

2024. 3. 13



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

来週の金融政策決定会合で正常化へ

～賃金次第で利上げペースも早まる可能性～

ポイント

- 本日の春闘の集中回答日では、自動車、電機、鉄鋼等のリーディングカンパニーが続々と組合の要求に満額、あるいはそれ以上の回答を打ち出した。15日の第1回回答集計結果も大方の予想を上回る可能性
- 植田日銀総裁は12日、来週の金融政策決定会合での方向性について、今週追加的なデータや情報が入ってくるので総合的に判断と述べており、流れは定まった形
- マイナス金利のほか、イールドカーブ・コントロール（YCC）やリスク資産の買い入れも終了と、必要な修正は一度に実施の可能性大。長期金利の急変動リスクに対しては長期国債の機動的な買い入れで対応

1. 集中回答日は期待通りの内容

2024年春闘は本日13日、集中回答日を迎えた。すでに各業界の大手企業が、去年以上の高い賃上げ率で早期に決着する動きが相次ぐなど、流れはできていたなかで、本日も自動車、電機、鉄鋼等のリーディングカンパニーが続々と組合の要求に満額、あるいはそれ以上の回答を打ち出している。

連合は7日に、春闘の参加労組の賃上げ要求が5.85%と、30年ぶりに5%を上回ったと発表していた。もともとの目標は5%以上で、期待を上回る手応えを感じているとみられる。傘下で最大の産別労組であるUAゼンセンが発表した最新の妥結水準も、正社員の賃上げ率が6.7%と、目標とする「6%基準」を大きく上回っている。こうした流れを受け、15日に迫った春闘の第1回回答集計結果でも、大方の予想を上回る数字が出てくる可能性が高まっている。

当研究所の最新予想では、2024年の平均賃上げ率は4.14%～4.66%の範囲で、レンジ中央値である4.4%（ベア：2.94%）をピンポイントの予測値と置いている（3/12発行、『春闘賃上げ率は4%台半ばの可能性も』参照）。ベアの部分がおおむね厚労省の毎月勤労統計調査の名目所定内給与の上昇率に一致するため、この水準を物価上昇率が下回れば、実質賃金はプラス圏に浮上する可能性が高まる。1月の消費者物価指数（コアCPI、生鮮食品を除く総合）は前年比+2.0%だったが、前年同月の数字の関係で2月にいったん同+2.8%前後まで加速した後、再び徐々に低下に向かう見通しである。春闘の妥結水準が徐々に個別企業の賃金に反映される年央にかけて、物価上昇率を上回る可能性が見えてきた。

植田総裁は、12日の財政金融審議委員会、3月18、19日の金融政策決定会合でマイナス金利の解除等の金融政策の正常化に踏み切る可能性について「今週、追加的なデータや情報が入ってくると思う。総合的に判断、点検し、適切な判断をくだしていきたい」と述べていた。本日の集中回答日、および15日の第1回回答集計結

果を念頭に置いた発言とみられるが、本日の結果は間違いなく日銀の背中を後押しする内容である。

2. 先週後半以降 3 月解除の流れが加速

年明け以降、植田総裁や内田副総裁から、金融政策の早期変更を市場に印象付ける「地均し」的な発言が目立って増えてきた。2 月後半以降は、正副総裁のみならず、審議委員からもそうした発言が相次いだのが特徴で、珍しくというべきか、審議委員の発言で市場が振れる場面が繰り返された。2 月 29 日には高田審議委員が滋賀県金融経済懇談会における挨拶のなかで、「不確実性はあるものの、2%の『物価安定の目標』実現が漸く見通せる状況になってきたと捉えています」と述べたほか、3 月 7 日には中川審議委員が島根県金融経済懇談会における挨拶のなかで、「わが国の経済・物価情勢は、2%の「物価安定目標」の実現に向けて着実に歩を進めています」と同趣旨の発言で続いた。

週末には、主要メディアから 3 月解除の可能性を示唆する報道が相次いだ。8 日には大手通信社から、早ければ 18、19 日の金融政策決定会合でマイナス金利を解除するとともに、金利から量に再び目標を移すとの報道が流れた。一部出席者がマイナス金利政策の解除が妥当だと意見表明する見通しという。別の通信社からは、日銀の考えに詳しい関係者 4 人の話として、3 月のマイナス金利解除に傾く政策委員が増えているとの報道も流れた。

3. なぜ 4 月ではなく 3 月か

先週後半以降の動きを受け、市場では、3 月会合でのマイナス金利の解除を織り込む動きが加速している。通信社の報道は、日銀からの意図的なリークの可能性をうかがわせるものであり、その可能性は確かに高まっている。日銀がこれを行き過ぎと考えているのであれば、ブレーキをかけるような情報発信があってしかるべきだが、今の所それはない。

筆者は先週の前半まで、マイナス金利の解除は 4 月と考えていた。ここまで来たら慌てる必要はないこと、4 月になれば日銀短観をはじめ、さらなる判断材料が揃うこと、4 月は展望レポートの発表月であり、物価目標の上方修正と合わせて実施したほうが説明責任を果たしやすいと考えたことが主たる理由である。また、会合後に発表される公表文に、「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和」との一節がまだ残っていることが引っ掛かっていた。直後の会合で金融緩和どころか真逆の行動に踏み切るとするのは、フォワードガイダンスの信頼性、有効性を日銀自ら損なう結果につながると考えたためである。植田総裁は審議委員時代に、いわゆる「時間軸政策」を導入した当事者である。将来の金融政策の方向性を示唆することによってターム物の金利を引き下げるという、本人の言葉を借りれば「将来の金融緩和の効果を前借りする」政策で、これがフォワードガイダンスとして世界の主要中央銀行の間に広がった経緯がある。であればこそ、3 月の会合でこの 1 文を削除し、4 月にマイナス金利解除という、より段階を踏んだコミュニケーションを心がけるのではないかと考えていた。

しかし、すでに正常化ありきで動いているのであれば、材料を揃えるのに過度に慎重である必要はないとも言える。3 月解除を見送れば、市場はどのみち 4 月解除をほぼ 100%織り込む。そうであれば、市場に変に気を持たせた状態をあと 40 日も維持する意味は希薄で、できる時にやってしまえばいいとの考えが成り立つのはわかる。先送りが結果として裏目に出る可能性もないわけではない。米国で弱めの経済指標の発表が相次ぎ、利下げが近付いてきたとの観測が広がれば、円高・株安が進行し、日銀が逆方向に動くのを難しくさせる可能性はある。先週末以降の円高と株式市場の急落を見ていると、確かに、市場にのりしろがたっぷりあるうちに動いておくのが得策かもしれない。

4. 日本の経済指標も弱含む可能性

日本の経済指標も好転するとは限らない。大手自動車メーカーの検査不正問題の余波は続いており、3月までの鉱工業生産は前年比でマイナス圏での推移となる可能性が高い。また、物価高の影響で、昨夏以降の個人消費は弱含んでいる。2月の月例経済報告では、個人消費の見方を「持ち直している」から「持ち直しに足踏みが見られる」へと下方修正した。景気の基調判断についても「このところ一部に足踏みも見られるが、緩やかに回復している」から「このところ足踏みも見られるが、緩やかに回復している」へと3ヵ月ぶりに下方修正している。経済指標が悪化するから前倒しで引き締めを行なうというのは本末転倒だが、マイナス金利の解除が既定路線になっているからこそ成り立つロジックである。

日銀はまだ個人消費の判断を「緩やかな増加」で維持しているが、昨秋頃からすでに苦しくなっている印象が否めなかった。植田総裁も12日の参議院財政金融委員会で、足元の個人消費について「食料品や日用品など非耐久財消費に弱めの動きがあるほか、暖冬による一時的な要因も下押しになっている」と、ようやく弱含んでいることを認めた。3月の公表文ではおそらく個人消費の判断の下方修正は不可避だろう。ただ、足元の数字は弱くても、先行きは回復が見込まれるので解除は可能との理屈付けは可能である。この点、13日の集中回答日、15日の第一回答集計結果を経た直後の開催となる次週の会合は絶好のチャンスとなる。15日も驚くような数字が出てくる可能性が高まっていることを考えれば、植田総裁が「今週、追加的なデータや情報が入ってくると思う」と述べたのは事実上、来週動くとの予告に近い。組合のない中小企業がどの程度ついてこられるかといった課題は当然残るが、主要メディアが賃上げのニュースに沸き立つなか、上げ潮ムードに乗って一気呵成に正常化という流れを狙っていると考えられる。

一方、早めに動いた分、万が一景気が失速したり、物価が予想以上に低下した場合は、日銀の責任を問う声が大きくなるリスクを背負うことになる。フォワードガイダンスの信頼性が低下するのも避けられない。

5. 正常化プロセスは1回でほとんど終了

通信社の報道を参考に改めて修正内容を予想すると、マイナス金利の解除のほか、長期金利の0%という目標水準と、1%という上限の目途はいずれも廃止（YCCの終了）、オーバーシュート型コミットメントも取り下げ、リスク資産の買い入れも廃止と、量的・質的金融緩和を構成していた政策はほとんど撤廃、廃止となる可能性が高いだろう。1回の修正でほとんど終わらせるというのは筆者の従来の予想から変わっていない。ただ従来は、長期金利の急変動を防ぐため、上限の目途は残すと考えていたが、ここは長期国債の機動的な買い入れで対応することになりそうである。毎月の買い入れ額については、目安があった方がわかりやすいので、通信社の報道どおりの6兆円かどうかはともかく、なんらかの形で提示される可能性が高い。ただ、これもおなじみの「目途」であり、国債市場の動き次第で柔軟に調整していく形になると考えられる。

政策金利については、市場機能の早期回復の意味合いもあってゼロに固定するのではなく、0~0.1%とレンジで示す形とし、当座預金の付利金利も0.1%で統一されると予想する。公表文には、政策金利が当面低位での推移となる可能性が高いことを市場が織り込むようなフォワードガイダンスが入るだろう。もっとも、賃上げの動向次第では、足元の市場コンセンサスを上回る上昇となる可能性はある。筆者は、年内に0.5%まで引き上げられる可能性を見込んでいます。

株価が調整色を強めている折、ETFの買い入れをすっぱりやめるのかどうかという点を市場は気にするかもしれない。この点、11日の午前中にTOPIXが2%下がっても、これまでの慣例通り買いに入らなかったのはひとつのシグナルである。もし買いに入っていたら、次週の会合でいきなり買い入れを止めることはないかと予想するのが自然であった。個人的には、4万円に到達した株価を中央銀行が買い支えなければならぬいわれはなく、もし買いに入っていたら、日銀はパニックに陥っているとの印象を与え、むしろ逆効果となっていた可能性があったと考える。中央銀行が株を買い支えるというのはそもそも異常な政策であり、すでに日銀の役目は終わ

っている。2月8日に内田副総裁が講演で、ETFとJ-REITの買入れについて「大規模緩和を修正する時には、この買入れもやめるのが自然です」と述べているほか、中川委員も上述の挨拶のなかで、「これらが非伝統的なものであることも念頭におきながら議論が行なわれ、修正要否について判断することになる」と廃止を示唆している。廃止が既定路線というのは、株価下落の下でも変わらないとみられる。

※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