

2024. 4. 30

【日銀金融政策決定会合（24年4月）】

円安対策はゼロ回答だった日銀

～ただし追加利上げの時期は遠くない～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 4月25、26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。会合直前の円安進行で、国債買い入れの縮小等の策を講じるのではないかとの見方が台頭していたが、ゼロ回答であった
- ただ、為替相場の動向は無視できなくなっている。夏場には、賃上げの波及で個人消費の改善も期待できることから、次回利上げは7月と予想。為替相場の動向次第では6月もありうる
- ターミナルレート（到達金利、今回の利上げ局面の政策金利の着地点）は1.0%程度か。円安さえ落ち着けば2026年度にかけて緩やかなペースでの利上げが続く見通し

1. 金融政策はすえ置き

4月25、26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。景気の現状判断も変わらず、個別項目別の判断も3月からまったく同じであった（図表1、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	→	

（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3月	2024年4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	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・出荷停止の影響もあって減少している。	→
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	個人消費は、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	個人消費は、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	→
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

いったん落ち着きつつあった円売りが再び加速するなかでの開催となったことから、直前になって、市場では国債買い入れの縮小等、なんらかの策を講じるのではないかとの見方が急速に盛り上がったが、蓋を開けてみればゼロ回答に終わった。

確かに、ここで国債買い入れの縮小に動けば、為替対策であることが見え見えとなる。3月に新たな買い入れ方針を示したばかりで、わずか1ヵ月で変える大義名分を為替以外に探すのは難しい。足元の円売り圧力が国債買い入れの縮小程度で止まるとも考えにくい。筆者は、効果があってもせいぜい半日で、逆に円の売り方においていい機会を与えるだけに終わる可能性が高いとみていたので、日銀が動かなかつたのは予想通りである。もっとも、展望レポートでは、なんらかの形で円安のリスクに対する記述を増やす可能性があるともみていた。しかし、結果的にはほとんど変化はなく、リスクバランス上の位置づけも同じで、この点もゼロ回答だった（図表3）。

現状では円安を止めたければ財務省の為替介入しかないというところだったが、その後投機的な円売りが加速したこともあり、4月29日にまとまった規模での円買い介入があった模様である。連休中の商いの薄いところを狙った形で、為替相場はいったん160円/ドルを付けた後、159円/ドル台半ばで推移していたあたりから155円/ドル近辺まで一気に4.5円あまりも動き、しばし乱高下したあと足元では156円/ドル台の推移となっている。相場

の動き次第ではあるが、財務省も介入が1回で済むとは思っていないだろう。ダイミングを計って複数回実施される可能性が高い。それでも円安を止められないようなら、改めて日銀も協力を求められることになるだろう。

(図表3) 展望レポートにおける経済・物価のリスク要因

<経済のリスク要因>

	2023年10月	2024年1月	2024年4月
第1	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向
第2	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	資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向	資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向
第3	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>

	2023年10月	2024年1月	2024年4月
第1	企業の賃金・価格設定行動	企業の賃金・価格設定行動	企業の賃金・価格設定行動
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

2. 追加利上げは遠くない

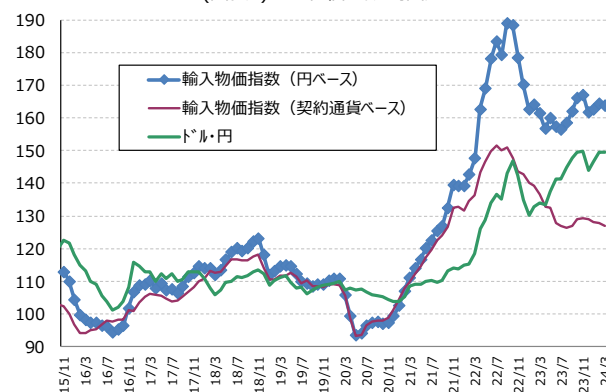
今回の会合後の総裁定例会見における記者からの質問は、ほぼ円安関連一色、翌日にかけてのテレビや新聞報道も円安と関連付けた報道ばかりであった。植田総裁は、円安で利上げに動く条件について、「基調的な物価上昇率に無視できない影響を与えるかどうか」との回答を再三繰り返した。現状では大きな影響は与えていないとのスタンスだが、現状では無視できるとお考えかとの記者の更問に思わずうなずいてしまったのは、その後の円売りの加速を招いたという点で後悔しているだろう。

足元の各種主要統計は植田総裁の発言を支持する。展望レポートの言葉を借りれば「賃金に物価動向を反映する動きは強まってきている」が、「販売価格に賃金動向を反映する動きがどの程度広がるかには、引き続き不確実性がある」という状況である。輸入物価を通じたコストプッシュ的な国内物価の上昇圧力は「第一の力」であり、基調的な上昇には含まれないが、植田総裁も述べている通り、「**輸入物価の動向そのものを見ますと、21年から22年にかけてものすごい上昇したわけですが、それと比べると足元の上昇はそれほどのもではない**」のが事実である(図表4)。

しかし、どのみち日銀は早晚動くのではないか。日銀が為替を直接的なターゲットにできないというのは市場でこそ常識だが、世間一般的にはそうではない。植田総裁も輸入物価の上昇はそれほどでもないと言った後に「**そういうと怒られるかもしれませんが**」と、世論の反応を気にするそぶりを見せている。どのみちコストプッシュ的な物価上昇に金融政策で対抗するのは筋違いだが、世論のうねりが大きくなると政治サイドからの圧力も厳しくなり、正論で抗しきれなくなるのは白川元総裁がさんざん苦しんだところでもある。

2020年=100、円/ドル

(図表4) 輸入物価指数の推移



(出所) 日本銀行「企業物価指数」

また、白川元総裁時代と違うのは、日銀が極力動きたくないと考えているわけではないとみられる点である。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ともいえる。マイナス金利は解除したとはいえ、まだほぼゼロである。今のうちに、金利の持つ価格発見機能や資源配分機能が十分発揮できるだけの金利幅を確保しておきたいと考える向きは、とりわけ日銀プロパーのなかに多いだろう。植田総裁自身のスタンスは平均的な日銀マンよりハト派的だろうが、就任から1年も経たずにマイナス金利の解除まで導いたとおり、金融政策の正常化の必要性はこれまでも強く認識してきたところである。円安で利上げを強いられる面もあれば、円安が利上げを可能にする面もある。前回の変更から1ヵ月余りしか経っていない4月の会合では、単に大義名分が立たなかったということだけかもしれない。

3. 引き続き7月がメインシナリオ

展望レポートでも伏線は張られている。最後の金融政策運営のパートでは今後の方針について、「以上のような経済・物価の見通しを実現し、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」とされた。これを、しばらく利上げしない方針を示したとみるのも不可能ではないが、多少利上げしても緩和的な金融環境の継続と矛盾しないとのメッセージと受け止めるのが妥当だろう。直前の第2の柱における金融面のリスクのパートで、「有価証券投資におけるリバランス行動などを反映して、円金利の上昇に対する金融機関の耐性も改善方向にある」との一文が入ったのも、追加利上げを正当化する意図が感じられる。

今後、春闘の妥結賃金が4月以降、夏場にかけて個別企業の給与に反映されていく。夏の賞与が高い伸びとなるのも確実で、夏場以降は個人消費が上向き展開が期待できる。物価目標の達成が宣言できるレベルには至らなくても、基調的な物価上昇が実現する芽が見えてきたと言える程度には改善するのではないか。次回6月の会合時点では、主要経済指標はまだ4月分までしか確認できないということもあり、7月に追加利上げとのメインシナリオを維持するが、為替相場次第では6月に前倒しされる可能性もある。その後、年内にあと一回の利上げを見込む。

4. ターミナルレートは何%か

次に問題になるのはターミナルレートの水準である。今回の展望レポートにおける生鮮食品を除く消費者物価指数（コアCPI）の見通しは、2024年度が2.8%、2025年度と2026年度が1.9%となっている（図表5）。物価目標は見通せる状況だがまだ達成はしていないという、日銀の微妙な立ち位置を象徴するかのような数字だが、展望レポートでは「見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」と、ほぼ達成した状態になるとの認識である。植田総裁は、コアCPIの見通しと政策金利との関係を問う記者からの質問に対し、「特に見通し期間の後半について、この通りの姿になっていくこととあれば、そこでは私共の政策金利も、ほぼ中立金利の近辺にあるだろうという展望は持っています」と、その頃までには政策金利が中立金利の水準にまで達する可能性があるとの考えを示した。ただ、肝心の水準については、「かなりの不確実性があるのでそこは分析を深めつつ、最終的に到達するところについてももう少し知見を深めていきたい」と、引き続き不透明だとしている。

(図表5) 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(%)	23年7月 展望レポート	23年10月 展望レポート	24年1月 展望レポート	24年4月 展望レポート	24年4月展 望レポート(当 社予想)
2023年度	実質GDP	1.3	2.0	1.8	1.3	1.5
	コアCPI	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8
2024年度	実質GDP	1.2	1.0	1.2	0.8	1.2
	コアCPI	1.9	2.8	2.4	2.8	2.8
2025年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8
2026年度	実質GDP	-	-	-	1.1	1.0
	コアCPI	-	-	-	1.9	1.9

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

日本の実質中立金利がマイナス圏にある可能性が言われるようになって久しいが、おそらくその状態は変わっておらず、個人的には▲0.5%近辺にある可能性が有力とみている。一方で、日本の中長期的なインフレ期待が安定的に2%でアンカーされる姿は想像しにくく、現実のインフレ率も1.5%~2.0%の範囲で安定すれば上出来とみる。そうするとターミナルレートは1.0%~1.5%の範囲ということになるが、どちらかといえば下限である1.0%に近い着地になるのではないか。これまでは0.5%とみていたが、予想以上の円安の進行と春闘における高めの賃上げ率、米国経済の安定を考慮し上方修正する。ただ、日本の長短金利が長い間政策的に押さえつけられてきたこともあって、実績に基づいた中立金利の推計値は不安定で、ターミナルレートの水準もかなり幅をもって見ておく必要がある。仮に、中立金利が足元の潜在成長率に近い+0.5%で、インフレ率を目標通り2%とおけば2.5%と大きな差が出てくる。

5. 国債買い入れ縮小の可能性は

国債買い入れについては会合後の定例会見で、金融政策としてではなく、オペ上の措置で減らしていく可能性はあるのかとの質問が出された。日銀が公表している月間の国債購入予定額は現在約5~7兆円となっている。植田総裁は、「日々の市場局の調節である程度の幅をもって決定しうる」としたものの、具体的なレンジについては「特に決めておりません。常識的な範囲でということでございます」と述べるにとどめた。金融市場局の裁量で5兆円を下回ることも許されるのかという質問についても直答を避けている。多少買い入れ額を減らしたところで、円安対策としては気休め程度の効果しかないかもしれないが、どのみち日銀にとって膨れ上がったB/S縮小は将来的な課題であり、近い将来の減額は念頭にあるのではないか。

植田総裁は将来的な国債買い入れの縮小を、「金融政策の能動的な手段としては使いたくない」とも述べている。すでに金融政策の手段を政策金利に統一している以上、能動的な手段にならないのは当然で、国債の買い入れ方針も1~2回減額、あるいは柔軟化のステップを踏んだ後は、公表文から消えていくことになるだろう。そのうえで、明確なアナウンスのないまま徐々に実質的な量的引き締め(QT)に移っていくと考えられる。

時期に関しては植田総裁が「長期金利を下げるという方向でのストック効果がやや弱まるという効果が発生するということになると思います。そういうことも考慮に入れたうえで短期金利の調整を適切にやっていくということになるかと思えます」と、国債市場の動向次第であることを示している。国債市場がここまでの日銀の政策変更を比較的冷静に受け止めていることを考えれば、向こう1年以内に量的引き締めのフェーズに入っていく可能性も十分考えられる。

6. 実質 GDP 見通しが日本経済の実力を象徴

展望レポートの先行きの見通しでは、「当面は、海外経済の回復ペース鈍化」という言葉が消え、海外経済は緩やかな成長が続くとの見通しに上方修正された。米景気の安定を反映したと考えられる。大統領選後の経済政策のかじ取りや中国の不動産市場の動向などの不透明感も残るが、海外経済の失速が日銀の利上げサイクルの障害となる可能性が低下しつつあるのは好材料である。

実質 GDP の見通しは、2023年度が1.8%から1.3%へと下方修正された。能登半島地震の影響が大きいですが、個人消費の下支え要因としてこれまで上げられてきた「pent-up需要の顕在化」が削除されており、個人消費の弱さも下方修正の要因になった可能性がある。いわゆる次年度へのゲタが低くなった影響で、2024年度も1.2%から0.8%へと下方修正された。2025年度は1.0%で不変、新たに発表された2026年度も1.0%とされた。ターミナルレートが名目中立金利に達するような巡航速度の経済でも、1%成長がせいぜいというのが日本経済の実力を如実に示しているといえる。

※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