

# 日本の金融政策の課題

## ～植田新体制の正常化プロセス～



大和証券 金融市場調査部 チーフマーケットエコノミスト

岩下 真理

### 1. 10年ぶりの日銀総裁交代、 慎重なスタート

2023年4月8日付で日銀総裁第31代の黒田東彦氏が退任し、9日付で第32代に元審議委員で経済学者出身の植田和男氏が就任した。10年ぶりの日銀総裁交代だ。黒田前総裁は、米国の2回の金融引き締め局面において、大

規模緩和を継続した。4月7日の退任会見で、10年間の金融緩和について「経済、物価の押し上げ効果を発揮し、デフレではなくなった」と成功面を強調しつつも、「賃金や物価が上がらないことを前提とした考え方やノルムが根強く残り、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に至らなかったのは残念」と語った。植田総裁は、その実現と10年間の異次元緩和の後始末を委ねられた。

市場の早期の政策修正期待は強かったが、チーム植田の時間軸は明らかに異なっていた。米国が利上げ最終局面に向かい、金融政策の転換点が近づきある状況のもと、日銀は追加緩和策が乏しく、最悪の事態を想定しながら、慎重に金融政策を行う構えだ。植田新体制で最初の4月27～28日開催の日銀金融政策決定会合では、予想通り全員一致で現状維持を決定。植田総裁は10日の就任会見で「現状、経済、物価の金融情勢に鑑みると、現行のイールドカーブ・コントロール（以下、

#### 〈目次〉

1. 10年ぶりの日銀総裁交代、慎重なスタート
2. 7月展望レポートでも、先行きに自信が持てず
3. 複合インフレとの闘い、日銀は物価予測の精度向上へ
4. 日銀が直面する課題、問題点
5. 日銀が進むべき道、来春までに次なる修正、その後の転換はできるか

(図表1) 日本銀行の金融政策の変遷 (1999年以降)

期 間	1999年2月～2000年8月	2001年3月～2006年3月	2010年10月～2013年3月	2013年4月～2016年9月	2016年9月～	
総裁名	速 水	速 水 福井 (2003年3月～)	白 川	黒 田	黒 田 植田 (2023年4月～)	
政策名称	ゼロ金利政策	量的緩和政策	包括的な 金融緩和政策	量的・質的 金融緩和政策	長短金利操作付き量的・質的 金融緩和政策	
操作目標	無担保コールレート (O/N物)	日銀当座預金	無担保コールレート (O/N物)	マネタリーベース	短期政策金利 10年物国債金利	
短期金利誘導 マイナス金利	できるだけ低め (事実上のゼロ%)	ゼロ%程度で推移	0～0.1% (実質ゼロ金利)	ゼロ%程度で推移  マイナス金利 (2016年1月導入)	短期政策金利▲0.1%	
働きかける施策・その工夫	①時間軸効果 (継続する期間)	デフレ懸念の払拭が 展望できるような 情勢になるまで	消費者物価指数 (除く 生鮮食品) の前 年比上昇率が安定的 にゼロ%以上となる まで	「中長期的な物価安定の理 解」に基づき、物価の安定 が展望できる情勢になっ たと判断するまで	★2%の「物価安定の目標」 の実現を目指し、これを安 定的に持続するために必要 な時点まで	フォワード・ガイダンスの導入 (2018年7月；金利水準では当分の間)  ★と同じ
	②長めの金利			資産買入等基金の創設 長期国債の買入れ	大規模な長期国債の買入れ 80兆円のめど (2014年10月～2018年4月)	イールドカーブ・コントロール  10年物国債金利＝ゼロ%程度 ±0.1%程度の倍 (2018年7月) ±0.25%程度 (2021年3月に明確化) ±0.50%程度 (2022年12月)
	③リスクプレミアム			リスク資産の買入れ CP・社債、ETF、J-REIT	リスク資産の買入れ	リスク資産の買入れ
	④インフレ期待			中長期的な物価安定の目途 (2012年2月：当面は1%)  2%の物価安定目標 (2013年1月導入)	早期の目標達成のために、 強く明確なコミットメント	オーバーシュート型コミットメント  ★消費者物価指数 (除く生鮮食品) の前年比上昇率の実績値が安定的 に2%を超えるまで、マネタリー ベースの拡大

(出所) 日本銀行、各種情報より、大和証券作成

YCC) を継続することが適当である」と語り、その後の国会答弁でも同じ主張を繰り返した。就任会見からわずか3週間弱で、その発言を撤回すれば、5年間の総裁任期の滑り出しから、市場との信頼関係を崩すことになる。10年前に黒田前総裁が就任後の初会合で異次元緩和を決定したことが、異常事態だった。中央銀行は継続性を尊ぶ組織であり、総裁交代ですぐに変わる訳ではない。

4月の声明文では、まずフォワードガイダンス (FG) を書き換えた。2段落目の冒頭で「内外の経済や金融市場を巡る不確実性が

きわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現していくことを目指す」と纏められた。その代わりに、従来のFGにあった「新型コロナウイルスの影響を注視する」「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」の表現を削除した。前者は5月8日に新型コロナの感染症法上の分類を「5類」に移ること (4月27日に正式決定)、日銀の新型コロナ関連オ

ペの3月末終了で、削除すると予想されていた通り。後者はこのタイミングで外すのは、早めに整理したという印象だ。いずれにせよ、日銀は現在の枠組み（図表1）のもとで、いかに工夫を凝らして、効果的に金融緩和を継続していくかを、考えていることが読み取れる。

次に、4月の声明文の3段落目には長期的な視点で多角的なレビューの実施宣言をして、植田色が示された。植田総裁は就任会見時にも、自分の務めは、25年間の長きにわたる物価安定の実現に向けた総仕上げと答えていた。その思いが込められた文章だ。事前報道にもあったが長期的な視点は、1年から1年半の時間をかけて取り組むことが示された。このレビューの作成と、当面の政策運営に直接の影響はないと思われるが、じっくりと点検したい意向は読み取れる。

植田総裁は4月の定例会見で、大規模緩和を継続する必要性を問われて、「引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくないと判断」と答えた。この考え方は、植田教授時代に2022年7月6日掲載の日経新聞・経済教室に寄稿した時と変わっていない。むしろ当時よりも、米利上げが最終局面となり、リセッション懸念が高まっているだけに、待ちの構えが強くなっていると思われる。また、物価見通しについて「下がっていった後、反

転してまた上がってくるという所には様々な前提が必要で、不確実性が高い」と具体的な経路にも触れ、「もう少し辛抱して粘り強く金融緩和を続けたいというのが正直な気持ち」だと本音を漏らした。

## ■ 2. 7月展望レポートでも、先行きに自信が持てず

経済・物価情勢の重要な点検である7月展望レポートでは、成長率見通し（大勢中央値）が、2023年度は+1.3%に若干の下方修正、2024年度は+1.2%、2025年度は+1.0%と据え置きとなった（図表2）。2023年4～6月期に、コロナ前水準（2019年平均）の回復は難しく、日銀の緩和継続の理由は残る。2023年度は、海外経済の下振れリスクは大きいとの見方は維持され、2023年度以降も、緩やかな成長（1%をやや上回る）が続く姿で、潜在成長率を上回る成長を続ける見通しだ。

その一方で物価（コアCPI）見通しでは、2023年度は4月時の前年度比+1.8%から+2.5%に大幅な上方修正となったが、2024年度は微修正、2025年度は据え置いた。前回4月時にあった、「今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していく」という説明文から、「今年度半ばにかけて」の部分が削除された。2024年度の上昇率が、2023年度を下回ることで（図表2）、一時的な上昇を示した。2025年度は前年度比+1.6%のままで2%には遠い。6月28日のECB年次フォーラムで、植

(図表 2) 日銀「経済・物価情勢の展望」・政策委員の大勢見通し (2023年 7月28日発表)

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023年度	+1.2 ~ +1.5 <+1.3>	+2.4 ~ +2.7 <+2.5>	+3.1 ~ +3.3 <+3.2>
4月時点の見通し	+1.1 ~ +1.5 <+1.4>	+1.7 ~ +2.0 <+1.8>	+2.5 ~ +2.7 <+2.5>
2024年度	+1.0 ~ +1.3 <+1.2>	+1.8 ~ +2.2 <+1.9>	+1.5 ~ +2.0 <+1.7>
4月時点の見通し	+1.0 ~ +1.3 <+1.2>	+1.8 ~ +2.1 <+2.0>	+1.5 ~ +1.8 <+1.7>
2025年度	+1.0 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.6>	+1.8 ~ +2.2 <+1.8>
4月時点の見通し	+1.0 ~ +1.1 <+1.0>	+1.6 ~ +1.9 <+1.6>	+1.8 ~ +2.0 <+1.8>

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(出所) 日本銀行より、大和証券作成

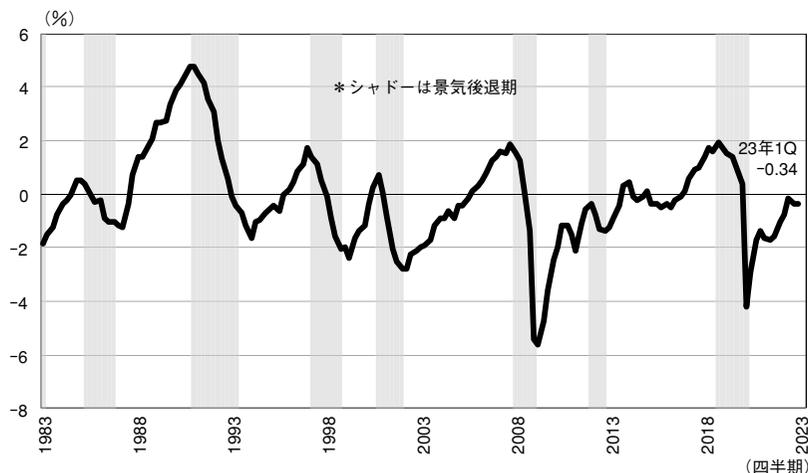
田総裁は「基調的なインフレ率は2%を下回る水準」と発言したように、コアコアの2024年度以降の数字は2%を下回った。現時点で2%物価安定目標の実現に自信はなく、政策転換を考えるには時期尚早というメッセージのように見える。

4月以降、物価見通しの説明では、「原油価格や政府による経済対策に関する前提にも依存する」とわざわざ明記している。予測作成者にとっては当たり前のことだが、それだけ物価見通しが難しくなっていること、基調的な物価動向の判断がわかりにくいことを、丁寧に説明したように思える。その一方で、マクロの需給ギャップの説明文は、前回4月時の「今年度半ば頃にはプラスに転じ、見通し期間終盤にかけて、徐々にペースを鈍化さ

せつつもプラス幅を緩やかに拡大していく」で据え置かれた。7月5日発表の日銀推計の需給ギャップが、2023年1~3月期で▲0.34% (前期▲0.37%) とマイナス幅は縮小したが(図表3)、プラスに転じるのを待つ状況だ。プラス転換のタイミングと定着には、時間を要することになろう。ただし、従来とは異なる企業の価格転嫁が続いていること(中小企業の出遅れ分、タイムラグあり)や、賃上げ機運が広まったこと等から、賃金と物価の好循環が働く可能性も秘めている。

この先、需給ギャップがプラスに定着し、持続的な賃金上昇となれば、2%の物価安定目標が実現できることになる。それでも、日銀が政策転換するには、まだ説明できる材料は十分に揃っていない。7月5日発表の春闘

(図表 3) 日銀推計の需給ギャップ



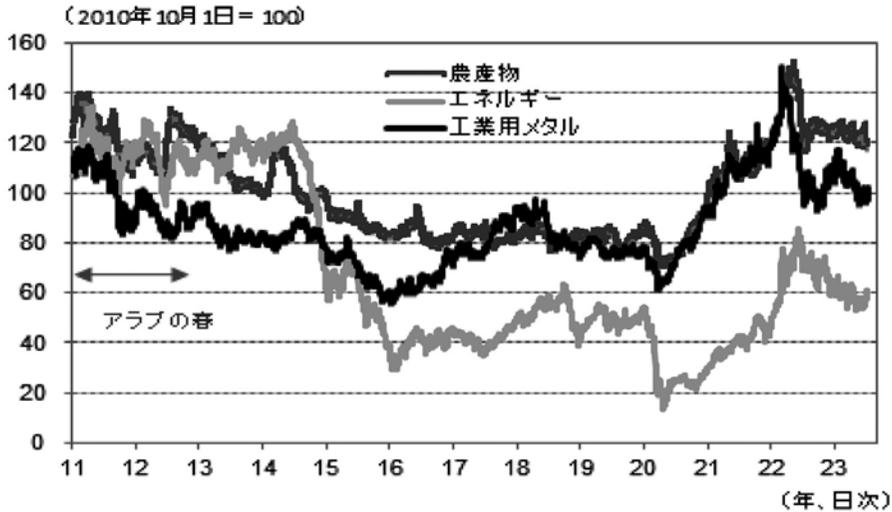
(出所) 日本銀行より、大和証券作成

の賃上げ率（連合の最終集計値）は+3.58%と30年ぶりの高水準となった。毎月勤労統計の所定内給与は、7月分まで見れば賃金改定の8割方が反映されるが、7月速報値は9月8日（確報値は9月26日）発表まで待つ必要がある。加えて、来年の賃上げに向けては、原資となる企業収益の動向が重要であり、海外経済の影響（特に米国と中国）を大きく受ける。日銀も年後半の米国経済の底堅さ、中国経済の持ち直しを見極めたいはずだ。2%の物価安定目標の達成に向けて、まずはコロナ前の経済水準の回復、需給ギャップのプラス化、企業収益の上方修正を確認するには、どんなに早くても年内、時間はかかるだろう。

### 3. 複合インフレとの闘い、日銀は物価予測の精度向上へ

世界に目を向けると、インフレとの闘いはまだ続いている。実際に、FRBは利上げ最終局面ながらも、政策金利を高止まりさせて、利下げを急がないと思われる。米国に比べて、インフレ率がまだ高いユーロ圏では、ECBの利上げ打ち止めには距離がある。筆者は昨春以降、複合インフレの要因として、①コロナ禍の供給制約、②気候変動対応のグリーンフレーション、③ウクライナ戦争という3つを挙げてきた。これらは過去の高インフレ時（1970年代）とは異なる性質のものであり、世界の経済構造を大きく変化させている。米国では①の財価格は下落したが、人手不足は

(図表4) S&P GSCI 国際商品価格指数



(出所) S&P、Bloombergより大和証券作成

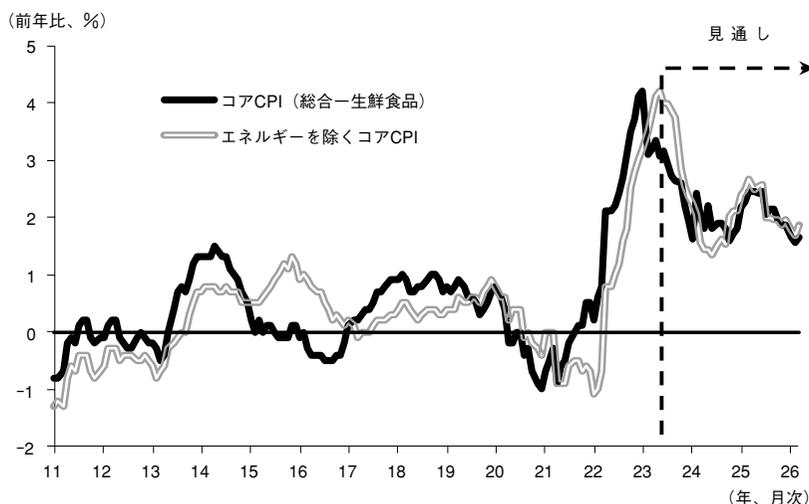
解消しておらず、需要要因の賃金インフレによってサービス価格の粘着性は続いている。②はエネルギー価格の急騰は落ち着いたが、農産物やメタルの価格は下落してもコロナ前の水準より高止まりしている(図表4)。足元ではエルニーニョ現象の発生予測<sup>(注2)</sup>が出ており、天候不順で農産物が不作となれば、価格上昇が再び懸念される。③は停戦合意がすぐに実現するとは考え難い。西側諸国のロシアへの経済制裁は続き、米中対立のもとで貿易の分断化が進めば、財へのインフレ圧力となる。その一方で、国家安全保障のための財政出動は、財政インフレとなり得る。

5月19日の植田総裁の講演では、現在のコスト・プッシュによる物価上昇は、フィリップス曲線の一時的な上方への乖離と説明した。実際に米国でインフレが上振れて、ここ

まで利上げを継続してきたことを考えると、一時的という前提は本当に正しいのか、日本でも複合インフレの影響について、もっと議論すべきだろう。日本も、従来にない価格転嫁が進み、企業の行動に変化が出てきている。筆者は、植田総裁の物価見通しの細かい説明を聞くたびに、先行きに自信が持てない気持ちには共感できる。物価予測作業では、色々なシミュレーションをすればするほど、予想値に幅は出てしまうものだ。

しかしながら足元で輸入物価が鈍化しても、従来と異なる価格転嫁はまだ続いており、為替レートが想定より円安の時間が長期化すれば、押し上げに作用する。今年の春闘の賃上げ率は想定以上で、来年は今年より小幅な上昇率でも、持続的になる可能性はある。物価の上振れリスクは多い。日本でも従来とは

(図表 5) 日本のコアCPIとコアコアCPIの推移



(出所) 総務省より、大和証券作成\*消費税効果除く、見通しは筆者予測 (年、月次)

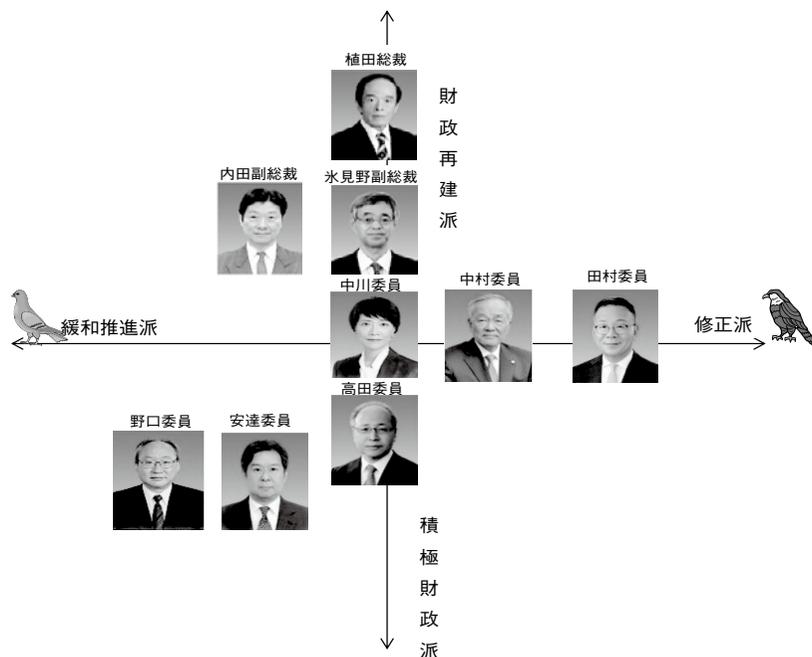
異なる企業の価格設定行動が起きている現在は、過去の延長線上にはないと捉える方が自然だ。経済構造が大きく変化する局面は、過去の経験則や理論は通用しなくなる。予測精度を高めるため、物価予測モデルを見直した方が良いように思える。レビューの作成過程で、課題の一つとして取り組むことを提案したい。

筆者には引き続き、日本の物価見通しに関する問い合わせが多く寄せられている。6月27日発表の5月の刈込平均値は再び前年比+3.1%まで上昇し、物価上昇圧力の強さを印象付けた（その後、7月25日発表の6月分は同+3.0%に若干の鈍化）。物価の基調をどのように判断するかについて、植田日銀総裁は5月19日の講演で、「理想的な1つの指標は存在せず、各々の特性を踏まえながら、需給

ギャップや予想物価上昇率、賃金上昇率といった物価を形成する要因などの点検も行い、さらには企業のヒアリング情報なども勘案しながら総合的に判断する」と説明した。足元は、政府の物価高対策でコアが押し下げられ、コアコアの方がより実態を反映しているのは、間違いないだろう（図表5）。7月3日発表の日銀短観・6月調査の価格判断DIと企業の物価見通しがピークアウトしたことから、現時点で日銀は、物価上昇は一時的との見方を維持することが見込まれる。

日銀の強みは、企業のヒアリング情報だ。例えば、食料品主体の値上げが10月まで発表されている状況下、食品メーカーへのヒアリングを徹底的に行うことで、その持続力を押し量ることは可能となる。また各支店が精力的に、地域別の情報収集に努力しているはず

(図表6) 日銀審議委員の分布図 (2023年7月17日時点)



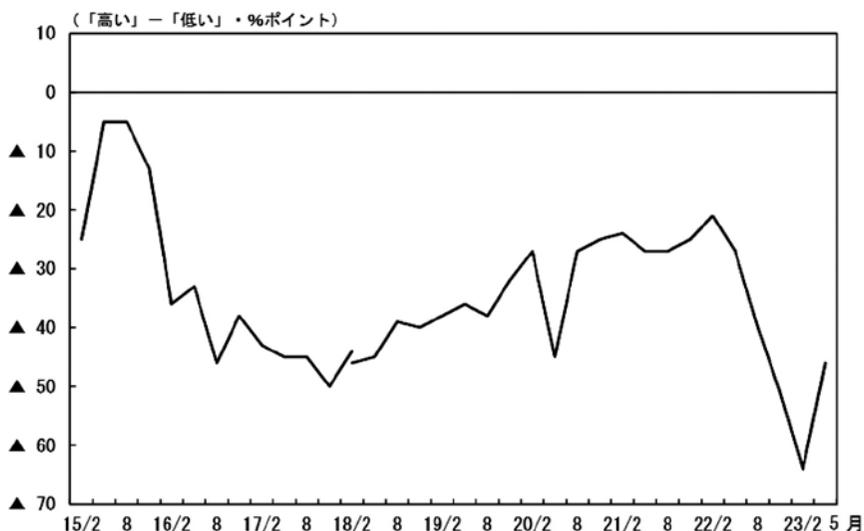
\*日銀HPより写真は掲載。各種情報より、大和証券作成

だ。その調査力に加えて、理論武装<sup>(注3)</sup>を進める部隊もいて、物価予測の精度を上げるための環境は整っている。それでも、先行きの物価見通しに自信が持てないのは、過去とは異なる複合インフレのもと、企業行動を読み切れない所にあるのだろう。

6月26日発表の日銀6月会合における主な意見では、物価見通しが上振れる可能性を指摘するものが増えており、注目点として企業の価格転嫁の動きが挙げられた。その一方で、金融政策運営については、早い段階でYCCの見直しを検討すべきとの意見が1つあったものの、大勢は緩和継続が適切との意見だった(図表6)。物価の見方は変化したものの、

先行きには自信が持てず、この時点では政策修正の議論が盛り上がっていないことが読み取れた。その後の6月28日のECBフォーラムのパネル討論では、リスクマネジメント・アプローチが米欧英と日本は大きく異なることを示したばかりだ。パウエルFRB議長、ラガルドECB総裁、ベイリーBOE総裁はインフレ期待を上振れさせないために、引き締めの政策運営を継続すべきと主張したのに対して、植田日銀は拙速な引き締めがインフレの下振れリスクを高めることに留意すべきだと語った。すぐに政策転換に動くことは考え難い。

(図表7) 日本銀行の債券市場サーベイ 機能判断DI・現状 (2015年以降)



(注1) 調査対象先は、2017/11月調査までは国債売買オペ対象先のうち協力を得られた先。

2018/2月調査以降は、上記に加え大手機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等）を含む。なお、2018/2月調査は、旧ベースの計数を併記。

(注2) 調査実施月は、2、5、8、11月。

(出所) 日本銀行の資料より、大和証券が一部抜粋・転載。

#### 4. 日銀が直面する課題、問題点

しかしながら、植田新体制がこのまま慎重な姿勢を継続した場合、債券市場の流動性や機能度、YCCの出口戦略という課題は、取り残されたままだ。近い将来、米国経済がソフトランディングに成功した場合、円安・ドル高圧力とイールドのステイプ化の流れが進む可能性がある。また物価高に苦しむ国民が、物価の番人である日本銀行に対する不信感を高めるリスクも考えておく必要がある。

黒田前総裁は、債券市場への関心が低く、為替チャンネルにこだわり過ぎた。債券市場を正常化するプロセスは、金融政策の正常化よりも時間を要する。右肩上がりのイールドカーブと適度な金利変動は、資本主義の重要な社会インフラである。日銀による巨額な長期国債買入れとYCCは、債券市場の流動性や機能度を低下させ（図表7）、債券市場が本来持つ価格発見機能を損なわせ、日本経済の活力を阻害している。金融政策の「財政政策への従属」が続いた結果、金融政策の自由度が低下した。今後、日本の景気後退局面入りや金融危機が発生した場合、長期金利の低下余地は乏しく、景気悪化に歯止めをかけ難い。

---

2008年のグローバル金融危機以降、主要中央銀行は様々な非伝統的措置を導入し、試行錯誤しながら政策運営を行ってきた。その間、日本銀行は頑なに大規模な緩和を継続した。異次元緩和と呼ばれる枠組みは政策コストが高く、特に2016年9月21日に導入したYCCは、同年1月29日に導入のマイナス金利の失敗を取り繕うために考案した策だが、出口が最も面倒な枠組みを導入した結果、いまだに苦しいオペ運営が続いている。

YCCという枠組みが導入当初に上手く機能しているように見えた理由は、①低インフレの長期化、②インフレ期待の低さ、③欧米中銀も低金利政策を継続し、主要国の長期金利も低かったことを受けて、日本の長期金利に大きな上昇圧力がかからずすんだためだ。それが反対に、現在のようにグローバルにインフレ圧力が高まってくると、国債イールドカーブ全体に金利上昇圧力がかかるため、長期金利の変動幅の上限をアタックする動きとなると、長期国債買入れを大幅増額する必要が出てくる。ただし、日銀から「均衡イールドカーブ」理論に基づく、最適なイールドカーブの形状が提示されることがないため、指し値オペが繰り返されても、各年限の上限として認知されない状況だ。

新日銀法第2条では、「日本銀行は、通貨および金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて、国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」と明記されている。植田新体制が目指す

べき目標は、持続的な景気回復と物価の安定だ。ただし過去に比べて、日本銀行のバランスシートが膨らみ、金融政策運営の自由度が極めて小さく、10年間の異次元緩和の後始末に向けた、方向感を示す重責を担っている。

その点、2022年12月19～20日開催の日銀金融政策決定会合での「YCCの運用の見直し」（長期金利の変動幅を±0.50%に拡大）決定は、市場機能の低下に対応したと説明し、その後、追加修正の思惑が途絶えない事態を招いたことから、戦略的ミスだったと言えるだろう。具体的な理由として、あの時点でのファンダメンタルズとは乖離した判断と受け止められたこと、市場予想に比べて低い日本銀行の物価見通しに対する不信感が強まったこと、オペ運営を通じた市場参加者との行き違いが生じたことが、挙げられる。ここでの教訓を生かして、植田新体制では、ファンダメンタルズを重視し、物価見通しのパフォーマンスを向上させることが、まずは求められる。政策反応関数を明確化して、市場との対話を立て直すことが急務だ。

植田新体制は、早い段階でYCCの取り扱いに関する方向性を打ち出すことが、期待されていたが、7月27～28日開催の日銀金融政策決定会合では、筆者の想定より早いタイミングで「長短金利操作の運用」を柔軟化することを、賛成多数で決定した。具体的な柔軟化の措置は、1%の指し値オペの実施であり、事実上のYCC上限の引き上げと受け止めら

れる。その背景には、日銀内でも連続指値オペをいつまでも続けられない、国債買入れの量を減少させていきたいとの考えがあると思われる。今回の対応は政策転換ではなく、機動的なオペ運営の見直しであり、この枠組みのもとで緩和の持続性を高める位置付けだ。7月の声明文には、「今後も上振れ方向の動きが続く場合には、実質金利の低下によって金融緩和効果が強まる一方、長期金利の上限を厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じるおそれがある」「長短金利操作の運用の柔軟化によって、こうした動きを和らげることが期待される」という説明が盛り込まれた。植田総裁会見は、将来的な物価上振れリスクへの備えだと説明した。また、その他の金融市場には、為替市場も含まれると答えた。日銀の慎重姿勢が円安を招きかねないとの懸念が強まる前に、早めに動いたように見える。

## ■ 5. 日銀が進むべき道、来春までに次なる修正、その後の転換はできるか

植田総裁が論理的に判断するならば、データ重視であり、ある程度の滲み出しがあつての次なる政策修正、その後の政策転換の決定になるだろう。そうやってこそ、市場との対話が成功したと言える。これまでの発言等から、短期金利と長期金利は区別して、政策対

応することが見込まれる。実際、7月会合でその考えが実行された。長期的な視点で多角的なレビューの完成までは、短期金利は動かさないと予想する。加えて、米国の利下げ局面に逆行する利上げも難しいことから、マイナス金利の撤廃は、米国の利下げ局面終了後となるだろう。その一方で、長期金利については、当面は、新しいオペ運営を軌道に乗せる時間帯となり、賃金上昇の持続力を確認する時間的余裕ができた。それまで米国経済が底堅く、政策金利の高止まりが続いていれば、ナローパスながら日銀は緩和継続を前提に、副作用軽減策を検討するチャンスがあると予想する。現在の長期金利の誘導目標ゼロ程度は、実勢水準と離れており、経済・物価情勢の変化に合わせて+0.25%に引き上げても、結局、長期金利の居所は現在とそれほど変わらないと考える。

筆者は以前より、仮にYCCの修正や撤廃を検討する場合、市場の大きな混乱を招かないために、段階を踏んでグリップを緩やかにしていく方向、骨抜きにしていくことが得策と考えていた。7月会合でフォワードロックな対応ができたという点は評価したいが、早めにオペ運営の見直しをしたことは、本格的な政策転換（短期金利の引き上げ）のハードルは高く、かなり時間を要することを物語っている。今回の骨抜き策により、当面は更なるYCC修正の必要性は低下した。

筆者は、次なるYCC修正は、市場機能の

---

低下を理由とはせず、経済・物価・金融情勢の変化に機動的な対応、長期金利の誘導目標の引き上げにした方が良く考えていた。しかしながら、7月会合での決定により、次なる一手は意見が分かれる所であり、読み難くなった。それでも以前よりは、今後のファンダメンタルズや金融市場次第ではあるが、日銀による金融政策正常化のプロセスが早まる可能性があるだろう。当面は、今回の見直しの効果を見た上で、次はYCCを撤廃の後、国債買入れの減少（いずれはバランスシートの縮小へ）やマイナス金利解除を考えていくことになりそうだ。YCC撤廃を考えていく段階では、国債管理政策の財務省との連携を強めて、市場の変動に備える体制を整えておいた方が良いだろう。発行サイドの財務省が国債発行の年限と金額を考える際に、日銀の国債買入れ年限と金額について話し合うことが望ましい。日銀だけでイールドカーブをコントロールすることは難しいと思われるが、両者の連携があれば、そのハードルは低くなるだろう。なお、来年度は企業収益の動向から、今年度ほど税収が伸びないことが見込まれることに加え、子育て支援やGX移行債の増発などがあり、来年度の国債発行は増加することを想定しておいた方が良い。

これまで、植田総裁は「拙速な政策転換を行うことで、2%の達成の芽を摘んでしまう場合のコストは極めて大きい」と強調し、「先行きの出口に向けた金融緩和の修正は、時間をかけて判断していく」との発言を繰り返し

てきた。植田総裁、内田副総裁がともに、景気下振れを警戒して、かなり慎重であるため、石橋を叩いて渡ろうとすると、正常化に向かうタイミングを逸する可能性を意識せざるを得ない。そのため従来までは、レビューが完成するまで、動かない可能性を筆者は懸念していた。しかしながら、7月会合の対応を踏まえると、日銀が早めに動くことも念頭に置いた方が良いだろう。米国経済がソフトランディングできれば、FRBが利上げを継続する可能性が出てくる。その際、株価や不動産価格の急落が起きない状況で、米長期金利上昇とドル高（円安）が進行する場合、日銀は7月と同様に、背中を押されることになろう。日本でも賃金上昇を伴う形で物価が上振れていくなら、速やかに行動することが求められる。来年1月には、今年度後半の物価の鈍化度合いと来年の春闘に向けた勢いのある程度確認できることから、データが整うという意味合いで、来年1月の展望レポート発表には、物価の判断を修正する可能性がある。早ければYCC撤廃の検討を考え得るかもしれない。いずれにせよ、植田総裁の5年間は、金融政策の正常化を進めていくことが使命である。

---

(注1) 4月展望レポートの脚注では、わが国の潜在成長率について、足もとでは「0%台前半」と計算されると明記された。

(注2) 7月10日に気象庁発表のエルニーニョ監視速報によれば、「今後、秋にかけてエルニーニョ現象が続く可能性が高い(90%)」

(注3) 2023年05月22日、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ『消費者物価への非線形なコストパズル：閾値モデルによるアプローチ』では、「企業物価や為替、賃金の上昇率がそれぞれの閾値を超えた場合、消費者物価上昇率へのパズルの度合いは大きくなる」「賃金変動はそれ自体に高い慣性がみられることから、賃金上昇の非線形なパズルは持続的な傾向がある」と指摘している。

