

2024. 1. 24

【日銀金融政策決定会合（24 年 1 月）】

マイナス金利解除に向けた地均しが始まる ～4 月解除が有力、ただしその後の利上げ余地は小さい～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 1 月 22、23 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。ただ、展望レポートでは賃金と物価の好循環の実現への自信が示されたほか、植田総裁がマイナス金利解除後の政策運営スタンスに言及するなど、地均しがいよいよ始まったという印象
- 当研究所では、春闘序盤の結果まで見極めたうえで、4 月にマイナス金利の解除に踏み切るとの予想を維持。10 年国債利回りの上限の目途はなんらかの形で残すとみるが、操作目標の 0%と、オーバーシュート・コミットメントも廃止するなど、様々な政策修正を一度にすませると予想

1. 賃金と物価の好循環への自信が示される

1 月 22、23 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。公表文におけるフォワードガイダンスにも修正はなかった。これは筆者を含め大方の予想通りの結果である。ただし、展望レポートでは、賃金と物価の好循環の実現が着実に前進しつつあることを示す表現が散りばめられたほか、会合後の総裁定例会見では、植田総裁がマイナス金利解除後の金融政策運営スタンスに言及するなど、地均しがいよいよ始まったという印象を受けた。

展望レポートでは、冒頭の「基本的見解」における物価見通しのパラグラフにおいて、前回 10 月の結論の文である「見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる」の後に、「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」という一文が追加された。植田総裁がすでに会見等で再三繰り返している内容だが、展望レポートで改めて言及する意味は大きい。同趣旨の文章は、最後の金融政策運営の章における「第一の柱」の点検のパラグラフにも追加されている。日銀が好循環の実現に自信を深めるとともに、金融政策の変更が近いというメッセージを送っているのは明白である。

また、本文の「2.（2）物価の中心的な見通し」では、前回の「企業の賃金・価格設定行動の一部に従来よりも積極的な動きがみられ始めている」から、「一部」が取れ、「企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられている」へと、賃上げ、値上げへの企業の積極度が一段と増しているとの認識が示された。需給ギャップの予想も「プラスに転じ」から「改善が続き」へと修正されている。そのうえで、賃金と物価の循環については、前回の「賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる」という表現が、「物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを

通じて、賃金と物価の好循環は強まっていくとみられる」へと、好循環の持続性を強調する書きぶりに改められた。

会合後の定例会見では、マイナス金利解除の時期を探ろうとする記者の質問を慎重にかわそうとする姿勢が目立った。そうしたなか、解除後の政策運営を問う記者の質問に対しては「**具体的な内容については、何度も申し上げていますようにその時の経済金融物価情勢次第としか現時点では申し上げにくい**」と従来のスタンスを繰り返しつつも、「**現時点での物価経済の見通しを前提にしますと、大きな不連続性が発生するような政策運営は避けられるというふうに思っております**」と一歩踏み込んだ。この点について、欧米のような大きな利上げはしないということかという趣旨の追加質問に対しては、「**極めて緩和的な金融環境が当面続くということはいえるのかなということでございます**」と、事実上認めている。解除を間近に控え、市場のボラティリティが高まる可能性を事前に抑えておきたいという意図があった可能性が高い。

2. 2025 年度の CPI 見通しを上方修正

景気判断は「緩やかに回復している」が維持された（図表 1）。7 月の会合で上方修正して以降、4 回連続でさえ置きとなっている。個別項目別の判断も、前回の決定会合から 1 ヶ月余りしか経過していないこともあるが、すべて横ばいとなった（図表 2）。ただ、展望レポートでは、個人消費の見通しのパラグラフにおいて、「低所得世帯への給付金、所得税・住民税減税」が回復要因として追加されたほか、輸出と生産の回復要因として、「グローバルな IT 関連財の持ち直し」が追加されるなど、全体的に上方修正バイアスが感じられる内容となっている。

（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
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)
22 年 3 月 18 日	基調としては持ち直している	↓	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	→	
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 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	→	

（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	2023 年 12 月	2024 年 1 月	方向性
海外経済	回復ペースが鈍化している	回復ペースが鈍化している	→
輸出	供給制約の影響の緩和に支えられて、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	供給制約の影響の緩和に支えられて、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	物価上昇の影響を受けつつも、緩やかな増加を続けている	物価上昇の影響を受けつつも、緩やかな増加を続けている	→
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

政策委員の大勢見通しでは、2024 年度のコア CPI の見通しが 10 月時点の前年比+2.8%から同+2.4%へと下方修正された(図表 3)。これは事前報道通りで、展望レポートにもある通り「原油価格下落の影響」が主因とのことである。これにより物価目標の達成が遠ざかったとのスタンスは示していない。

逆に、2025 年度については同+1.7%から同+1.8%に上方修正された。10 月の展望レポートでも+0.1%ポイント上方修正されており、徐々に 2%に近づいている。地均しの意図があるのかどうかは不明だが、ここまで来たら、次回 4 月の展望レポートにおいて一気に 2%まで上方修正しても不自然ではないレベルである。

2023 年度の GDP 成長率が前年比+2.0%から同+1.8%に下方修正されたのは、7-9 月期 GDP 成長率が 2 次速報値で下方修正されたのに伴う平行移動に近い。展望レポートでは「設備投資の実績の下振れ等を反映する形で幾分下振れ」と説明している。2024 年度は逆に同+1.0%から同+1.2%に上方修正している。2025 年度は 1.0%ですえ置きだが、今回、リスクバランスは、「経済・物価のいずれの見通しについても、概ね上下にバランスしている」とされた。前回は経済について、2023 年度と 2024 年度はバランスしているが、2025 年度は「下振れリスクの方が大きい」としていた。前述のとおり需給ギャップの見通しも修正されており、経済動向は物価のサポート要因になるとのスタンスである。この点については、米国や中国等、主要国の予想以上の景気減速には引き続き注意が必要である。なお、リスク要因の項目は前回に引き続き変更はなかった(図表 4)。

(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>

(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(%)	23年4月 展望レポート	23年7月 展望レポート	23年10月 展望レポート	24年1月 展望レポート	24年1月展 望レポート(当 社予想)
2023年度	実質GDP	1.4	1.3	2.0	1.8	1.8
	コアCPI	1.8	2.5	2.8	2.8	2.8
2024年度	実質GDP	1.2	1.2	1.0	1.2	1.0
	コアCPI	2.0	1.9	2.8	2.4	2.6
2025年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	1.6	1.6	1.7	1.8	1.6

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

	2023 年 7 月	2023 年 10 月	2024 年 1 月
第 1	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向
第 2	ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向	資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向	資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向
第 3	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	企業や家計の中長期的な成長期待

<物価のリスク要因>

	2023 年 7 月	2023 年 10 月	2024 年 1 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	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) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

3. 4 月のマイナス金利解除が引き続き有力

今回の決定会合は、4 月のマイナス金利解除予想を補強する内容だったという印象である。賃金と物価の好循環は胸突き八丁という段階ではあるが、金融政策の正常化に関しては、円安対策を必要としている政府との合意の下、すでにある程度既定路線になっており、あとはタイミングだけの問題になっている可能性が高い。

3 月会合で決定も可能ではあるが、あえて急ぐ必要はないと考えられるのに加え、直前の会合で「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和」と言っておきながらいきなり利上げというのは、コミュニケーション上問題なしとしない。したがって、3 月の会合でこの一文を削除、4 月の会合で 2025 年度の物価見通しを 2%超に上方修正したうえで、マイナス金利を解除するというのが流れとしては好ましい。当然、3 月会合時点で市場は次回会合での解除を 100%織り込むことになる。行き過ぎた反応を抑えるため、3 月会合の直前には、マイナス金利解除後の金融政策運営等に関連した情報発信が増えてくる可能性も考えられる。なお、決定会合直後の 4 月 28 日には衆院補選が実施される見込みだが、マイナス金利の解除自体に強く反対する勢力は大きなものではなく、政治サイドの動きに過度に神経質になる必要性は薄れている。

マイナス金利の解除と同時に、10 年国債利回りの操作目標の 0%の削除、オーバーシュート・コミットメントの取り下げ、ETF、J-REIT の買入れ終了等、正常化に向けた変更を一通り一回で実施するとみている。債券市場における投機的な売りをけん制する必要上、10 年国債利回りの上限の用途は、1%かどうかはともかく残す可能性が高いが、すでに事実上撤廃していると言ってもいいイールドカーブ・コントロール (YCC) は、この部分にわずかに痕跡をとどめるだけになるだろう。

ただ、植田総裁も示唆しているとおり、その後の利上げ幅は極めて限定的なものにとどまるだろう。ほぼ市場の力で動けるようになっていながらもかかわらず、0.5~0.7%台を行き来している 10 年国債利回りは、日本の低体温経済の象徴である。金融政策の正常化に動いても長期金利がどんどん上がる可能性が低いという意味では、日銀や政府にとって安心材料だが、継続的な利上げに対する経済の耐性は高くない。加えて、4 月以降は欧米が相前後して利下げ局面に入る展開が想定される。米国景気は最終的にソフトランディングに成功する可能性が高いにしても、減速の過程で市場における先行き不透明感が高まるのは避けられないとみられ、このまま株価が上値を目指し続けるとは考えにくい。ゼロ金利に戻した後、0.25%程度までの利上げは比較的早期に実施されるとみるが、ターミナルレートは 0.5%にとどまるのではないかと。現行の長期金利の水準が不変であれば、それ以上は逆イールドとなる。結局、金利の資源配分機能を最低限取り戻す程度の利上げが限度とみる。

※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