# Meiji Yasuda Research Institute, Inc.

2024. 11. 1

# 【日銀金融政策決定会合(24年10月)】

# 植田総裁は「時間的余裕」とはもう言わない方針 ~12月利上げの可能性が高まったとの認識~



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

### ポイント

- 10月30、31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。植田総裁は会合後の定例会見で、「時間的な余裕はある」というキーワードを今後は使わないと明言。先行きの金融政策のかじ取りに関するフリーハンドを改めて確保した
- 12 月の追加利上げが引き続きメインシナリオ。年末にかけては、米経済がソフトランディングに向け順調な道筋をたどっている様子が改めて確認できる可能性が高い。日銀としては、もし動かなかった場合に円安が加速するリスクも警戒しなければならない
- 政権運営の不安定化はリスク要因だが、今のところ正常化路線の大きな障害になるとは予想せず

#### 1. 予想通りすえ置き、景気判断も変わらず

10月30、31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「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、マイナス金利を解除した3月以降、これで6回連続で同じ判断が示された(図表1)。一方、個別項目別の判断はすべてが横ばいであった(図表2)。

なお、会合後の植田総裁は定例会見の冒頭で、次回 12 月の会合では、現在実施している多角的レビューの内容をまとめて公表するとした。植田総裁は、これが当面の金融政策運営にただちに影響を与えるものではないが、より長い目で見て運営のありかたを考えるうえでの参考にするとしている。

(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	<b>1</b>	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	$\rightarrow$	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	$\rightarrow$	
22年6月17日	基調としては持ち直している	$\rightarrow$	
22年7月21日	持ち直している	<b>↑</b>	4 会合ぶりの上方修正
22年9月22日	持ち直している	$\rightarrow$	
22年10月28日	持ち直している	$\rightarrow$	
22年12月20日	持ち直している	$\rightarrow$	
23年1月18日	持ち直している	$\rightarrow$	
23年3月10日	持ち直している	$\rightarrow$	
23年4月28日	持ち直している	$\rightarrow$	

23年6月16日	持ち直している	$\rightarrow$	
23年7月28日	緩やかに回復している	$\uparrow$	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	$\rightarrow$	
23年10月31日	緩やかに回復している	$\rightarrow$	
23年12月19日	緩やかに回復している	$\rightarrow$	
24年1月23日	緩やかに回復している	$\rightarrow$	
24年3月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やか	$\downarrow$	16 会合ぶり(22 年 3 月)以来の下方修正
	に回復している		
24年4月26日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やか	$\rightarrow$	
	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	$\rightarrow$	
	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	$\rightarrow$	
	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	$\rightarrow$	
	に回復している		
24年10月31日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やか	$\rightarrow$	
	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9月	2024年10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	$\rightarrow$
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	$\rightarrow$
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	$\rightarrow$
企業収益	改善している	改善している	$\rightarrow$
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	$\rightarrow$
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	$\rightarrow$
個人消費	物価上昇の影響などがみられるものの、緩や	物価上昇の影響などがみられるものの、緩や	$\rightarrow$
	かな増加基調にある	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	$\rightarrow$
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	$\rightarrow$
金融環境	緩和した状態にある	緩和した状態にある	$\rightarrow$
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	$\rightarrow$

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

#### 2. 「時間的余裕」は今後使わないと宣言

今回の会合における一番の注目点は、植田総裁が「政策判断にあたっての時間的余裕がある」という言い回 しを今後は用いないと明言した点であろう。

植田総裁がこの言葉を使い始めた当初は、市場でここまで注目を浴びるキーワードになるとは考えていなかったのではないか。公表文に記載したわけではなく、口頭だけだが、市場にとってはれっきとしたフォワードガイダンスだった。射程は短く、せいぜい次の会合までというところだったかもしれないが、とりあえず植田総裁がこの言葉を使い続けている間は、次の会合で利上げはないと、市場は安心して構えることができた。

筆者は、10月28日付のレポートでこう書いた。「植田総裁は、24日のワシントンにおける記者会見でも『一

応、時間的な余裕はあると考えている』と述べている。『一応』というのが引っかかるが、このワーディングに注目が集まりすぎることを警戒し始めたのかもしれない。ただ、市場にとってはすっかりキーワードとなっており、この言い回しがどう変化するかは、今後の決定会合における注目点となる」。これに対する植田総裁の答えは、何かほかの言葉に言い換えたり、なんとなくフェードアウトを狙ったりというものではなく、すっぱりやめるというものだった。

植田総裁は会見の冒頭で「時間的余裕がある」という言葉を使わなかった理由について、最初に問うた記者からの質問に対し、余裕を持って見極めるリスクは米国経済のダウンサイドリスクだったとし、そのリスクが低下したことが今後使うのをやめる理由であることを、時間をかけて丁寧に説明した。

まず、時間的余裕の意味については、8月以降の「特に米国の予想以上に弱かった雇用統計、こうしたものに 影響されまして、マーケットが荒い値動きになったということを、非常に重要な現象だし、今後の日本経済を 見る際にも重要なリスクと判断いたしまして、ある意味ほかのリスク以上に注意深く検討していかなければい けない、この姿勢を時間的余裕という表現で表した」と、これまでは米国経済のダウンサイドリスクが他のリ スク以上に重要なリスクだったとした。しかし、そのリスクの度合いが、「少しずつ下がってきていますので、 もう少し見て今のようないい動きが続けば、普通のリスクと同等のところになる。そこのリスクに強く光を当 てて、時間的余裕をもって見ていくという表現は不要になる」と、足元ではリスクの度合いが時間的余裕を持 って見ていくと強調する必要がないほど低下したことが、この言い方をやめる理由だとした。米国リスクにつ いては他の記者からの質問に対しても、「少しその霧が晴れつつある」、「少しずつクリアになりつつある」と、 言い方を変えながらも再三低下しているとの見解を繰り返している。

これで日銀は、先行きの金融政策のかじ取りに関するフリーハンドを改めて確保したことになる。植田総裁はこれを、「米国経済に関するある種のリスクに特に注目するということは、将来復活する可能性はゼロではないとは思いますがいったんやめて、普通の金融政策の決定のやり方に戻る、毎回、毎回データと情報を点検して判断していくということ」と説明している。「普通の金融政策に戻る」というのは、マイナス金利政策終了時に用いた言い回しと同じである。

#### 3. 日本の物価・賃金動向は見通し通りとの認識

一方で、国内の情勢については、「**賃金・物価は見通し通りのものが一応続いている**」と、前回9月会合に続き、概ね見通し通りの推移であるとの見解を繰り返している。

賃金動向については、「一般労働者の所定内賃金の対前年比で見ますと、3%前後と言うことで、ある種そこだけ見ると、2%のインフレ目標と整合的な範囲に入ってきている」と、足元の賃金上昇率がすでにインフレ目標と整合的なレベルになってきたと前向きの評価を下している。また、以前から注目しているサービス価格については、「先週東京 CPI が出て、検討したところ、ある程度サービス価格への転嫁の動きが広がっているということが確認できましたが、これが全国で見てもそうか、あるいは一段と広がっていくかというところについては丁寧に見ていきたいと思います」と、賃金の上昇がサービス価格にも着実に波及しつつあるとの見方を示した。

また、新年度の春闘がどのくらいの水準だったら利上げ環境が整ったと判断できるのかという質問に対しては、「*現時点ではたいした情報がございませんので。あまり具体的なことは申し上げにくいですけど、今年と広い意味で同じ程度の賃上げ率になっていけば、私共の目標にとって良い動き*」と、今年と同程度であれば利上げの理由になるとの認識を示した。それだけでは判断しないと補足するのは忘れなかったが、重要な発言である。

#### 4. 展望レポートでは金融政策運営のパートを変更

展望レポートの経済・物価見通しでは、2025年度のコア CPI (生鮮食品を除く総合指数)の伸び率が前年比+2.1%から同+1.9%まで下方修正された(図表3)。この点について、展望レポートの基本的見解の先行きの見通しのパラグラフには、「2025年度にかけては、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対して、政府による施策の反

(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)

		24年1月展	24年4月展	24年7月展	24年10月	24年10月
	前年比(%)	望レポート	望レポート	望レポート	展望レポート	展望レポート
	133 1 25(70)					(当社予想)
2024年度	実質GDP	1.2	0.8	0.6	0.6	0.5
	コアCPI	2.4	2.8	2.5	2.5	2.4
2025年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0
	コアCPI	1.8	1.9	2.1	1.9	2.1
2026年度	実質GDP	_	1.0	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	_	1.9	1.9	1.9	1.9

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

動が押し上げ方向で、このところの原油等の資源価格下落の影響などが押し下げ方向で、それぞれ作用すると 見込まれる」という一文が新たに追加された。そのうえで、前回の見通しとの比較を示すパラグラフでは、「消 費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、2025年度が、このところの原油等の資源価格下落の影響など から幾分下振れている」とされており、後者の影響が上回るとの認識であることが示されている。

リスクバランスにも変更はなかった(図表 4)。米国経済のダウンサイドリスクは、第一のリスクに含まれると考えられるが、特に表現は変わっておらず、あとに続く説明の中でも米国経済について加筆された部分はない。8月以降、あれほど米国リスクを強調してきたにもかかわらず、整合性が取れていないようにも感じられるが、一方で、最後の金融政策運営の方針を示すパートでは、「米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある」との一文が新たに入っている。

フォワードガイダンスの部分であり、素直に読めば、金融政策正常化へのスタンスが慎重化したと解釈できるが、この点について会見で問われた植田総裁は、「7 月と比べますとおっしゃったような含意もあるかもしれませんが、むしろもっと直近の9月くらいに私共が申し上げていたことからしますと、ここの米国をはじめとするリスクをもっと強く申し上げていたわけで、それと比べて少しリスクの評価が弱めになっているけれどもまだちょっと残っているという感じを出せればなあと言う文章でございます」と述べ、7月の展望レポート時との比較ではリスクの度合いは大きいものの、足元では下がっているという見方であることを再度強調した。リスクバランスの章で米国リスクについて加筆しなかったのも、足元ではすでに下がっているからとの同様の理由であろう。

### (図表4) 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>

_			
	2024 年 4 月	2024年7月	2024年10月
第 1	海外の経済・物価情勢と国際金融資本	海外の経済・物価情勢と国際金融資本	海外の経済・物価情勢と国際金融資本
	市場の動向	市場の動向	市場の動向
第 2	資源・穀物価格を中心とした輸入物価	資源・穀物価格を中心とした輸入物価の	資源・穀物価格を中心とした輸入物価の
	の動向	動向	動向
第 3	わが国を巡る様々な環境変化が企業や	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家
	家計の中長期的な成長期待や潜在成	計の中長期的な成長期待や潜在成長率	計の中長期的な成長期待や潜在成長率
	長率に与える影響	に与える影響	に与える影響

#### <物価のリスク要因>

2024年4月	2024年7月	2024 年 10 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	今後の為替相場の変動や国際商品市況	今後の為替相場の変動や国際商品市況
	況の動向、およびその輸入物価や国内	の動向、およびその輸入物価や国内価格	の動向、およびその輸入物価や国内価格
	価格への波及	への波及	への波及

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

#### 5. 12 月利上げの可能性は高まった

筆者は、これまでも次回の利上げは 12 月と予想してきたが、今回の会合の結果、その確率がさらに高まったとの印象を受けた。植田総裁は会見で、米国経済のダウンサイドリスクが他のリスクと同等のレベルにまで下がりつつあるとの認識を示している。10 月の米雇用統計はハリケーンが波乱材料になる可能性があるものの、米国の主要経済指標は基本的には年末にかけても引き続き堅調に推移し、経済がソフトランディングに向け順調な道筋を辿っている様子が改めて確認できる可能性が高い。内田副総裁は8月に「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」と述べたが、すでに NY 株価は、米経済のソフトランディングを織り込む形で史上最高値圏にある。米大統領選でトランプ氏が勝利した場合、特に、上下両院も共和党が押さえる「トリプルレッド」が実現した場合は、大型減税と規制緩和への期待が株高、ドル高につながる可能性が高い。これにより日本株も再度4万円を大きく超えるような展開になれば、金融市場は安定を取り戻したと言えるようになるだろう。

ドル・円相場は、9月中旬には一時140円/ $^{\text{F}}_{\text{H}}$ を割り込む水準にまで円高ドル安が進んだが、その後切り返し、足元では再び 150 円/ $^{\text{F}}_{\text{H}}$ 台での推移となっている。すでに日本が利上げに、米国が利下げに舵を切ったにもかかわらず、為替相場の円安方向への動きは意外なほど軽い。日銀としては、もし 12 月も動かなかった場合、1 月末の会合までに一段と円安が進行し、場合によっては再度 160 円/ $^{\text{F}}_{\text{H}}$ 台をうかがうといった、後手に回るリスクを警戒しなければならない。

#### 6. 政権運営は不安材料だが

経済団体や主要企業のトップの発言をフォローする限り、賃上げマインドは鈍っていない。12 月までには、 来年度の春闘における賃上げ見通しが引き続き良好であることもはっきりしてくるだろう。連合は、10 月 18 日 に 2025 年春闘の基本構想を発表し、賃上げではベアを 3%以上とし、定昇分とあわせて 5%以上を要求、中小企 業に関しては大手との格差是正のため 1%上乗せして 6%以上を要求する方針を明らかにしている。植田総裁は、 今回、賃上げ率が昨年並みなら利上げのゴーサインになりうるとの認識を示した。今年の水準を大きく超える のはさすがに厳しいかもしれないが、今年並みということで良ければその可能性はかなり高いのではないか。

不安材料があるとしたら政治の状況である。10月27日に行なわれた衆議院総選挙は、与党自公の過半数割れという結果に終わった。今後、政権運営の不安定化は避けられない。一般論として、政治が不安定だと日銀は動きにくいのは確かである。与党は法案可決のため、協力を仰ぐ野党の政策を採用していく必要がある。ただ、今のところ、金融政策について何か優先的な対応を与党に求める動きはない。今後キャスティングボートを握ると言われる国民民主党の経済政策の基本スタンスは、積極財政と金融緩和を継続して「高圧経済」を実現するというものである。ただ、与党と政策協調するといった性質の話ではないうえ、政府を飛び越して日銀に圧力をかけるわけにもいかない。石破首相の発言は振れているが、基本的には日銀の方針を尊重するスタンスと考えられ、追加利上げに向けた大きな障害にはならないとみる。

利上げ時期の確率としては、ざっくりと 12 月が 6 割、1 月までに 8 割を見込む。その後は 2025 年の秋口くらいまでに 2 回の利上げを実施、日銀自身が中立金利の下限と想定している 1%に達した後は、しばらくすえ置きということになるとみている。

## 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