

初会合から読み取る植田日銀の政策運営

経済調査室 宮永 径、岳 梁

要旨

- 4/27～28に開催された植田日銀の初会合では、おおむね市場の予想通りに大規模な緩和を維持し、YCC(イールドカーブコントロール、長短金利操作)撤廃などの政策修正は先送りされた。
- フォワードガイダンスにおける金利を現状以下にするとの文言を削除したが、全体では緩和継続を強調し、物価見通しに関して慎重な見方を示したほか、賃金上昇と物価上昇の好循環の重要性を強調した。
- また、90年代後半以降の緩和政策に対してレビューを行うことも決まった。レビューはアカデミックなものになる可能性もあり、必ずしも目先の政策変更結びつけないと説明したが、過去の日銀や欧米中銀の例をみると、レビューを踏まえて政策の枠組み見直しを行う可能性が高い。
- 今回の会合を経て政策の微修正は依然早期に行われる可能性が残るが、YCC撤廃などの大幅な政策変更は、物価動向を見据えて秋以降、あるいは来年に後ずれする可能性も考えられる。

2023年4月、日銀では歴代最長の10年の任期を終えた黒田前総裁の後を継ぎ、植田新体制がスタートした。新総裁の下で、YCC(イールドカーブコントロール、長短金利操作)をはじめとする異次元緩和策はどうか、国内外から大いに注目されている。本稿では、4月下旬に行われた植田日銀の初会合の決定内容、総裁の記者会見、展望レポートをもとに、識者の見解などを参照しつつ、今後の金融政策運営を巡る論点を整理したい。

1. 植田日銀の初会合は大規模緩和を維持

4/27～28に開催された植田日銀の初会合では、就任前の所信聴取や就任会見などで緩和継続に言及していたこともあり、おおむね市場の予想通りに大規模な緩和を維持し、YCC撤廃(長期金利目標の撤廃)などの政策修正は先送りされた。

フォワードガイダンス(先行き指針)におけるコロナ禍への警戒と金利を現在の水準以下にするとの

図表1-1 日銀4月会合の概要

	決定事項(赤字が主な変更点)	植田総裁会見
長短金利操作(YCC)	短期: ▲0.1%(当預の政策金利残高に適用) 長期: 0%、変動幅は±0.5% 毎日10年債の指値オペ(10年以外の年限も)	<ul style="list-style-type: none"> インフレにより(実質金利低下で)緩和効果は強まるが、副作用とともに綿密に分析 インフレは今年度後半に2%を下回る。反転上昇に不確実性があるが、2%達成の可能性は出てきている 引き締めが遅れて高インフレを招くリスクよりも、拙速な引き締めで2%が実現できないリスクの方が大きい
量的質的金融緩和(QQE)	市場の安定化: 国債買入(月9兆円)、ETFやJ-REITの買入(必要に応じ実施)	
フォワードガイダンス	...粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金上昇を伴う形で2%の「物価安定の目標」...を目指していく コロナ感染症の影響を注視し、...政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。	<ul style="list-style-type: none"> 企業収益、雇用、賃金が増加する中での物価上昇が必要 コロナに紐付けた書き方はカットしたが、「粘り強く緩和継続」の文言を入れて、その中で読み込むという整理
政策点検	1990年代後半以降の緩和政策について1年～1年半程度かけて多角的にレビュー	<ul style="list-style-type: none"> 目先の政策変更結びつける点検・検証ではない レビュー実施中に正常化を始める可能性もゼロでない

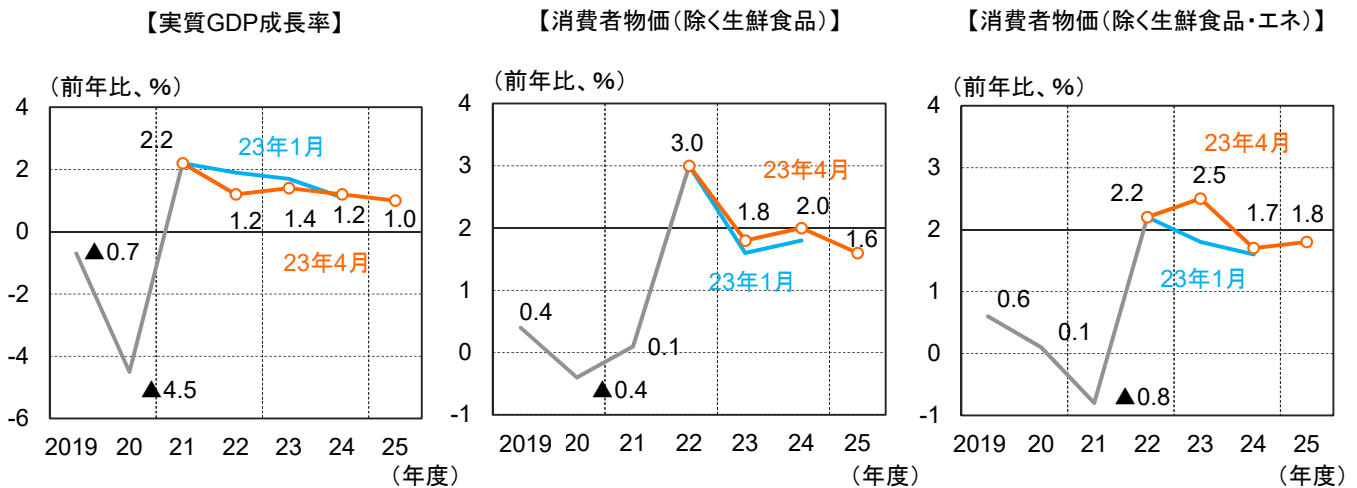
(備考) 日本銀行により日本政策投資銀行作成

文言を削除したが、「粘り強く継続」との文言を加えて、全体では緩和継続を強調する。また、物価目標の実現に向けて賃金上昇を重視する姿勢を示したほか、90年代後半以降の緩和政策に対して多角的なレビューを行うこととした(図表1-1)。

会合と同時に公表された展望レポートでは、GDPはコロナ禍からの回復や供給制約の緩和などにより、潜在成長率を上回る1%前後の伸びが続くと見込む。消費者物価上昇率は、国際市況の下落

やベース効果(基準となる前年物価水準の上昇)により23年度半ばにかけて伸びを縮小し、2%を下回るとする。物価高対策の終了による振れはあるが、25年度にかけて需給ギャップの改善、期待インフレや賃金の伸び拡大などにより、再び緩やかに伸びを拡大するとする。エネルギーを除いたコアコアではこの基調が確認できるが、物価目標の2%には及ばない。現在の想定を上回って価格転嫁や賃金上昇が進むことが重要となっている(図表1-2)。

図表1-2 日銀展望レポート(23年4月)



(備考) 1. 日本銀行、内閣府、総務省 2. 物価は増税・教育無償化を除く

図表2-1 政策金利、物価と日銀の金融政策



(備考) 1. 日本銀行、総務省により日本政策投資銀行作成 2. 物価は食品・エネルギーおよび消費増税を除く 3. オレンジは緩和、青は引き締め

2. 過去25年間の緩和政策をレビュー

1998年以降、過去25年間の緩和政策について植田総裁は、デフレ下での非伝統的政策に一定の効果はあったものの、インフレ率を持ち上げるには十分な成功を収めなかったと指摘した。多角的レビューについては、自ら反対票を投じた2000年8月のゼロ金利解除などの決定の是非ではなく、政策手段(ゼロ金利、時間軸政策、量的緩和、マイナス金利、YCC、図表2-1)などの効果を経済状況とともに分析する。また、レビューはアカデミックなものになる可能性もあり、結果を随時発表する可能性に言及したほか、目先の政策変更結びつけず、必要な政策変更は毎回の会合で議論すると説明した。

近年、FRBとECBは低インフレ脱却を目的に1年以上かけて政策点検を行い、緩和強化策である平均インフレ目標を導入した。なお、その後のインフレ高進により大幅利上げを余儀なくされている。

日銀は黒田総裁の元で政策変更の度に点検を行ったほか、16年のマイナス金利導入後は副作用に対応した点検・政策変更を行った。植田総裁のレビューは、政策修正を前提とせず、実施中も政策対応はあるとするが、過去の例をみると、YCCやマイナス金利などの近年の枠組み見直しはレ

ビューを踏まえて行われる可能性が高いと考えられる(図表2-2)。

3. 市場の緩和修正見直しは後ずれ

2022年3月以降、米国の急速な利上げによって円安が進み、日銀の緩和修正観測に伴って国内金利の上昇圧力が高まった。日銀は22年末に長期金利の変動幅を0.5%に引き上げたが、植田日銀も、金融機関の収益力低下などの副作用を含めた政策修正に取り組むとみられている。

市場では、総裁就任後は早期に見直しに取り組み、秋までに政策修正を行うとみられていたが、今回会合を経て政策修正の時期を巡る見方は割れている。ただし、金利安定で早期修正の必要性が低下しており、物価動向を見据えて秋以降、あるいは来年に修正を行うなど、後ずれするとの見方が多くなった。

政策修正としては、イールドカーブのゆがみなどの副作用が大きいYCCの長期金利操作の修正は候補となる。変動幅拡大や操作対象国債の年限の短縮などの微修正は早期実施の可能性が残るが、日銀は今年度後半以降、物価上昇率が再び高まるかを注視している。

図表2-2 近年の主要中銀の政策点検

	名称	実施時期	対象期間	理由・動機	点検後の政策変更
黒田日銀	「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総合的な検証	16年7月～9月(2ヵ月)	13～16年	2月のマイナス金利導入の混乱を修正、緩和持続性を改善	長短金利操作付き量的・質的金融緩和(YCC)導入
	より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検	20年12月～翌3月(3ヵ月)	13～20年	コロナ禍の金利低下を受け副作用是正	YCC変動幅は0.25%と明確化 連続指値オペ制度の導入
植田日銀	多角的レビュー(仮)	23年4月～(1～1.5年)	25年間	大規模緩和の効果および副作用の検証	直接に政策変更を目的としないとするが変動幅拡大、YCC撤廃、マイナス金利解除、物価目標の修正などの可能性
FRB	Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications	19年2月～20年8月(1.5年)	10年間	構造的な低インフレに対処	平均2%目標を導入、インフレリスクが小さいため雇用最大化を重視
ECB	An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy	20年1月～21年8月(1.5年)	20年間	低インフレの中、物価目標の適切性の検証	物価目標を「2%未満かつ近傍」から「2%」に引き上げ

(備考)各中銀資料により日本政策投資銀行作成

長期金利操作の撤廃については、昨年12月のように市場環境によって対応を迫られる事態を別とすれば、賃金や物価の堅調さを確認する必要があり、早くても今年10月頃になるとの指摘がみられる。

他方、24年に入ると、米国の利下げによって国内の金利上昇圧力が下がり、海外景気も底入れに向かうことが期待される。来年度春闘も、今年には及ばないものの、人手不足の中で3%超など高めの賃上げの可能性がある。レビュー開始から1年たつタイミングでもあり、24年春には政策修正の条件がそろうという見方が少なくない(図表3)。

現在の長期金利は、米欧の景気減速懸念や銀行破たん、日銀の緩和維持などにより、0.4%程度

に低下している。仮に日銀が24年春にYCCを撤廃すれば、長期金利は、日本の経済状況や米国の金利水準などに基づいた実力に向かって上昇する。ただし、日本の潜在成長率が0.5%程度であることやマイナス金利、量的緩和などの緩和的な金融環境は残ることから、1%を超えて急上昇する可能性は限定的との意見が多くみられる。

今後の政策修正は、国内外の経済、金融情勢といったインプットとともに、それに対してどのような政策応答が行われるかに依存する。植田総裁は市場との対話、分かりやすい情報発信を重視しており、今後の政策運営についての理解は徐々に定まってくるものと期待される。

図表3 YCC撤廃のタイミングを巡る論点

今後の日銀会合 (結果公表日、*は展望レポート公表)		23年 6/16	7/28*	9/22	10/31*	12/19	24年 1月*	3月	4月*	6月	7月*	9月
物価	YCC撤廃には2%に向けた物価の基調的な上昇が重要	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー価格低下や物価高対策終了 春闘を反映して賃金上昇 回復継続で需給ギャップ改善 春季賃上げ率は縮小も堅調 期待インフレの高まりや賃金上昇 										
米景気	金融不安や景気悪化の懸念があればYCC撤廃は困難	<ul style="list-style-type: none"> 減速 銀行不安 (浅い)マイナス成長 底入れ 景気悪化が深まるリスクも 持ち直し 										
米金利	利上げ局面ではYCC撤廃による国内金利急騰リスク	<ul style="list-style-type: none"> 利上げ停止 インフレ続き追加利上げも 利下げ 										
YCC撤廃(暖色ほど可能性が高い)												

(備考)1. 各種資料や識者見解により日本政策投資銀行作成 2. 赤は撤廃の補強要因、青は制約要因

©Development Bank of Japan Inc.2023

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部
Tel: 03-3244-1840
e-mail(産業調査部): report@dbj.jp