

2024. 6. 18

【日銀金融政策決定会合（24年6月）】

## 国債買い入れ減額の詳細発表は先送り

～7月に利上げとの同時発表もありうる～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

### ポイント

- 6月13、14日に開催された日銀金融政策決定会合では、国債買い入れ減額を決定したものの、具体的な金額やペースは、市場参加者との対話の機会を設けたうえで、7月の会合で改めて発表するとされた
- あえて対話の機会を設けるということは、日銀が、市場が許容できる減額幅やスピードの上限を見極めたいと考えていることを示している可能性。植田総裁の言う「相応の規模」の大きさに要注目
- 日銀が円安リスクに無関心ということはない。為替相場の動き次第では、7月に国債買い入れ減額の具体的計画と利上げをセットで発表する可能性もあると見ておくべき

### 1. 景気判断はすえ置き

6月13、14日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想どおり金融政策はすえ置かれた。景気の現状判断は、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」が維持された（図表1）。個別項目別の判断は、海外経済が「回復ペースが鈍化している」から、「総じてみれば緩やかに成長している」へと上方修正された以外は4月と同じだった（図表2）。

（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
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	→	
24年1月23日	緩やかに回復している	→	
24年3月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	↓	16会合ぶり（22年3月）以来の下方修正
24年4月26日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年6月14日	一部に弱めの動きもみられるが、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	2024年4月	2024年6月	方向性
海外経済	回復ペースが鈍化している	総じてみれば緩やかに成長している	↑
輸出	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	→
鉱工業生産	基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少している	基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止による下押しが続いている	→
企業収益	改善している	改善している	→
設備投資	緩やかな増加傾向にある	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	物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移している	物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の下押しが続いているものの、底堅く推移している	→
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	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

## 2. 国債買い入れ減額の詳細発表は先送り

注目されていた国債買い入れ減額については、今回、減額の実施を決定するだけにとどまり、具体的な金額やペース等は、市場参加者との対話の機会を設けたうえで、7月の会合で改めて発表するとされた。今回の会合で詳細が発表されることをほぼ織り込んでいた市場にとっては、ある意味拍子抜けの決定であった。

筆者は、減額幅やそのペースについては、日銀の裁量の余地を大きめに残すことで、市場との対話を並行的に進めながら状況次第で柔軟に減額幅を調節していく姿を想定していた。しかし、植田総裁が述べた方針は「**予見可能な形で減額していくことが適切**」というもので、「**具体的な減額の幅やペース、減額の枠組みなどについて、市場参加者の意見も確認しながら、しっかりとした減額計画を作りたい**」と、精緻な計画になることを明言した。計画の期間と開始時期については、「**今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定し、速やかに減額を行なう**」とされた。「**長期的に望ましい状態にまで1、2年で到達できるというふうには思っておりません**」と考えるなかで1～2年に絞った理由は、「**ある程度の予見可能性を減額するプロセスにおいて担保し**

たい」というものである。開始時期は会合直後からということになるだろう。

融通のまったく利かない計画になるわけではなく、「**国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保**」するとはしている。ただし、「**マクロ的な金融政策として能動的に使うというところはなるべく避けよう**」という方針のもと、「**金融市場の構造とか仕組みでわれわれはみえていないことがあって、このペースでの減額はなかなか難しいというときに調整する余地をどれくらい残すかということ**」と、技術的な要因のみが計画変更の理由になると述べている。もっとも、もし景気後退に陥った際には、「なぜ量的引き締めを続けるのか」との批判が日銀に集まるのは必定である。それで再び政策金利がゼロあるいはマイナスになれば、国債買い増しが再び金融緩和手段として浮上するところまでを否定するものではないと考えられる。

### 3. なぜ具体策は先送りされたのか

今回の会合では、量的引締めプロセスに対する植田総裁の予想以上に慎重なスタンスが明らかになったが、しっくりしない感覚は残る。市場からは元々、日銀に対し減額の計画を示してほしいとの声は上がっていたものの、決める前に対話が必要とまで主張する向きはほとんどなかった。引き締め路線を織り込む市場には日銀の決定を受け入れる準備があり、よほど大きな金額でない限り、植田総裁の「**減額のプロセスで長期債市場に不安定な動きがこの理由で大きく起こるということは避けたい**」という心配は杞憂に終わる可能性が高かった。そもそも、今日本経済で問題視されているのは長期債市場の動向よりも為替市場の動向である。先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、タカ派的な結果が示された直後でもあり、円売り圧力が加速するリスクを背負ってまで、事前の対話方針を優先しなければならなかったのかという疑問は残る。会見でも記者から指摘があったとおり、これまで市場との対話の機会がなかったわけでもない。

考えられる理由の一つは、日銀が、市場が許容できる減額幅やスピードの上限を見極めたいと考えている可能性である。つまり、日銀は可能な限り速やかに減額を進めたいと考えている。実際、植田総裁は「**減額する以上、相応の規模となる**」と、大きめの規模で実施したいとの意向を滲ませている。したがって、「相応の規模」が、現在市場がなんとなく織り込んでいるより大きなものになる可能性はあるだろう。植田総裁は、「**私どもが保有している国債の残高は、満期保有している国債が満期になるペース次第ですが、だんだん減っていく**」と述べており、今後はそのペースに市場の注目が移っていくと考えられる。

これはうがった見方かもしれないが、植田総裁が「**われわれの向こう 1、2 年間のオペの大まかな姿を明らかにして、そのうえで政府の方で国債管理政策等を決めて頂くという姿勢かなと思っております**」と述べているところから、対話が遅れているのは市場ではなく、政府の可能性もなきにしもあらずである。日銀の減額の規模がどんなに大きくても、政府が事後報告を唯々諾々と受け入れる構えで待っているとは考えにくく、事前の調整を要求していると考えるのが自然である。それが6月会合には間に合わなかったという可能性もないとはいえない。一方、記者の質問にあった「日銀が市場に責任を転嫁しようとしている」というのはさすがにうがちすぎた見方と言うべきであろう。

あれこれ隠された意図を探る余地はあるにせよ、基本的には植田総裁の言葉を信じるしかないのではないかな。すなわち、「**丁寧にその決定のプロセスを進めたい**」という点に尽きるのかもしれない。植田総裁も触れているとおり、すでに国債残高の約5割を日銀が保有していることを考えれば、国債買い入れ減額は出口政策の最重要プロジェクトのひとつになることから、植田総裁が慎重に進めたいと考えるのは理解できる。記者から質問があった「7月まで動かないリスク」に対しては、「**その間の不確実性を極力避ける意味で、今日は不十分かもしれないですけども、私どもの減額に当たっての基本的な考え方をご説明している**」と、今回の決定が円安リスクを覚悟したうえでの決定であることも認めている。植田総裁は、「**ちょっと極端な言い方になりますけれども**」と断りつつ、「**短期的に1ヵ月、2ヵ月先になるということ自体のコストはそれほどない**」と、目先の相場

次第で拙速に動くより、丁寧なプロセスを踏むことが優先されるとの考えを示している。

#### 4. 7月利上げはありうる

国債減額と利上げを同時に実施するのは難しいという理由で、今回の決定により日銀には7月利上げがないことを市場に織り込ませる意図もあったと受け止める向きもあるが、決めつけるのは早計であろう。市場の織り込む利上げ時期を先送りさせるのは口先介入だけで十分できる。そのためだけに国債買入れの時期まで先送りする必要はない。定例会見で植田総裁は、「**経済・物価情勢に関するデータないし入ってくる情報次第で、短期金利を引き上げて金融緩和度合いを調整するということは当然あり得る**」とも述べている。

今回の決定が円安阻止に不十分である可能性も認めており、結果として円売りが加速しても日銀は関知しないといった態度を取る可能性はまずないだろう。元はといえば、植田総裁の4月26日の定例会見における記者との会話のキャッチボール上の齟齬で円安が加速し、財務省が円買い介入に動かざるをえなくなった経緯がある。7月に利上げが実施されるかどうかはあくまで為替相場次第と見ておきたい。7月に発表される国債買入れ計画は、対話を経ることを考えればすでに市場に織り込まれているはずで、このままでは会合自体は円買い要因にはならない。それまでに再び為替相場が160円/ドルを超えを試すような動きになれば、政府も再び介入のタイミングに苦慮することになる。為替相場の動き次第では、7月に国債買入れ減額の具体的計画と利上げをセットで発表する可能性は十分あると見ておくべきだろう。

#### 5. 会見は安全運転

植田総裁の為替相場に関する受け答えは、今回の会見ではさすがに抜かりはなかった。

円安の影響については、「このところ、**企業の賃金・価格設定行動が積極化するも**とで、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**ということは、意識しておく必要があると考えています。最近の円安の動きは、**物価の上振れ要因であり、政策運営上十分に注視しています**。その動向や影響について、**毎回の決定会合でしっかりと点検し、適切に対応してまいります**」と、為替を直接のターゲットとはしないという方針に抵触しない範囲で、その動きが金融政策の変更の理由になりうることを明言している。

会見では、「前回の会合では、基調的な物価上昇率に対する円安の影響は大きくないとお話しになっていましたけども、その認識に変更はないか」という前回と同じ質問も出された。金融政策をすえ置いた以上、考えに変化が生じたとは答えられない質問だが、今回はもちろん「はい」で済ませることはなく、「**為替変動の幅とか、その持続性とか、またそれが国内物価にどれくらい転嫁されていくのか、その後また賃金その他への波及があります**が、**こういう各点について日々確認しながら、毎回の決定会合で、そこまでの情報を確認して進んでいくという姿勢でおります**」と、しっかり注視していく姿勢を示した。隙のない文章であり、どうやら事務方の想定QA対策も今回は完璧だったようだ。

#### 6. フォワードガイダンスを削除

今回のもう一つの注目点は、公表文から、先行きの金融政策の方向性を示す、いわゆる「フォワードガイダンス」が記載されたパラグラフが削除された点である。これまで、展望レポート発行時は展望レポートに掲載され、それ以外の会合では通常公表文の最後のパラグラフに示されていた。前回4月会合では、展望レポートの最後で、「**以上のような経済・物価の見通し**が実現し、**基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている**」と書かれていた部分である。

フォワードガイダンス自体、オリジナルは審議委員時代の植田氏にある。政策金利の下げ余地がなくなった

状態でさらなる緩和効果を得るため、将来的な緩和政策のおおまかな方向性を言葉で示すことで、ターム物の金利の引き下げ効果を狙った政策であった。その後、長年にわたり市場との対話ツールとして機能していたが、金融引き締め局面ではその意義が薄れたとの判断に至った可能性がある。展望レポートでは引き続き残るのか、展望レポートの書きぶりも変わるのかが、7月会合における注目点の一つとなるだろう。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※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。

●発行元● 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