

日銀金融政策の課題と展望

野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト

木内 登英



1. 日銀新体制下での金融政策運営

(1) 慎重姿勢で始まった植田新体制

2023年4月には10年続いた黒田前総裁のもとでの体制が終焉し、植田新総裁のもとで日本銀行の新体制が始まった。

2022年12月に日本銀行は、長期金利のコントロールを目指すYCC（イールドカーブ・コントロール）の変動幅拡大を突如実施した。YCCの見直しに慎重であった黒田前総裁の下で見直しが実施されたことから、新総裁の下では政策の見直しがさらに進むとの観測を

金融市場は一気に強めた。その結果、ドル円レートは1日のうちに1ドル137円台から130円台まで大幅に円高が進み、2023年1月には1ドル127円台を付けた。

しかし、新総裁に指名された植田和男氏は、「現在の金融緩和の継続が適当」との発言を繰り返し、政策修正に慎重な姿勢を繰り返し強調した。実際、就任後の2023年4月、6月の金融政策決定会合では、日本銀行は政策修正を見送っている。

(2) 先手を打ってYCCの運用の柔軟化を決定

ところが日本銀行は、2023年7月の金融政策決定会合で、YCCの運用を柔軟化する措置を決定した。10年国債利回りの許容変動幅を「0%±0.5%程度」とする従来の枠組みは維持する一方、利回りが+0.5%の上限を超えることを容認する姿勢を新たに示した。

それまで日本銀行は、利回りが変動幅の上

〈目次〉

1. 日銀新体制下での金融政策運営
2. 賃金・物価動向と金融政策の正常化
3. 金融政策正常化のプロセスと金融政策の役割

限を超えることを頑なに認めてこなかった。そのため、利回りが上限に接近する局面では、さらなる利回り上昇を抑えるために、臨時国債買いオペや指値オペを通じて、大量の国債買い入れを強いられたのである。それは、日本銀行のバランスシートを拡大させる、国債市場の機能を低下させる、事実上の財政ファイナンスの傾向を強める、といった多くの副作用を高める。それらは、YCCという枠組みを維持するための大きな代償でもあった。

また2022年には、米国の長期国債利回りの上昇が日本の長期国債利回りに上昇圧力をかける局面で、日本銀行が利回りの上昇を強く抑えたことから、日米利回り格差が拡大し、急速な円安進行が引き起こされた。円安は輸入物価の上昇を通じて、物価の高騰をより深刻にする。そこで、柔軟さを欠く日本銀行の政策姿勢に国民からの批判も高まったのである。2022年12月に日本銀行がYCCの変動幅を拡大したことに続き、今回さらなる柔軟化策を講じた背景には、こうした批判への対応もあったものと考えられる。

また日本銀行は、10年国債利回りが変動幅の上限に接近し金融市場が混乱した後に、追い込まれる形で追加の柔軟化措置を講じるのではなく、金融市場が安定を維持しているタイミングを狙って、先手を打ったと考えられる。

日本銀行は、今まで+0.5%の水準で実施してきた無制限での10年国債買い入れ、つまり毎営業日指値オペを、新たに+1.0%の水

準で実施することを決めた。そのため、利回り変動の上限は実質的に+1.0%に切り上がった、との見方がされた。しかし実際には、日本銀行は現時点でそこまでの利回り上昇を容認するつもりはなく、植田総裁も、+1.0%の毎営業日指値オペは「念のための上限キヤップ」と説明している。

(3) 2%を超える物価上昇は持続的でないとの見方

2022年12月に日本銀行がYCCの変動幅拡大を決めた際には、金融市場は大きく動揺したが、2023年7月のYCCの運営柔軟化は、金融市場への影響を抑えつつ、比較的上手く実施することができたように見える。それは日本銀行が、柔軟化措置と本格的な政策修正あるいは正常化とは異なるもの、との認識を事前に金融市場に浸透させていたからだろう。

日本銀行は現在、「政策の正常化は2%の物価目標達成が前提」としている。そのもとで、「2%の物価目標は現時点ではなお見通せない」、と繰り返し述べてきたことから、この措置が政策の正常化、本格的な政策修正に繋がるものではない、と市場は即座に理解したのである。

日本銀行は展望レポートで、予測期間の最終である2025年度の物価見通しを7月には+1.6%、10月には+1.7%として、足もとの物価上昇率は上振れているものの、+2%を超えた水準は持続的ではなく、2%の物価目標

達成はなお見通せない、とのメッセージを日本銀行は金融市場に送っている。

(4) YCCの再柔軟化

2023年7月に日本銀行が新たに導入したYCCの枠組みは短命に終わってしまった。7月以降、米国の長期国債利回りが予想以上に上昇し、その結果、日本の10年国債利回りは10月に、事実上の上限である+1.0%近くまで上昇したためだ。

10月31日の金融政策決定会合で日本銀行は、YCCの再柔軟化を実施した。10年国債利回りの目標値である0.0%という水準は変えずにYCCの枠組みを維持したまま事実上の上限であった+1.0%を柔軟化した。利回りの上限の目途を+1.0%にするとして、+1.0%を上回る水準を容認することを新たに決めたのである。

それまでは、+1.0%の固定水準で長期国債を無制限で買い入れる毎営業日指値オペを設定していたが、今後は指値オペを特定利回りの水準をあらかじめ定めずに、適宜決定するとした。これにより、+1.0%の水準は厳格な上限ではなくなり、この水準を上回る利回りを容認することになった。

日本銀行は、長期国債利回りの上昇が中長期の期待インフレ率の上昇によるものである場合には、それを容認し、他方で、投機的な動きによるものである場合には、経済環境や金融市場の安定を損ねるリスクがあることから、それを抑制する姿勢である。

やや皮肉なことに、日本銀行がYCCの再柔軟化に踏み切った後に、米国の長期国債利回りが大きく低下し、日本の10年国債利回りは+1.0%を大きく下回る水準まで低下した。

このように、柔軟化措置によって、長期国債利回りをコントロールするYCCの枠組みの形骸化はかなり進み、長期国債利回りは米国の長期国債利回りの影響を受けるなど、市場実勢で決まるようになった。植田総裁が最も問題と考えているYCCの副作用は、柔軟化措置によってかなり軽減され、YCCの見直しがほぼ完結したと考えられる。

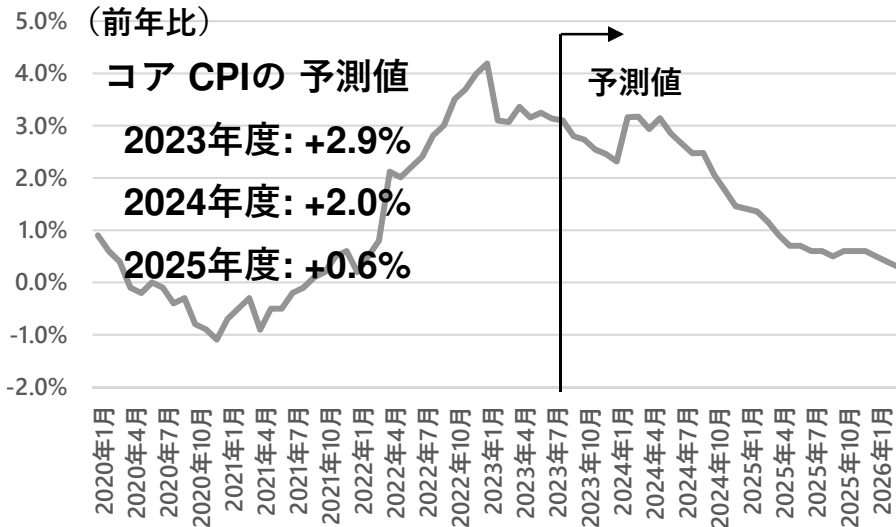
■ 2. 賃金・物価動向と金融政策の正常化

(1) 金融市場は2024年の春闘に注目

金融市場は、2024年3月中旬の主要企業の春闘集中回答で高めの賃上げ率が確認されることを受け、日本銀行が2%の物価目標達成を宣言したうえで、4月にマイナス金利政策の解除という本格的な政策修正に着手する、との観測を強めている。しかし実際のところは、事態は未だかなり流動的だ。

日本最大の労働組合「連合」によると、2023年の春闘での賃上げ実績は、賃金全体で+3.6%、定期昇給分を含まない基本給引き上げ分のベースアップで+2%強と、30年ぶりの高水準となった。しかし、10月の実質賃金上昇率（名目賃金上昇率－物価上昇率）は前年同月比－2.3%と19か月連続でのマイナ

(図表1) コアCPIの見通し



(出所) 総務省より野村総合研究所作成

スとなり、物価上昇率に賃金上昇率が追いつかない状況が続いている。

そこで政府や労働組合は、できるだけ早期に賃金上昇率が物価上昇率を上回る状況を作り出そうとしている。連合は2024年の春闘に向けた方針で、定期昇給分を含む全体の賃上げの目標を、2023年の「5%程度」から2024年には「5%以上」へ、ベースアップは「3%程度」から「3%以上」へとそれぞれ引き上げた。

目標が一段と引き上げられたことで、2024年の賃上げ率が2023年の水準を大幅に上回る、との期待も高まっている。実際のところ、2024年の春闘でも、2023年と同様に賃金上昇率は高めの水準になることが予想される。

(2) 物価上昇率の低下が賃上げの逆風に

しかし、2024年の賃金上昇率が2023年の水準を大幅に上回るかどうかについては、なお不確実だ。それは、物価上昇率の低下傾向が、賃上げの逆風となるからである。2023年の春闘が山場を迎えていた時期に参照されていた、1月分の消費者物価指数で、コアCPI（除く生鮮食品）の上昇率は前年同月比で+4.2%だった。それに対して、10月分のコアCPIは同+2.9%と2か月連続で+3%を割り込んだ。2024年1月には、+2%強の水準にまで低下することが予想される（図表1）。

日本の賃金決定に物価が大きな役割を果たしてきた、という過去の経緯を踏まえると、そうした物価環境のもとでは、2024年の賃金上昇率が2023年の水準を大幅に上回ることに

はならないのではないかと考えられる。個人消費や企業の人件費の増加を通じて物価に大きな与えるのは、ベースアップであるが、それは2024年には+2%台半ば程度にとどまる、と予想したい。

日本銀行が公表している短観の最新2023年9月調査で、企業（全規模全産業）の5年後の物価上昇率見通しの平均値は+2.1%だ。中期的な物価見通しが+2.0%程度のもとで、それを大幅に上回るベースアップを実施することには、企業は慎重であると思われる。日本では基本給を引き下げることが難しい中、企業は将来の人件費増加が収益を圧迫してしまうリスクにも配慮しながら、慎重に各年のベースアップを決める。その結果、実質賃金がプラスに転じるのは、2024年ではなく2025年後半までずれ込むことが見込まれる。

具体的にどの程度の賃金上昇率が、日本銀行が物価目標達成と判断する基準となるかについては、明確でない。ちなみに黒田前日本銀行総裁は以前に、2%の物価目標達成と整合的なベースアップは+3%程度としていた。物価上昇率が低下していく中で、2024年の春闘でベースアップが2023年の+2%強から+3%程度にまで加速する可能性は高くはないと思われる。

実際には、2%の物価目標達成に向けたベースアップのハードルは、もっと高い可能性が考えられる。過去に消費者物価上昇率のトレンドが+2%程度であったのは1990年代初めである。その際には、実質賃金上昇率と一

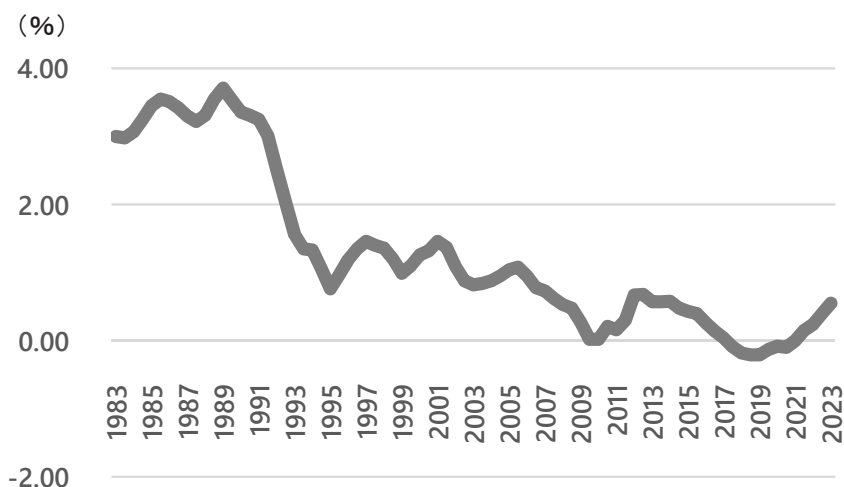
致すると考えられる労働生産性上昇率のトレンドは+3%台半ば程度であったと推定される（図表2）。そしてここから計算されるベースアップのトレンドの理論値は、+5%台半ばとなる。

しかし、当時と現在とでは、賃金上昇率や物価上昇率のトレンドを決める、労働生産性上昇率や潜在成長率といった経済の潜在力に大きな差がある。当時の潜在成長率は+4%台だった。ところが現状では、潜在成長率、労働生産性上昇率は、ともにせいぜい+0%台半ば程度だ。このように大幅に低下してしまった経済の実力の下では、物価上昇率が+2%程度で安定的に推移するのはかなり難しいと思われる。

こうした点から、2024年の春闘での賃上げの結果を受けて直ぐに、日本銀行が2%の物価目標の達成を宣言し金融政策の本格的な修正に着手する、との見方にはやや無理があるのではないかとと思われる。

日本銀行が2024年の春闘の行方を非常に注目していることは疑いがないところだが、賃上げ率は、日本銀行が2%の物価目標の達成を判断するうえで材料とする指標の一つではない。中央銀行が一つの指標のみに基づいて金融政策の大きな転換を決めることは通常ではない、という点にも留意しておきたい。

(図表 2) 一人当たり労働生産性上昇率のトレンド



(注) 日本銀行が推計した潜在成長率と就業者及び労働時間の成長寄与度から算出
(出所) 日本銀行より野村総合研究所作成

3. 金融政策正常化のプロセスと金融政策の役割

(1) 日本銀行は2%の物価目標達成を宣言しない

既に見たように、現在の経済情勢のもとでは、物価上昇率、予想物価上昇率が+2%程度で持続することは難しいと考えられる。海外でのエネルギー価格、食料品価格の上昇や円安進行の影響で、消費者物価上昇率は+2%を超える状態がしばらく続いているが、この状態は持続的ではないだろう。植田総裁や日本銀行の事務方も、そのように考えているのではない。

他方、消費者物価上昇率は+2%を超える状態がしばらく続いていることから、国民の

間では2%の物価目標は達成できたと考える向きは少なくない。そのような世論に押されて、日本銀行が2%の物価目標達成を宣言するのは非常にリスクが高いことだ。そのような宣言を出せば、金融市場は、政策金利が早期に2%を上回る水準まで引き上げられるとの観測を強める。その結果、長期金利は大幅に上昇し、10年国債利回りは2%を大幅に上回る水準まで急上昇するだろう。消費者物価上昇率が+2%程度の水準を持続できるほど日本経済が強くなっていない中でこのような利回りの急上昇が生じれば、日本経済はかなりの打撃を受けるだろう。また日米金利差が急速に縮小することで、大幅な円高が進行し、経済と株式市場に深刻な悪影響を与えるはずだ。

日本銀行はこのようリスクを取ることは

(図表 3) 日銀政策修正のプロセス

- ① マイナス金利政策解除 (−0.1%→0.0%or+0.1%) 【2024年後半?】
- ② YCCの撤廃 【2025年前半?】
- ③ オーバーシュート型コミットメント撤廃 【2025年後半?】
- ④ 長期国債残高削減 (QT) 【2025年後半?】
- ⑤ ETFのオフバランス化 【2026年 ?】

(出所) 野村総合研究所

ないだろう。従って、日本銀行が2024年の春闘の結果を受けて2%の物価目標達成を宣言し、その直後にマイナス金利解除に踏み切る可能性は小さいと見ておきたい。

(2) マイナス金利政策解除の時期は2024年後半以降に

他方で日本銀行は、現在の金融緩和の枠組みには副作用が大きいことから、2%の物価目標達成いかんにかかわらず、それを修正したいと強く考えているのではないかと推察される。そこで、2024年の春闘での賃上げ率は期待されるほどの水準に達せず、2%の物価目標達成との宣言を出すことはできない中でも、マイナス金利政策解除に踏み切るのではないかと予想する。

その際には、YCCの柔軟化と同様に、副作用を軽減することで金融緩和の持続性を高めることが目的、と対外的に説明するだろう。マイナス金利は解除しても低金利は維持し、金融緩和姿勢に変化はないと説明するのではないか。

事前に市場との対話に十分な時間をとる必要があることもあり、マイナス金利政策解除

の時期は2024年4月ではなく、2024年後半以降にずれ込むと見ておきたい。

他方、世界経済が大きく減速し、米国で金融緩和が進んで為替市場で円高圧力が高まる場合には、経済、金融市場の安定を優先して、日本銀行は2024年中のマイナス金利政策解除を見送る可能性もあるだろう。

(3) 植田総裁の任期中に非伝統的な政策はかなり整理される

植田総裁は、過去25年に渡る日本銀行の非伝統的金融政策の効果と副作用を分析する「多角的レビュー」を実施している。これは、相応に副作用が大きい非伝統的政策の見直しを正当化するために利用されていくのではないか。

植田総裁は、マイナス金利政策解除から始め、YCCの撤廃、保有する長期国債残高の削減、保有するETF(上場株式投信)の処理など、非伝統的政策の整理を任期中に進めていこう(図表3)。

その結果、金融政策運営は短期金利の操作という伝統的な金融政策手段だけ残る形となるのではないか。それこそが、植田総裁の目

指すところだと思われる。相応に副作用の大きい非伝統的な政策の枠組みを整理し、経済や金融市場を不安定化させかねない副作用を取り除くことが、植田総裁の歴史的役割と考えたい。

短期金利の操作という伝統的な金融政策の枠組みに戻すことで、日本経済の潜在力を回復させることができる訳ではない。そのもとでは、低インフレ環境は続き、政策金利も低位が維持されるだろう。金融政策がその有効性を十分に取り戻すことはできない。

しかし、経済の潜在力を回復させることは、政府の成長戦略や、企業の生産性向上努力、労働者の技能向上努力などによって達成を目指すべきだ。それを、金融政策を通じて実現しようとして上手くいかなかったのが、過去10年超に及ぶ異例の金融政策だった。

この点で、政策の見直しを進めていった後の日本銀行が、短期金利操作に基づく伝統的な金融政策の有効性を取り戻すのは、政府や民間の努力に依存することになる。いわば「他力本願」である。そのため、植田総裁そして日本銀行には、金融政策以外に、成長力回復に向けた政府と民間の取り組みに対しても、建設的な提言を積極的に行うことを期待したい。

