

2024. 8. 9



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

## 日銀のムードが1週間で大きく変わる ～ただし政策金利のパスが変わったとみるのは早計～

### ポイント

- 7月末の金融政策決定会合における利上げは、円安対策という意味では大成功。株価急落は予想外だったかもしれないが、市場の過剰反応の可能性も低い
- 「主な意見」はきわめてタカ派的だったが、内田副総裁の講演までの1週間で日銀内のムードがガラリと変わったことを確認。不安定な市場環境下で利上げはしないとの内田副総裁のコメントは、市場の沈静化に寄与
- ただし、市場環境を前提条件としたフォワードガイダンスは、せいぜい数週間のスパンでしか通用しない。利上げパスが変わったと決めつけるのは早計で、筆者は年内にあと1回の利上げとの見通しを維持

### 1. 日銀の利上げは成功だったのか

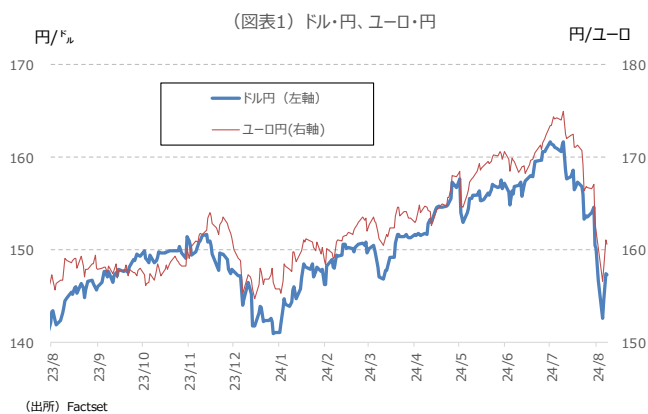
7月の金融政策決定会合における日銀の利上げは、表向きはともかく、円安対策が主眼であったのは間違いないところである。直近の実質GDPは大幅マイナス、実質賃金も会合前まで26ヵ月連続のマイナスで、賃金と物価の好循環が軌道に乗ったのかははっきりしないという状況下では、もともとハト派の植田総裁が利上げを急ぐ誘因は乏しかった。植田総裁自身、会合後の定例会見で、あくまで景気・物価動向が第一の理由との建前をとりつつも、「足元の円安が物価に上振れリスクを発生させているということもあって政策変更に至った」と、間接的ながら、円安が利上げの理由のひとつであることを認めていた。たとえ間接的でも、為替相場の動きが金融政策を動かす要因になったことを日銀が認めるのは珍しい。会合前に政治サイドから相次いだ利上げ要求も、もっぱら為替相場を念頭においたものであった。

そういう意味では、7月の利上げは大成功だったということになる。会合前に市場関係者の間で取り沙汰されていたのは、むしろ「効かないリスク」であった。短中期的なドル・円相場のトレンドを規定する最も重要なファクターは日米金利差である。中央銀行の力関係を比べた場合、これは8割、9割方米連邦準備制度理事会(FRB)の動きで決まる。たとえ日銀の利上げで相場が動いたとしても、数円程度であれば、円を売りたい投資家にいい機会を与えるだけに終わってしまう可能性も高かった。また、味をしめた市場がひとたび催促相場の様相を呈すると、抵抗するのが難しくなる。日銀としては、財務省とともに円売り圧力とのいちごっこに巻き込まれるのだけは避けたかったはずである。だからこそ、単なる利上げだけではなく、展望レポートのフォワードガイダンスや植田総裁の会見も、市場にさらなる利上げを印象付ける方向に振ったのではないかと。

### 2. 円高で株安は当然の帰結

ところが、7月30日、31日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、市場の事前の織り込み以上にハト派的なスタンスが示され、2日に発表された雇用統計も予想以上に弱かったことで、一気に市場のムードが変わった。会合直前まで152円/ドル近辺で推移していたドル・円相場は、8月3日には141円/ドル台まで一気に10円/ドル以上円高ドル安が進む場面があった（図表1）。日銀にとっては、わずか0.15%の利上げで10円/ドル以上の円高を実現できたという意味で、きわめて効率的だったという言い方も可能である。円安対策という点では、日銀はむしろ幸運に恵まれた。

代わりに株価が急落したわけだが、ここまで円安と株高が同時並行的に進んできたことを考えれば、円高とともに株価が下がるのは必然で、政府、日銀とも当然覚悟しておかなければならないリスクであった。日銀がどう考えていたかはともかく、解散総選挙のタイミングを模索する政権にとっては、有権者である家計の痛みを緩和する方が優先だったはずである。株価を下げずに大幅な円高を実現するのは不可能に近い。やっと為替相場が思い通りの展開になった瞬間、今度は株が下がりすぎだと騒ぐのでは虫が良すぎるということになる。そう都合良く相場の動きを操作できるわけではない。



### 3. 市場は過剰反応か

とはいえ、程度問題だという意見もわかる。ただ、今後市場の混乱が徐々に沈静化に向かう期待もできる。足元の株式市場は乱高下が続いており（図表2）、先行きの展開はなお判断を許さないが、下値では押し目買的な動きが活発化する様子も垣間見える。米国で失業者があふれかえっているわけではなく、連鎖倒産が起きているわけでもないことを考えれば自然な反応だろう。

7月雇用統計では、失業率の直近3ヵ月移動平均と過去12ヵ月の最低値との乖離幅が0.5ポイントを上回る

「サム・ルール」が点灯したことが話題になったが、同じく過去景気後退を必ず当ててきたとされる逆イールド（10年債－2年債利回り）が実現してからも、米国景気は2年以上回復基調を続けてきた。失業率が上がったといっても水準自体はまだ低く、足元ではNAIRU（インフレを加速させない失業率の下限）とトントンか、小幅に上回る程度であろう。雇用者数も伸びが鈍化したとはいえ、二桁万人の増加が続いており、景気後退が差し迫っているとの印象は受けない。そもそも、米国景気の減速はインフレ抑制に必要なステップであり、多くが待ち望んでいた結果でもある。一方で、日本では高い賃上げ率の実現するなど、今年度に入ってから景気見通しは逆に上向きつつある。

足元の景気に変調が生じているとして、経済指標と金融市場のどちらが先に動くかと言えば市場であり、この点、足元の金融市場の急変動のインプリケーションについては引き続き慎重に見極める必要がある。しかし、後述する内田副総裁の講演にもあったとおりで、やや過剰反応の印象が否めない。



### 4. 「主な意見」はきわめてタカ派的

8月8日に発表された「金融政策決定会合における主な意見（2024年7月30,31日開催分）」では、利上げを決定した会ということもあって、当然ながらタカ派的な意見が目立った。利上げ自体は筆者の予想通りで、そのうえで注目していたのは弱含む個人消費についてのエクスキューズだったが、この点については「個人消費は決して強くないが、この先春季労使交渉の結果の賃金への反映がさらに進むこと、夏季賞与が好調であることに加えて、定額減税等もあり、底堅い動きが続くとみられる」という意見があった。先行きの回復見通しで乗り切るという点も予想通りだが、決して強くない個人消費のもとでも利上げに踏み切ったのは、やはり円安対策を優先させたためであろう。

景気以上に強気の意見が目立ったのは物価関連で、「賃金と物価の好循環が働きだしたと考えられ、基調的な物価上昇率は2%に向けて着実な歩みをみせている」、「物価目標の実現の確度はさらに高まった」、「物価の上振れリスクに注意する必要がある」、「家計を中心に目標実現が従来よりも意識されてきていることを認識する必要がある」といった、前回の会合では見られなかった強気の意見表明が並んだ。

そのうえで、当面の金融政策運営に関しては、「政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整することが適切」、「足元の経済の状態は、現在のきわめて低い政策金利を幾分引き上げることができる程度には良い」、「様々な指標でみた金融緩和の度合いは、量的・質的金融緩和期の平均的な水準を大きく上回っている」、「金利を引き上げたとしても、0.25%という名目金利は引き続ききわめて緩和的な水準」、「物価安定の目標実現を前提とすると、そこに向けて、政策金利を中立金利まで引き上げていくべき」と、こちらも利上げを正当化する意見が大勢だった。「緩やかなペースの利上げは基調的な物価の上昇に応じて緩和の程度を調整するものであり、引き締め効果を持たない」と、利上げではあっても引き締め効果はないと強調する意見もあった。

一方で、「下振れ気味のデータが多いため、賃金上昇の浸透による経済状況の改善をデータに基づいてより慎重に見極める必要がある」、「現時点では経済の持続的成長を裏付けるデータが少ないため、次回会合で重要な経済データを点検して変更を判断すべきで、今次会合での利上げについては反対」といった慎重な意見もあったが、少数派であった。実際、今回の利上げの決定の評決は7対2であった。

## 5. 一週間でスタンスがガラリとかわる

主な意見の内容は、次回会合で追加利上げがあってもおかしくないような勢いである。しかし、直後の1週間で日銀内のムードが大きく変わったことを示したのが、7日の内田副総裁による金融経済懇談会における講演であった。内田副総裁は後半の先行きの金融政策のパートの冒頭で、「**結論から申し上げますと、内外の金融資本市場の急激な変動がみられるもとで、当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続けていく必要があると考えています**」とはっきり述べた。「当面」のスペンが問題になるが、「現在の水準で」というのは、「利上げをしない」と断言しているに等しく、フォワードガイダンスとしてはこれ以上ないほど強い表現である。前回の会合後、前のめりになっていた市場の利上げ見通しの修正を図る意図があるのは明白である。

内田副総裁は、展望レポートでは政策金利の引き上げを続ける条件として「**経済・物価の見通しを実現していくとすれば**」という条件が付いており、ここに「**ここ1週間弱の株価・為替相場的大幅な変動が影響します**」と述べる。その結果、「**見通しやその上下のリスク、見通しの確度が変われば、当然金利のパスは変わってきます**」と、相場変動は金融政策に影響を与えうるとしている。そのうえで、「**欧米の利上げプロセスとは異なり、わが国の場合、一定のペースで利上げをしないとビハインド・ザ・カーブに陥ってしまうような状況ではありません**」と、利上げを急ぐ理由はないことから、「**金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはありません**」と再び断言するという手順を踏んでいる。

## 6. 利上げパスが変わったと見るのは早計

内田副総裁の講演は、市場の沈静化を図るという観点から見れば、ほぼ満点に近いということになるだろう。この内容は6日に開かれた日銀、財務省、金融庁の3者会合における意見のすり合わせが反映されているとみられる。3者会合の後、三村財務官は「しっかりと緊張感を持って、しかし、同時に冷静に何が起きているのか見極めていくことも大事。政府と日本銀行の間で緊密に意思疎通を図りながら連携をしていく」と述べていた。現状では、金融市場の混乱の沈静化を図るのが政府日銀の最優先課題であることを共有したとみられ、その意味で内田副総裁のハト派転換は当然であった。

しかし、内田副総裁が、金融市場が安定を取り戻しても利上げはしないと述べているわけではない点には注意が必要である。すえ置きは不安定な金融市場であり、先行きはあくまで金融資本市場の動向次第である。これが会合の1~2週間前だったら、とりあえず次回会合でのすえ置きは確実というところだが、次の9月会合まであと1ヵ月以上ある。しかも、もともと9月会合で利上げを見込む向きは少数派で、早くも10月、見通しの最頻値は年末あたりというのが市場関係者の大体のコンセンサスだった。「金融資本市場が不安定な状況」が10月末まであと3ヵ月弱も続く可能性は、なくはないにしても、メインシナリオに置く市場関係者は多くないのではないか。ドル・円相場も足元では148円/ドルに接近するなど、円売り圧力が案外簡単に息を吹き返す可能性も示されている。

市場環境は経済・物価動向よりもはるかに不安定であり、これを前提条件としたフォワードガイダンスは、せいぜい数週間のスパンでしか通用しない。内田副総裁自身、日米株価の急落について、「**両国の経済のファンダメンタルズが大きく変わったとは思えませんので、米国の単月の指標に対する反応としては、大きすぎると思っています**」と述べているが、全く同感である。であればなおさら、今回の市場の混乱で、日銀が想定する利上げパスが変わったと決め付けるのは早計だろう。筆者自身の次なる利上げ時期のメインシナリオは12月だが、現時点で見通しを変える必要はないと考えている。

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