを増やせるとはいえ、ステルステーパリングでせっかくここまで減らしてきた国債の買い入れ額を再び大きく増やしたくないはずである。

仮にYCCを撤回したとしても、物価への即効性はなく、円安を止められるかどうかも定かではない。これまでの円安の要因は8割方日米金利差の拡大であり、その理由の大半は米金利の上昇である。日銀にFRB（米連邦準備制度理事会）以上のペースでの利上げは不可能である。日米金利差の方向性は、大部分がFRBの金融政策で決まる。

7. 世論次第では行動を余儀なくされる可能性

当面、物価高対策は政治主導で進めるしかないだろう。市場価格への政府の介入は賛否が分かれるところではあるが、ガソリン価格は確かに抑制されている。10月に再び高騰が見込まれる小麦価格についても、なんらかの

対策が打ち出される可能性が高まっている。円安に対する直接的な対応策としては為替介入があるが、米国はインフレ対策としてのドル高を必要としており、了承を得るのは容易ではなさそうである。強行するとしても単独介入になるが、自然、効果は限られる。原発再稼働という奇手も囁かれているが、為替対策でやるものではなく、即効性が期待できるものでもない。

こうしたなか、世論の不満が高まれば、政治サイドから日銀に協力を促す空気が出てくる可能性もゼロではない。今のところ、岸田首相は日銀の金融緩和を支持する姿勢を見せているが、このまま為替相場が 150 円/ドルを目指すと、CPI が 3%に達するとかいう展開になればわからない。岸田首相は安倍元首相のようにリフレ政策に傾倒しているわけではない。日銀としては、政治サイドから、物価目標を下ろすこと、あるいはすでに達成しているとお墨付きをもらえれば動きやすくなる。もっとも、政権内での安倍元首相の発言力が依然として大きい現状を考えれば、明確な方針転換が許容される可能性は低い。2013年に安倍政権と日銀が結んだ、いわゆる「アコード」の書き換えも必要になるなど、政治的、実務的な負担も大きくなる。黒田総裁自身、初志貫徹したいとの思いは強いだろう。結局、日銀にできることは限られてくる。

したがって、政府・日銀にとっては、たとえ無策と言われようが、FRB の利上げ見通しのピークアウトをひたすら待つのが、最も有望な円安対策になりそうである。円/米ドル相場は、すでに購買力平価の水準を大きく超えた円安水準に達している。実際の相場が購買力平価に引き寄せられるという理論があるわけではないが、FRB の利上げ予想にピークアウト感が出てきた瞬間、加速度的に円高が進む可能性もないわけではない。FRB の利上げペースは今年の後半以降鈍化するとの見方が市場では多い。2023年まで利上げサイクルが続くとしても、2024年以降まで続くとの見方も少ない。市場が先を読むことを考えれば、円高への転換はもっと早いタイミングで訪れるはずである。

8. 当面の変更はフォワードガイダンスのみか

長期金利の目標撤廃やマイナス金利の解除等、本格的な出口政策への転換は、次期総裁の課題となる可能性が高いとみるが、昨年 12 月に縮小された新型コロナ対応オペについては、次回 7 月あるいは 9 月の会合で終了が発表される可能性が高い。その際に、フォワード・ガイダンスにも修正が入るだろう。現状では、「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」となっている。このうち、前段のコロナ関連の部分は削除、あるいは大幅な簡素化が予想される。それとともに、後段のコア部分である長短金利の見通しも修正が考えられる。特に、「それを下回る水準で推移」という部分は実態に合わなくなっている。どのみち、市場で追加金融緩和を見込む向きも皆無であることを考えれば、削除しても大きな影響は与えないと考えられる。単なる削除とはせず、日銀としてはこれが長期金利の上昇圧力にならないよう、言い回しを工夫する可能性も考えられる。

※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