

【日銀金融政策決定会合（22年7月）】

日銀は動かざること山の如し

～主要中銀とのスタンスの違いが際立つ～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 日銀はやはり動かず

7月20、21日に開催された日銀金融政策決定会合は、大方の予想通り今回も無風だった。主要中銀がこぞって利上げに踏み切るなか、改めて日銀の「不動」ぶりが際立つ形となった。

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」から、「資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとで、持ち直している」へと上方修正された（図表1）。「基調としては」が取れただけではあるが、4会合ぶりの上方修正となる。

（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	→	
22年7月21日	持ち直している	↑	4会合ぶりの上方修正

（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、個人消費、雇用・所得環境、予想物価上昇率が上方修正、鉱工業生産が下方修正となった（図表 2）。個人消費の上方修正は、感染症の影響緩和でサービス消費が持ち直している実態を反映、雇用・所得環境は、失業率の低下傾向と、有効求人倍率の上昇傾向を受けた形、予想物価上昇率は、中長期の予想インフレ率の上昇を反映した形である。鉱工業生産は、上海ロックダウンや半導体不足で、5 月鉱工業生産が大きく落ち込んだことを反映したと考えられる。

（図表 2）個別項目の判断

項 目	6月決定会合	7月決定会合	方向性
海外経済	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	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	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	基調としては増加を続けているが、供給制約の影響を受けている	→
鉱工業生産	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	下押し圧力が強い状態にある	↓
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	→
業況感	改善が一服している	横ばいとなっている	→
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	一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している	↑
個人消費	感染症の影響が和らぐも、サービス消費を中心に持ち直している	感染症の影響が和らぐも、サービス消費を中心に緩やかに増加している	↑
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	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	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. 2022 年度の物価見通しを大幅上方修正

展望レポートでは、2022 年度のコア CPI の見通しが、4 月の前年比+1.9%から同+2.3%へと、事前に報道されていた通り大幅上方修正されたほか、2023 年度は同+1.1%から同+1.4%へ、2024 年度は同+1.1%から同+1.3%までそれぞれ上方修正された（図表 3）。ただ、黒田総裁は会見で「**年明け以降は、エネルギー価格の押し上げ寄与が減衰し、更にコスト転嫁の動きも徐々に一巡していく**」と述べ、物価目標が持続的・安定的に実現する見通しにはなっていないとしている。

（図表3）展望レポートにおける見通し（政策委員の大勢見通しの中央値）

	前年比(%)	21年10月 展望レポート	22年1月 展望レポート	22年4月 展望レポート	22年7月 展望レポート	22年7月展 望レポート(当 社予想)
2022年度	実質GDP	2.9	3.8	2.9	2.4	2.7
	コアCPI	0.9	1.1	1.9	2.3	2.0
2023年度	実質GDP	1.3	1.1	1.9	2.0	1.9
	コアCPI	1.0	1.1	1.1	1.4	1.2
2024年度	実質GDP	—	—	1.1	1.3	1.1
	コアCPI	—	—	1.1	1.3	1.1

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

エネルギーと生鮮食品を除いたコアコア CPI については、主に需給ギャップの縮小と、潜在成長率を上回る成長、賃金の上昇を反映する形で、2022 年度は前年比+1.3%（4 月：前年比+0.9%）→2023 年度は同+1.4%（同+1.2%）→2024 年度は同+1.5%（同+1.5%）と、徐々に上昇幅を拡大させていくとしたものの、やはり 2%には届かないとし、金融緩和の継続が必要とのスタンスを強調した。

中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性（リスク要因）については、4 月の展望レポートで 2 番目に挙げられていた「資源価格の動向」が、「資源・穀物価格の動向」となり、穀物価格が加えられた。3 番目の「国際金融資本市場・海外経済の動向」は、「海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向」とされ、海外のインフレと利上げ加速への警戒感をより強調する書きぶりとなっている（図表 4）。

（図表 4）経済・物価のリスク要因

＜経済のリスク要因＞

	2022 年 1 月	2022 年 4 月	2022 年 7 月
第 1	新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響	新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響	内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響
第 2	海外経済の動向	資源価格の動向	ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向
第 3	資源価格の動向	国際金融資本市場・海外経済の動向	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向
第 4	企業や家計の中長期的な成長期待	企業や家計の中長期的な成長期待	企業や家計の中長期的な成長期待

＜物価のリスク要因＞

	2022 年 1 月	2022 年 4 月	2022 年 7 月
第 1	企業の価格設定行動	企業の価格・賃金設定行動	企業の価格・賃金設定行動
第 2	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

3. 政策変更なしを強調

会合直前の債券市場では、海外投資家を中心に、日銀の早期政策変更を見込んだ売り仕掛け的な動きが見られたが、黒田総裁は今回の定例会見で、「**私どもとしては、イールドカーブ・コントロールのもとで金利を引き上げるつもりは全くありませんし、±0.25%というレンジも変更するつもりは全くありません**」と言い切った。実際、足元の物価上昇は、黒田総裁にとって、悲願である物価目標達成に向けた最後にして最大のチャンスであり、是が非でもモノにしたいと考えている可能性が高い。たとえ現状では悪い物価上昇でも、これが人々のインフレ期待の上昇と安定につながるのであれば、いずれは賃金の上昇を通じ、良いインフレに転化するとの期待を捨てていないだろう。

どのみち、コストプッシュ的なインフレに金融引き締めでは対抗できない。円安に歯止めをかけられるかどうか不透明である。円安の背景にある日米金利差の方向性は、結局のところ FRB（米連邦準備制度理事会）がどう動くかで決まる。FRB の利上げペースも年末以降は鈍る可能性が高い。相場が先を読むことを考えれば、ドル高のピークもそう先の話ではないとも考えられる。日銀としては、もう少し様子見を続ける余地がある。

物価目標が未達にもかかわらず、金融引き締め方向に動くことについての合理的な説明も難しい。長期金利の上下 0.25%の変動許容幅の小幅拡大程度なら矛盾しないと考えられたが、黒田総裁は前回の定例会見で、「**金融緩和効果は弱まる**」と、これが事実上の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、ここで少しでも投機筋に後ろを見せれば、結局は YCC そのものの放棄にまで追い込まれるリスクも意識していよう。

政治も金融政策は静観の構えである。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が、株価へ与えるリスクを考えれば、急速な政策転換は望んでいないだろう。来るべき総裁人事や、その後段階的に到来する審議委員の人事を通じ、漸進的な政策転換を模索する方針と考えられる。物価の高騰が続き、「日銀インフレ」との批判が高まった場合は、政治的に困難な状況に追い込まれる可能性もあるが、日銀に政策変更を促すのであれば、2013年に安倍政権と日銀が結んだ、いわゆる「アコード」の書き換えが必要になると考えるのが自然である。安倍元首相が亡くなった直後だからこそ、そうした行動はとりにくい。初志貫徹を目指す黒田総裁もそれは望んでいないだろう。当面、物価高対策は財政政策で対応するしかないと考えられる。

4. コロナオペ継続の判断は9月に先送り

昨年12月に縮小された新型コロナ対応オペは、変異株の拡大がなければ、今回の会合で、9月末での終了が発表される可能性が高かった。黒田総裁は会見で、「**コロナ感染症がかなり急拡大していることもあり、それで中小企業の資金繰りに影響が出てくると困りますし、その辺をもう少し様子を見て、9月に決定するというにしました**」と述べている。延長か終了かはその時の感染動向次第だが、あと2ヵ月あることを考えれば、サイクル的に収束に向かっている可能性が高そうである。

もし終了の場合は、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。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、単なる削除とはせずに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