

黒田総裁は物価目標の達成は遠いと強調

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 景気判断は1年3ヵ月ぶりの上方修正

1月17-18日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。景気判断は、先月までの「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」から、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らぐもとで、持ち直しが明確化している」へと上方修正された（図表1）。判断の上方修正は、2020年10月以来1年3ヵ月ぶり（10会合ぶり）、判断の変更自体、2021年1月以来1年ぶり（8会合ぶり）となる。1月12日に発表された地域経済報告（さくらレポート）では、全9地域で景気判断が上方修正されており、今回の景気判断の上方修正は広く予想されていた。

個別項目ごとの判断を見ると、雇用・所得環境が、12月の「弱い動きが続いている」から、「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」とやや控えめながらも上方修正、個人消費は、主として反動増要因ではあるが、「徐々に持ち直している」から「持ち直しが明確化している」へと明確に上方修正された（図表2）。予想物価上昇率についても、短観における企業のインフレ予想の上昇などを反映し、「持ち直している」から「緩やかに上昇している」へと上方修正された。

（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4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
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)

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

(図表 2) 個別項目の判断

項 目	12 月決定会合	1 月決定会合	方向性
海外経済	総じてみれば回復している	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	基調としては増加を続けている	→
鉱工業生産	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	→
企業収益・業況感	全体として改善を続けている	全体として改善を続けている	→
設備投資	持ち直している	持ち直している	→
雇用・所得環境	弱い動きが続いている	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	徐々に持ち直している	持ち直しが明確化している	↑
住宅投資	持ち直している	持ち直している	→
公共投資	高水準ながら弱めの動きとなっている	高水準ながら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	持ち直している	緩やかに上昇している	↑

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

2. 物価見通しの修正幅は小幅

展望レポートでは、事前に主要紙で報道された通り、コア CPI の見通しが上方修正された。ただ、修正幅は 2022 年度が 10 月の前年比+0.9%から同+1.1%へ、2023 年度が同+1.0%から同+1.1%へと、いずれも小幅であった(図表 3)。市場の事前予想のレンジの下限に近いという印象で、黒田総裁任期中の物価目標の達成がほとんど不可能である様子も

改めて示された。この程度であれば、事前報道から受けた印象とは異なり、日本が欧米のようなインフレ懸念とは無縁であることを改めて強調した結果に見える。自らこうした見通しを示すなかで、明確に出口に舵を切る展開は考えにくい。

実質 GDP 成長率の見通しは、2021 年度が前回の前年比+3.4%から同+2.8%へと大幅下方修正される一方、2022 年度が同+2.9%から同+3.8%へと逆に大幅上方修正された。これは、これまで 2021 年度後半に見込んでいた反動増的な回復を、供給制約やオミクロン株の影響で新年度に先送りした結果と考えられる。2022 年度の上方修正については、政府の経済対策を考慮した面もあっただろう。

展望レポートの見通しにおける前回との比較については、「成長率については、2021 年度は供給制約の影響から下振れる一方、2022 年度は政府の経済対策の効果や挽回生産などを背景に上振れている。物価については、資源価格の上昇やその価格転嫁などを反映して、2022 年度が幾分上振れている」としている。物価の上振れはあくまでコストプッシュ要因であり、長期化するとは見ていないことを示唆した形である。

(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4月 展望レポート	21年7月 展望レポート	21年10月 展望レポート	22年1月 展望レポート	22年1月展 望レポート(当 社予想)
2021年度	実質GDP	4.0	3.8	3.4	2.8	3.3
	コアCPI	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
2022年度	実質GDP	2.4	2.7	2.9	3.8	3.0
	コアCPI	0.8	0.9	0.9	1.1	1.0
2023年度	実質GDP	1.3	1.3	1.3	1.1	1.3
	コアCPI	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1

(出所)日本銀行より明治安田総研作成

3. 経済のリスク要因の項目が変更される

展望レポートのリスクバランスは、まず経済については「当面は下振れリスクの方が大きい」、その後は概ね上下にバランスしている」で、時間経過に伴う文言修正を除けば前回と同じであった。これに対し、物価については、前回10月の「下振れリスクの方が大きい」から、「概ね上下にバランスしている」へと明確に上方修正された。

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、10月に続きやや大きめの変更となった（図表4）。普段あまり大きな変更のない部分だが、直近2回は項目の入れ替えが大きく、この間の経済環境の変化が激しくなっている様子を示している。今回は、前回10月のリスク要因における第1から第3までの項目を2つに再編集したうえで、新たな項目として「資源価格の動向」を加えた形となった。

（図表4）経済・物価のリスク要因

＜経済のリスク要因＞

	2021年7月	2021年10月	2022年1月
第1	新型コロナウイルス感染症による内外経済への影響	新型コロナウイルス感染症が消費活動に及ぼす影響	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
第2	企業や家計の中長期的な成長期待	供給制約の影響	海外経済の動向
第3	金融システムの状況	海外経済の動向	資源価格の動向
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

＜物価のリスク要因＞

	2021年7月	2021年10月	2022年1月
第1	企業の価格設定行動の不確実性	企業の価格設定行動の不確実性	企業の価格設定行動
第2	今後の為替相場、国際商品市況、輸入物価の動向	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）日本銀行より明治安田総研作成

まず、第1の項目については、コロナ関連という意味ではこれまでと同じだが、前回10月はその影響の範囲を「内外経済」から「消費活動」へと狭めていたのに対し、今回は逆に、「企業の輸出・生産活動」に及ぼす影響まで拡大した。内容的には、前回第2の項目に挙げられていた「供給制約の影響」と一部統合した形である。もっとも、個人消費の下振れリスクについての記述は減少しており、リスクのウェイトが後者の企業部門に傾いていることがうかがえる書きぶりになっている。今回、項目を統合したのは、個人消費への懸念が低下したという理由だけではなく、「資源価格の動向」が新たに加わったこともあり、これ以上項目を増やしたくないとの思惑も働いた可能性があるだろう。

第3から第2の項目となった「海外経済の動向」について、前回10月は特定国への言及はなかったが、今回は10月の供給制約の項目から、米国等の先進国の供給制約への懸念が移ってきている。また、「中国経済についても、中長期的な成長力の低下が徐々に進むもとで、不動産セクターの調整の影響など」と、中国への懸念が新たに追加されている。日銀が海外経済のどこに懸念を抱いているのかがよりわかりやすくなった印象がある。

第3の項目に入った「資源価格の動向」については、前回10月の時点では、独立した項目としてのみならず、リスク要因のどこにも言及がなかった。資源価格の高騰がこの3ヵ月間でにわかに台頭した問題であることを示している。これが、日銀が物価見通しやリスクバランスを変更する一因となった。

物価のリスク要因については、「企業の価格設定行動」と「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」の2つの項目を挙げている点は従来と変わらない。ただ、企業の価格設定行動の部分では、「原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、コスト上昇の販売価格への転嫁が想定以上に加速し、物価が上振れる可能性」と、コストプッシュ的な物価上昇への懸念を示す一文が新たに付け加えられた。総じて、物価の上振れが資源価格要因であることが随所で強調されている。

4. 早期利上げの可能性を探る質問が集中

会合の直前に、外資系大手通信社から日銀関係者の話として、物価目標達成前の利上げがありうるとの報道があったこともあり、総裁定例会見では、そうした方針の有無を探る質問と、それを打ち消そうとする黒田総裁とのやりとりがことさら目立つ形となった。

まず、「(物価目標達成前の利上げの議論を) 実際に行っておられるのか事実関係を教えてください」とのストレートな質問に対しては、「**そうした議論はまったくしておりません**」とし、物価が2%に向けて着実に上昇している状況ではないこと、展望レポートの終盤にかけても1%程度の物価上昇率というのが中心的な見通しであることを理由として挙げた。そのうえで、「**利上げとか現在の緩和的な金融政策を変更するというようなことはまったく考えておりません**」と繰り返した。

通信社の事前報道では、日銀関係者が「物価目標達成前のマイナス金利の解除がないとは約束していない」と述べたと伝えられたが、同じ通信社からの「2%達成前の長短金利操作目標の水準変更はないのか」との質問に対しても、「**そうです**」と答えている。

物価見通しのリスク評価を中立に引き上げたことの金融政策へのインプリケーションについては、まず引き上げの理由について、「**最近の企業物価の上昇、あるいは短観における企業のインフレ予想の高まりなどを踏まえますと、上振れ方向のリスクも同時に意識する必要があるということ**」とした。しかし、金融政策はあくまで物価目標次第であることを強調、物価見通しが「**見通し期間の最終時点でも1%程度にとどまる**」以上、「**現在の金融の大幅な緩和というものを粘り強く続けていく**」と述べている。

このように、会見では黒田総裁が「2023年までみても物価の見通しは1%」と、自ら物価目標の達成が遠いことを強調する場面が目立った。筆者が議事録で数え上げた限りでは、記者とのやり取りのなかでなんと7回も繰り返している(数え方次第で変動の可能性あり)。期待に働きかける効果を重視していたはずの黒田緩和だが、黒田総裁自ら物価目標の達成を躍起になって否定するというのも奇妙な光景である。

この点、今回黒田総裁が最も答えに窮したように見えた質問は「日銀が2%にいかないと言い続けると、異次元緩和のロジックから考えると予想インフレに悪影響を及ぼす恐れがある。むしろ追加緩和が必要では」という質問だった。黒田総裁は、2022年度は資源価格含みの1%だが、2023年度はそうではなく、その先を想定すれば2%に向けて徐々に物価が上昇していく見通しなので現行政策の継続が妥当との趣旨の回答で、なんとかかわしている。

記者からは「枠組みとしての量的緩和は残るが、物価目標から9年近くたっても物価が鈍いということは、量の効果は当初期待したほどのものではなかったという解釈か」という興味深い質問も出た。これに対し黒田総裁は、「**量といっても実際上は金利を通じて経済に影響が出るわけですので、そうしたことを踏まえて現在の長短金利操作付き量的・質的金融緩和、イールドカーブ・コントロールというものにして現在に至っている**」、「**金融政策の影響のチャネルとしては、基本的には金利を通じて経済活動に影響を与えていく**」と述べている。量と質は裏表のような関係であり、「**量を無視することではない**」ともしたものの、このあたりはまるで白川前総裁の答弁を聞いているようで、黒田緩和の変質ぶりを改めて印象付けるやりとりだった。ちなみに白川前総裁は、量の拡大そのものの効果に懐疑的な立ち位置から「いくら非伝統的政策と言っても、実体経済への波及ルートはあく

まで金利と言う伝統的なルート」と再三コメントしていた。

5. 事前報道をどう解釈すべきか

そもそも通信社の事前報道をどう解釈すべきか。当然ながら記者が聞いてもいないことを記事にするはずはなく、取材を受けた側も、報道されることを了解したうえでしゃべっていると考えるのが自然である。重要な政策変更の前に、日銀が主要紙にリークするのはこれまでも取ってきた方法である。今回は話題が一段とセンシティブなだけに、英字メディアを選んで観測気球を打ち上げた可能性も絶対ないとは言えない。「物価目標達成前のマイナス金利の解除はないとは約束していない」と述べたとされる関係者の発言内容も、いかにもそれらしい。

黒田総裁が代われれば、日銀全体として、正常化に前のめりになる可能性は着実に高まる。次期総裁の人選についての予想は時期尚早だが、今のところは日銀出身者が有力候補として挙げられており、そうなればなおさらである。もし、正常化に向けたロードマップが頭の片隅にでもあるのだとしたら、地均しは早い方が良い。今年退任する審議委員二人の後任の人選次第では、方向転換が難くなる展開が想定されるためである。新日銀法のもとで日銀が独立性を高めたとはいえ、ある程度政権の意のままに動かせることは安倍元首相が証明した。この点、アベノミクスと距離を置きたい岸田新政権が誕生したことは、日銀にとってチャンスである。岸田首相の金融政策への姿勢は現時点では必ずしも明らかではないが、安倍元首相ほどリフレ政策に傾倒していないのは確かである。こうしたもろもろの環境変化のなかで出てきた報道だったようにも感じられる。

6. 円安の影響を問う質問も続く

前回、前々回の会合に続き、今回も引き続き円安の影響を問う質問が出た。「どういう状態になったら悪い円安なのか」という質問に対しては、「**円安の影響が業種や企業規模、あるいは経済主体によって不均一であるということには十分留意しておく必要がある**」と述べたものの、「**悪い円安というようなものは今、考えておりませんし、考える必要はないというふうに考えております**」とした。黒田総裁にとっては、円安の背景の多少の違いにかかわらず、「人々に持続的なインフレ期待をもたらすのであればそれはいい円安」というところではないか。

また、円安とも関連するが「コストプッシュ型のインフレが一時的ではなく家計に悪影響を及ぼすことが確認された場合、日銀としてどういった対応を取る余地があるのか」との質問に対しては、「**資源価格、商品価格の一時的な上昇を金融政策で止めるというのは適切でない**」と答えている。どのみち、物価目標未達下で、出口への方向転換と受け止められる政策変更は難しい。ただ、政権にとっては家計への影響は重大な関心事である。将来的に日銀になんらかの協力を求める動きが出てこないとは限らない。

強いて言えばオーバーシュート・コミットメントには、運用で対応の余地がある。オーバーシュート・コミットメントとは、公表文における「マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」の部分であり、本来であれば、2%に到達しなければマネタリーベースを減らすことは許されないはずである。しかし、黒田総裁は会見で、「**あくまでも拡大方針ということで、短期的にご指摘のように振れたり一時的にマイナスになったりする**」と述べ、短期的には減少しても許容されるとしている。

すでに、2021年末の日銀の保有国債残高が前年対比で減少したことが明らかになっているが、コロナオペ縮小に伴い、4月以降はマネタリーベース全体でも減少していく可能性が有力である。他のオペを含めた匙加減で、調節の幅を操作することは可能である。日銀にとってのメリットは、長期金利の変動許容幅の拡大等、他に考える手段とは異なり、政策変更のアナウンスなしにできる点である。なにしろ日銀には、国債買い増し額のペースが年間20兆円前後にまで減少しても、「80兆円をめど」の看板をしばらく下ろさなかった実績がある。アナウンスが必要な政策変更は、物価目標との整合性を保つためのアカウンタビリティの確保が難しい。黒田体制下で

できるとしたらこのあたりまでではないか。

※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