

2024. 3. 21

【日銀金融政策決定会合（24年3月）】

正常化に向けたステップを1度で済ませる ～金融政策の物価目標からの切り離しが進んだ印象～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 3月18、19日に開催された日銀金融政策決定会合では、直前に広く報道されていた通り、マイナス金利の解除が発表された
- マイナス金利のほか、イールドカーブ・コントロール（YCC）、リスク資産の買い入れ等、正常化に必要な手続きを一通り一度で済ませた形。注目されていた付利金利は0.1%で統一された
- 物価目標達成は「見通せる状態」だが、現状はまだ未達とのスタンス。そのうえで日銀は先行きの金融政策についてフリーハンドを握った形となっており、物価目標の位置づけはさらに後退した印象

1. 正常化に向けたステップを一度で済ませる

3月18、19日に開催された日銀金融政策決定会合では、事前に広く報道されていた通り、マイナス金利の解除が発表された。2016年1月のマイナス金利の導入から約8年を経ての解除ということになる。利上げという意味では、福井元総裁下で実施した2007年以来、17年ぶりである。

すでに年明け以降、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」的な発言が増えていた。市場の織り込みが不十分と見たからであろう、2月後半以降は複数の審議委員も「参戦」した。先週末には、大手通信社を皮切りに、複数のメディアから3月解除が有力との報道が出され、週明けにかけては具体的な変更内容にまで踏みこむ記事も増えた。一連の報道のなかには、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もあり、会合直前には、マイナス金利の解除はほぼ決定的な情勢になっていた。

変更内容も概ね事前報道で流れていた通りだが、全体的にはより踏み込んだ内容という印象だった。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、オーバーシュート型コミットメントも取り下げ、ETF・J-REITというリスク資産の買い入れも廃止、CP、社債の買い入れは段階的に減額し1年後に終了と、正常化に必要な手続きはほとんど実施した。長期金利の急変動を防ぐため、これまでと概ね同程度の金額（6兆円程度）で長期国債の買い入れを続けるが、機動的に調節できる建付けになっているため、量的緩和措置が残ったという性質のものではない。政策修正は一通り一回で済ませるとするのは、従来からの筆者の予想通りである。異次元緩和はこれで名実ともにほぼ終了ということになる。植田総裁は会合後の定例会見で、「普通の金融政策に戻る」と説明した。

2. 付利金利は0.1%に

政策金利の対象については、日銀当座預金の政策金利残高への付利金利から無担保コール0/Nへと戻し、水準をこれまでの▲0.1%から、0~0.1%へとレンジで示す形とする。内田副総裁が2月8日の講演で示唆していた通りの内容で、短期市場の機能を早めに回復する意図があると考えられる。これに伴う付利金利の扱いが注目されたが、これまでの3層構造は廃止、所要準備額とそれ以上という、事実上の1層構造とし、後者に0.1%の付利を適用する。これはマイナス金利導入直前の姿に戻ることを意味する。

マイナス金利政策下で0.1%の付利が実施されていたのは、3層構造のベースとなる基礎残高のうち、所要準備額を除いた部分であった。これに加え、0%のマクロ加算残高と▲0.1%の政策金利残高の両方に新たな付利が実施される。「業態別の日銀当座預金残高」によれば、補完当座預金制度適用先合計のうち、2月のゼロ金利適用残高は278.1兆円、マイナス金利適用残高は25.9兆円となっている。前者は所要準備高の13.0兆円を引いた部分に0.1%が付利される、後者は現在▲0.1%のマイナス金利なので、0.1%の付利によって差し引き0.2%の上昇となる。単純計算で、追加的な支払額は3,000億円に達する勢いである。

決して小さくない金額だが、もし付利水準を0.1%ではなく0%と置くと、日銀当座預金の残高が巨額な分、政策金利が0~0.1%のレンジの下方に押し下げられて調節が困難になるリスクがあった。これを0.1%としたことで、短期市場との裁定が働く結果、コールレートは0.1%に近い水準で推移することになると考えられる。もっとも、長年の間短期市場が機能不全だった状態が続いたことで、取引に通じたトレーダーはもはや絶滅寸前となっている。すでに各金融機関とも取引のシミュレーションを始めている模様だが、当面のオペは、日銀とトレーダーの両者が手探りで行っていく必要があり、金利の振れが大きくなる場面があるかもしれない。

付利金利の適用範囲の拡大が、銀行に対する事実上の補助金の追加とみなされる可能性もないわけではないが、今の所、政治サイドが日銀問題に大きな時間を割く余裕はなさそうである。ETFの配当等を活用することが可能なら、税金を使うわけではないとの説明も可能である。マイナス金利政策導入後のイールドカーブの極端なフラット化に伴い、銀行収益が長年にわたり圧迫され続けてきた経緯も考えれば、日銀はこれを必要なコストと考えているとみられる。ただ、今後利上げを続ける過程で並行的に付利金利を引き上げていくのであれば、いずれ問題視される可能性は残る。

3. 物価目標はまだ未達との立場

公表文では、「賃金と物価の好循環を確認し、先行き、展望レポートの見通し期間終盤にかけて、2%の物価安定の目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した」と述べ、「これまでの長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みおよびマイナス金利政策は、その役割を果たしたと考えている（いずれも下線部筆者）」と、政策変更の根拠を説明している。筆者は、利上げを行なうためには物価目標達成の宣言が必要と考えていたが、「物価目標の達成が見通せる状況に至った」ということは、まだ達成には至っていないということであり、この点は日銀の方針に対する誤解があったようだ。

見通せる状況だが、まだ達成していないというのは微妙な立場だが、何かと都合がいいのは確かである。まず、なかなかデフレ脱却宣言に踏み切れない政府とのスタンスに大きな齟齬がないとの説明を可能にする。実際、鈴木財務大臣は同夕、日本経済の現状の見方について日銀と政府との間に「齟齬はない」と述べた。デフレ脱却宣言は今回の決定とは別物だとも述べている。しかし、日銀が2%達成を宣言していたら、デフレすら脱却していないとの自身の立場を「齟齬がない」と説明するのは苦しかっただろう。日銀のスタンスはそうした説明を可能にするギリギリのラインと考えられる。

物価目標の達成を宣言した後に、消費者物価指数（CPI）が再び2%を下回った場合の説明責任を考えれば、現時点での達成宣言はリスクが大きいのも確かである。コアCPIがすでに22ヵ月連続で2%を上回っているとはいっても、依然としてコストプッシュ的な色彩が強い。物価上昇が、賃金上昇から個人消費の増加というル

ートでダイヤモンドブル的なものに転化していくかどうかは、これから確認すべきステップである。筆者は、2025年以降再び2%を下回る可能性も十分あると考える。そうであれば、マイナス金利の解除自体が時期尚早ということになるが、それだといつまで経っても正常化が完了しないということになりかねない。円安対策への協力を期待する政府の下、マイナス金利解除ありきで動いていた日銀にとっては、待つことは逆にリスクとなる。4月ではなく3月にしたのもそうした理由であろう。4月まで待った結果、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。この間に発表される日本の経済指標も好転することが保証されているわけではなく、むしろ悪化する可能性も十分ある。この点、良い結果が出るのが確実視されていた、春闘の13日の集中回答日、15日の第1回回答集計結果を経た直後の会合は絶好のチャンスであり、達成を断言できる状況を待つ余裕はなかった。

4. 景気判断は下方修正

景気判断との整合性という意味でも、達成宣言は難しかった。今回、景気判断は「緩やかに回復している」から、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」へとむしろ下方修正されている（図表1）。個別項目別の判断も、鉱工業生産が「横ばい圏内の動きとなっている」から「基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少している」へと下方修正された。個人消費も、「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」から、「物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移している」へと下方修正されている（図表2）。過去、景気判断と金融政策が逆方向に動くケースはほとんどなかった。要はフォワードルッキング、すなわち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であり、その根拠が前述のとおり賃上げということである。公表文でも、賃金動向の説明だけで多くの行数を割いており、今回の決定にあたり、それだけ重要な拠り所だったということでもある。

（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	→	
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

（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1月	2024年3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	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	基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少している。	↓
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	個人消費は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移している	↓
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

マイナス金利解除後、緩和的な金利水準をしばらく維持する方針であれば、物価目標未達との立場はやはり整合的となる。緩和的な金利水準とは、実質ベースの政策金利が中立金利を下回る状態を指すが、植田総裁は中立金利の水準について、「中央銀行の総裁がよく国際的に集まりますが、2時間3時間話してもなかなか答えが出ない」と述べつつ、「政策変更の後でもコールレートは0.1%を下回る水準です。予想物価上昇率はまあ1%は超えているだろう。引き算しますと実質金利はかなり大きなマイナスになっているということだと思います。したがって、実質の中立金利が非常に大きなマイナスでない限り、現在の実質金利水準は中立金利をかなり下回っている」と、足元では緩和的な金利水準にあるのは確かだとしている。

5. 物価目標と金融政策は切り離された

とはいえ、物価目標を金科玉条としていた前期の黒田体制下であれば、物価目標達成前の利上げが考えられなかったのは確かである。早期達成が不可能であることが次第に明らかとなり、安倍元首相の関心も薄れた後期黒田体制下で、暗黙のうちに中長期的な目標へと徐々に後退させていった経緯がある。植田日銀もこうしたスタンスを引き継いできた可能性が高く、それは物価目標達成の条件として過去、「大きなマイナスのショック等がないときに2%を大きく下回るところにいかない確度が高まったかどうか」と、大きくなければ2%を下回ってもよいとの考えを示した点などに表れていた。

要は、日銀はもはや物価目標の達成をさほど重視していないことが改めて確認できたということである。今回、そうしたスタンスを実際の行動で明確化した点には意味がある。物価目標未達のもとでも利上げができるのであれば、この先 0.25%への利上げも、0.50%への利上げも、物価目標達成を宣言することなくできる。中立金利の水準をあいまいにしている以上、それ以上の利上げも可能であろう。それが良くないということではなく、むしろ望ましい方向に動いている。筆者は黒田元総裁の時代から、購買力平価上、円高容認と受け止められないためには物価目標の 2%を取り下げる必要はないが、ある意味「神棚に祭り上げた状態」とし、目先の金融政策のかじ取りとは切り離すべきと主張してきた。実際の運用もその通りになりつつある。日銀が物価目標の達成を実現したのかどうかは、金融政策の方向性を予想するにあたり、特に注視すべきイベントではなくなった。日銀もわざわざ「宣言」することを考えてはいないだろう。

結果として、これまでの説明と必ずしも整合的でない部分が生じるのは避けられない。たとえば、オーバーシュート型コミットメントは、物価の実績値に紐付けられたバックワードルッキング的なコミットであり、一番厳しい解除条件のはずだった。バックワード的であることは植田総裁も過去の定例会見で認めていたが、今回の公表文では終了の理由について「その要件を充足したものと判断する」とさらりと触れただけである。どう見てもフォワードルッキング的に判断しており、これをバックワードルッキング的に判断したというなら、物価目標は達成したとの立場に立たなければならない。今回の会見では、このあたりの説明はなかった。

6. 利上げが早まる可能性も

市場関係者が気にしているのは今後の金融政策の方向性である。公表文のフォワードガイダンスは、「日本銀行は、引き続き 2%の『物価安定の目標』のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営する。現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」とされた。「適切に金融政策を運営」の部分からは、もはや金融緩和バイアスはかかっておらず、完全にニュートラルであり、日銀が利上げにも利下げにも動けるフリーハンドを握っていることがわかる。ただ、会見の質疑応答にもあった通り、春闘におけるベアの水準が 3%以上で着地する可能性が高いことを考えれば、短期的な景気には上振れリスクが出てきている。「当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」とは書いてあるものの、前述のとおり中立金利の水準は不明としている以上、利上げ幅が限定的であることを約束しているわけではない。たとえば、中立金利が 0.5%、インフレ期待が 1.5%という無理のない仮定を置いても、2%までの利上げであれば緩和的と主張できる。市場が現在織り込んでいる以上に利上げが進む可能性は念頭に置いておく必要があり、これに QT（量的引き締め）の早期開始観測が加われば、長期金利に強めの上昇圧力がかかる場面も想定される。逆に低下するとしたら米景気が予想以上のペースで減速するパターンである。

為替相場の動向も日銀に利上げを急がせる誘因となりうる。（円を）噂で買って事実で売るといった動きが盛んになるなかで、会合後のドル・円相場は再び 150 円/ドル台に乗った。日銀の利上げ、米国の利下げを両方織り込むなかでなおこの水準を保っているということは、ドル買い円売り圧力がそれだけ根強いことの表れである。この水準からさらなる円安が進むよりも、円高が進む確率の方が高いと予想するのが自然とは考えているが、米国景気の失速が現実味を帯びない限り、ドル・円相場が 140 円/ドルを大きく下に抜ける可能性は考えにくくなっている。

※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