

2023. 9. 25

【日銀金融政策決定会合（23 年 9 月）】

植田総裁は早期緩和解除観測を打ち消す

～データ次第を強調も、年明けに議論の俎上に載る可能性は残る～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 9 月 21、22 日に開催された日銀政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置き。一部で予想されていたフォワードガイダンスの修正もなかった
- 9 月 9 日付けの読売新聞のインタビュー記事で、植田総裁が早期緩和解除に前向きと受け止められる発言をしたこともあり、定例会見で裏付けが得られるかも注目されたが、受け答えのトーンは従来と変わらず、この点も肩透かしに終わった
- 総裁の言う通り、今後のかじ取りが完全にデータディペンデントなのだとしても、データの解釈次第では物価目標の達成宣言も不可能ではなく、年明けに議論の俎上に載る可能性は残る

1. 植田総裁はほぼゼロ回答

9 月 21、22 日に開催された日銀政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。景気判断は「緩やかに回復している」で前回 1 年ぶりに上方修正した表現をすえ置き（図表 1）、項目別の判断含め、すべて前回 7 月末の会合と同じだった（図表 2）。

金融政策のすえ置き自体は大方の予想通りで、市場が注目していたのは公表文におけるフォワードガイダンスの修正の有無、および会合後の定例会見の内容であった。植田総裁が、9 月 9 日付けの読売新聞のインタビュー記事のなかで、物価と賃金の好循環が確認できる時期について「年末までに十分な情報やデータが揃う可能性はゼロではない」と、早期緩和解除に前向きとも受け止められる発言をしたことで、今回の会合で裏付けとなる情報が得られるかどうか注目されたためである。しかし、蓋を開けてみればフォワードガイダンスの修正はなく、植田総裁の会見における発言内容も、従来のトーンと寸分違わぬもので、期待していた向きにとっては肩透かしに終わった形となった。

事前の市場では、植田総裁がゼロ回答なら大幅な円安が進行するとの見方もあったが、比較的小幅な動きにとどまった。政府の円買い介入への警戒感が強かったことが大きいとみられるが、植田総裁の否定にもかかわらず、早期の政策修正観測に大きな変化はなかった可能性も考えられる。とりあえず政府・日銀は胸をなでおろしているとみられるが、為替相場の動きはなお予断を許さない。引き続き、日銀の政策を左右する最重要変数の一つであり続けると考えられる。

(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 ヶ月）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 ヶ月ぶりの上方修正
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	→	

(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 7 月	2023 年 9 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	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、緩やかなペースで着実に増加している	→
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	緩やかに増加している	緩やかに増加している	→
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	再び上昇の動きがみられている	再び上昇の動きがみられている	→

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

2. 早期緩和解除の可能性は残る

フォワードガイダンスの修正については市場で、「躊躇なく金融緩和」の「躊躇なく」の部分を取る案等が取り沙汰されていたが、個人的には、ただでさえ前のめりになっている市場に送るメッセージとしては強すぎるので、フォワードガイダンス修正の可能性は低いとみていた。ただ、会見については、読売新聞のインタビュー記事とはあまりにトーンが違いすぎることから、改めて植田総裁のスタンスに疑問が湧く形となった。

可能性としては二つあるだろう。一つは、インタビュー記事は記者の誘導尋問にある意味ひっかかっただけで、もともと植田総裁のスタンスになんら変化はなかったというもの。もうひとつは、市場に新たなメッセージを送る意図はあったのは確かだが、ある意味葉が効きすぎたことで、とりあえず今回の会見では市場の織り込みの行き過ぎにブレーキをかけることに専念したというものである。

個人的には、「ゼロではない」という発言は、総裁の言葉としては重く、何の意図もなかったとは考えにくい。植田総裁も誘導尋問に簡単に引っ掛かるほど迂闊ではなく、どちらかと言えば後者に近いのではないかとみている。今回の会見で、早期緩和解除観測への否定的トーンが前面に出ていたのは、日銀が金融政策の正常化に向け、あらかじめ内々に定められたスケジュールを持っていると思われたくないということもあっただろう。会見のなかでも、マイナス金利解除の時期について「**決め打ちは到底できない**」と再三強調している。

会見では記者から、「読売新聞のインタビューで「年内」という言葉が出たということで、市場で早期の利上げの憶測が以前より高まった。総裁自身のマイナス金利の距離感は物価が上昇するなかでも変化はないのか」との質問が出たが、植田総裁は「**距離感がすごく動いたからああいう風に申し上げたわけではなくて、金融経済情勢について毎回の決定会合で議論して、たとえば物価目標が達成される見通しが立ったかどうか、毎回毎回新しいデータに基づいてチェックしていくものだと思います。したがって、前もって年内にまったくそういう可能性がないということを総裁の立場で言うてしまうと、毎回の決定会合の議論にある種強い縛りをかけてしまう**」と、インタビューにおける発言の意図を説明している。しかし、可能性がないと言うてしまう必要はないのはその通りだが、あると言う必要がないのもまた確かである。

また、総裁の言う通り今後のかじ取りが完全にデータディペンデントなのだとしても、事実として 17 ヶ月連続で生鮮食品を除く消費者物価指数（コア CPI）が 2%を超えており、解釈次第ではすでにインフレ目標達成宣言が不可能ではないという状況にある。外部環境を見ても、中国経済に不安は残るとはいえ、米国経済のソフトランディングの蓋然性が高まっているのは心強く、物価目標の達成宣言に向け、内心自信を深めていてもおかしくはない。年明け以降、比較的早い段階で、金融政策の正常化が決定会合の議論の俎上に乗る可能性はあると考えておくべきである。2024 年の前半にマイナス金利の解除まで実施できる可能性は 5 割程度とみるが、その後は「多角的レビュー」の結果も材料とすることで、遅くとも 2024 年末までには実施の可能性が高いと考えている。

3. 背景には政府の態度の変化

ここへきて、日銀の姿勢が徐々に変化しつつあるように見える背景には、政府のスタンスの変化がある可能性が高い。安倍・菅政権時代だったら、金融政策の正常化は容易に許されなかったはずである。しかし、岸田首相は元々アベノミクスとは距離を置きたいのに加え、前政権時には見られなかった超円安が、足元では輸入物価の上昇を通じ家計の生活の打撃になっている。本来、預金金利はインフレ率に応じた水準になるはずだが、そうっていない背景に日銀のマイナス金利政策がある。家計の金融資産の半分以上が現預金だが、現状では前年に比し 3%以上実質的に目減りしている。国民も預金金利＝ゼロという状況に慣れ切っているのか、大きな怒りが巻き起こるところには至っていないが、新聞のアンケート調査等からは、徐々に不満が高まってきている様子も確認できる。これは政権にとっては座視できない状況のはずである。すでに期待されたほどの

効果がなかったことが明らかになっている黒田緩和に固執するより、円安・物価高対策に協力してほしいとの意識が強くなっているのではないかと。日銀はすでに政府からそうしたシグナルを受け取っている可能性が高い。これは日銀という組織にとっては「渡りに船」のはずである。そもそも、中央銀行の本来業務はいかにして市場機能を活かすかということにもかかわらず、それとは真逆の仕事にかれこれ 25 年にわたり邁進してきたという事実がある。この機に金融政策の正常化を急ぐべしとの意見が、内部から盛り上がってきてもおかしくはない。植田総裁自身の考え方が、平均的な日銀マンよりもはるかにハト派的なのは間違いないところだろうが、そうした内部のムード、国民の不満、政府の方針といった環境変化が重なるなかで、徐々に軌道修正を図る方向に流れていく可能性はあるだろう。

4. 改めて「裁量かルールか」

物価目標導入の可否を巡る議論がかまびすしかったころ、論点のひとつに「裁量かルールか」というものがあった。金融政策のかじ取りを中央銀行の完全な裁量に任せるよりも、物価目標という形で制約をかけたほうがうまくいくというもので、理論的裏付けもある。しかし、ここまでの動きでわかったのは、目標を達成したかどうかの判断は結局日銀の裁量に任せられ、その基準にもかなり幅がありそうだということである。日銀は物価目標達成の条件として、「賃金上昇との好循環」を挙げているが、これに数値的基準はない。データディペンデントなのはわかったが、物価目標達成宣言のためのデータの判断基準が、以前ほど厳しいものではなくなりつつある可能性は否定できない。結局注目すべきは日銀の裁量、匙加減といったものであり、その情報発信にはこれまで以上に注目が必要である。まずは、10 月の展望レポートの物価見通しである。7 月の展望レポートでは、2024 年のコア CPI の見通しが前年比+1.9%、2025 年が同+1.6%と、2%を割り込む見通しになっているが、上方修正の有無とその幅次第では、市場の織り込む緩解除までの時間軸がさらに短縮化する可能性がある。

※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