

2024. 9. 24

【日銀金融政策決定会合（24年9月）】

植田総裁は追加利上げを急がない姿勢を示す ～次回利上げは12月との予想は維持～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 9月19、20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。現在の日銀の方針は、「金融資本市場が不安定な間は利上げしない」というもので、大方の予想通りの決定
- 植田総裁の定例会見は、7月の定例会見に比べれば慎重な言い回しが目立った。「政策判断にあたっての時間的な余裕はある」、「見通しの確度が高まってもすぐに利上げだということにはならない」等、全体的なトーンはハト派的で、次回10月末の決定会合もすえ置きの可能性が高まった
- ただ、その次の12月の決定会合までには、米雇用統計の結果を3回分確認できる。これにより米経済のソフトランディングの可能性が高まったと判断し、追加利上げに踏み切る可能性を見込む

1. 個人消費の判断を上方修正

9月19、20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。8月の金融市場混乱後の日銀の方針は、内田副総裁が8月7日の講演で述べた通りで、「金融資本市場が不安定な間は利上げしない」というものである。足元の市場が安定を取り戻したと考える市場関係者はほとんどいないとみられ、従ってすえ置きは大方の予想通りだった。

景気判断は「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」で、5回連続で同じ判断が示された（図表1）。一方、個別項目別の判断では、個人消費が「底堅く推移している」から、「緩やかな増加基調にある」へと上方修正された（図表2）。懸案だった個人消費がようやく上向きつつあるとの認識が示されたことで、全体としても上方修正含みとの印象だった。

（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
22年1月18日	持ち直しが明確化している	↑	10回会合ぶりの上方修正(8回会合ぶりの変更)
22年3月18日	基調としては持ち直している	↓	9回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回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	→	
24年7月31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9月20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7月	2024年9月	方向性
海外経済	総じてみれば緩やかに成長している	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	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	→
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	物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある	↑
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

植田総裁は会合後の定例会見で個人消費の上方修正について問われ、「**データの的には消費活動指数が第2四半期増加に転じた。それから7月も増加が続いている。さらにその後の動きについてもヒアリングや高頻度のデータでは緩やかな増加基調が続いている**」と、日銀作成の統計に加え、月次統計が追い付かない足元でも改善傾向が続いている可能性が高いことを第一の理由として挙げた。2点目として、「**猛暑とか自然災害でいろいろ揺れていますけれども、根っこのところで賃金が着実に上昇してきて所得環境の改善が続いている**」と所得環境の改善を挙げ、両者を総合的に判断したとしている。

2. 米経済への警戒感を示す

しかし、先行きの金融政策については、7月の定例会見に比べれば慎重な言い回しが目立った。多くの記者が、今後の具体的な利上げペースや利上げ幅について様々な角度からヒントを引き出そうとしていたが、こうした

質問に総裁が言質を与えることはなかった。ただ、全体的なトーンはハト派的で、金融資本市場の動向がよほど好転しない限り、次回10月末の決定会合もすえ置きの可能性が高いとの印象を受けた。

まず、先行きの金融政策の方向性については、「**現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえ、以上のような経済・物価の見通しを実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる**」と、正常化路線自体に変化はないとした。ただ、その条件となる金融資本市場に対する認識は、「**引き続き不安定**」だとし、当面は「**きわめて高い緊張感を持って注視**」するとのスタンスを示した。

その際、金融市場の動きそのものにとらわれるのではなく、「**アメリカをはじめとする海外経済の先行きを巡る不透明感、これが昨今の金融資本市場の動きの背後にある**」ことから、海外経済、特に米経済の動向を丁寧に分析し、経済見通しへの影響を確認していくとの方針を示した。ただし今のところは、「**われわれの見通し通りに経済は足元動いてきている**」と、日本の景気はあくまでもオントラックだとし、「**これは若干なりとも基調的物価上昇率を上げてもいいような材料**」と、国内経済の動向だけ見る限りすぐにも利上げは可能との口ぶりであった。しかし、米経済が不透明性を高めているため、「**相打ちのような形に足元なっているというふうな認識**」と、懸念材料はあくまで米経済だとした。

3. 政策判断に時間的余裕

米経済をウォッチするにあたってのポイントは、「**ソフトランディング的なシナリオに近い姿が実現していくのか、もう少し厳しめの情勢になっていくのか**」だとし、そのうえで「**ソフトランディングにしても、大幅な利下げを必要としたうえでのソフトランディングなのか**」といった点を見極めていくとした。そのために要する時間については、「**特定のタイムラインというかスケジュール感を持って、ここまで確認するというような予断を持っていません**」とした。

少なくとも現状認識については、「**8月初め以降のアメリカ経済に関するデータは少し弱いものが続いたりしていますので、リスクは少し高まっている**」と、7月会合時よりも米経済の下振れリスクは高まったとの見方を明らかにしている。一方で円安の一巡に伴い、国内の「**物価上昇リスクは相応に減少している**」ことから、政策判断にあたっては、「**時間的な余裕はある**」と、ある程度時間をかけて検討する余地があるとの考えを示した。また、「**見通しの確度が高まった。従ってすぐに利上げだということにはならないと考える**」とも述べており、以上を総合すると、次回10月末の会合で利上げが実施される確率はかなり下がったとみるのが妥当だろう。

10月末までに米経済の動向を見極めようとしても、カギとなる雇用統計はあと1回しか発表されない。これがたとえ予想を大きく上回ったとしても、1回の結果で判断するなら上記の発言と矛盾する。あるいは10月に誕生する新首相が早めの解散に踏み切る可能性が高いことも念頭にあるかもしれない。「政治の季節」には金融政策も何かと注目や批判を浴びやすくなることから、日銀としては動きにくいと考えている可能性が高い。

ただ、その次の12月の会合までには、あと3回雇用統計の結果を確認することができる。これらが総じて米経済がソフトランディングに向かっていることを示す結果になれば、見極めの時間がまだ足りないということにはならないのではないかと。そもそも、NY市場ではダウ平均が史上最高値を更新するなど、すでにソフトランディングを織り込みつつある。個別の経済指標に一喜一憂する状況が続いていることから、まだ油断は禁物だが、年末にかけ、米大統領選もこなしたうえで一段高を試す状況となれば、金融資本市場も安定を取り戻したとの判断が可能となるだろう。株価が利上げの直接的な条件になるわけではないが、日経平均が4万円の大台をうかがう水準にまで戻るかどうか、追加利上げの時期を予想するうえでの一つの目安になると考える。

前述のとおり、植田総裁は、金融市場そのものよりも、背景にある米経済の動向が重要との考えをしきりに強調したが、日銀の金融政策のかじ取りが金融資本市場に紐付けられているとみられることを嫌ったという面

もあるだろう。8月以降、日米ともファンダメンタルズの方向性に劇的な変化があったわけではなく、大きなリスク要因となったのはあくまで金融資本市場の動きである。米国経済がソフトランディングに向かっていることが明らかになれば金融資本市場も安定する。金融資本市場の動向が次回の利上げ時期のカギを握るのは間違いない。筆者は元々次回の利上げは12月と予想していたが、現時点で変える必要はないと考えている。

4. 自民党総裁選の影響

自民党総裁選について植田総裁は、「ひとりひとりの候補の方々の個別のコメント、特に金融政策まわりについてコメントすることは差し控えさせていただければと思います。ただ、いずれにせよ新政権とはこれまでと同様、十分に意思疎通を図っていければというふうに考えています」と、一般論を述べるにとどめた。

もし、安部元首相に近いとされる候補が後任となれば、日銀の金融政策の方向性に少なからず影響を与えるのは間違いない。ただ、アベノミクスの時代とは金融政策を巡る環境が大きく変わっているのも確かである。ようやく黒田緩和を「卒業」したばかりにもかかわらず、時計の針を逆に回すような政策転換を要求するのは難しい。すでに正常化路線に転じている日銀に金融緩和を求めるわけにはいかず、利上げのペースを遅らせることができるかどうかといったあたりが限度になろう。新首相がどういう態度に出るかはふたを開けてみないとわからないが、例えば議決延期請求権を発動したとしても、それで世論やマスコミの好意的な反応が得られるとは考えにくい。

また、政府は人事を通じて金融政策の方向性に大きな影響を与えることができる。これは安倍元首相が実践したとおりである。この点、2025年3月25日に任期を迎える安達委員の後任に同じリフレ派を送り込むことができるかどうかを試金石になるかもしれない。ただ、与党内でもリフレ的な勢力の退潮は明らかで、こうした人事を後押しする力は安倍政権時代より弱まっている。また、審議委員は国会同意人事だが、総選挙を経て、3月までに国会の勢力図が大きく変わっていれば、野党の抵抗を突破するのが難しくなる可能性も考えられる。

ゆくゆくは植田総裁の後任にリフレ派を据えなければ、大きな方向性は変わらないが、まだ2028年4月まで任期はたっぷり残っている。平成以降の歴代内閣の平均在位日数が2年に満たないことを考えれば、それまでに政権が再び代わる可能性の方が高そうである。

5. フォワードガイダンスの位置づけは後退

6月の決定会合の公表文から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際、筆者はレポートで、「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」と述べた。7月の展望レポートでは通常通り末尾に記載されていたので、日銀の意図を図りかねていたが、今回の公表文ではやはり見当たらなかった。定例会見で今回初めてこの点についての質問が出され、植田総裁は、「**変更がない限りは展望レポート以外の回では特に記述をしないという方針にいたしました**」と述べた。

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、あえて頻度を減らすということは、日銀にとって重要性が下がったことの証明である。

植田総裁は、「**コミュニケーション上問題がありそうだとすることであれば、もちろん元に戻すとかあるいは他の形を考えるとか努力していきたいと考えています**」と述べたが、もともとの導入の背景を考えれば、引き締め局面では先行きの金融政策の方向性にそもそも触れる必要はないとも言え、コミュニケーション上大きな問題にならないと考えられる。

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