

Weekly エコノミスト・ レター

植田日銀スタート後の7カ月を振り返る～序盤の評価と今後の課題

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 植田総裁が就任し、日銀新体制が発足してから7カ月が経過した。この間に、植田日銀はフォワードガイダンスを修正したほか、2度にわたってYCCの柔軟化を実施した。
2. 植田日銀の7カ月を筆者なりに評価すると、政策運営については概ね適切であったと受けとめている。世界的に見て異例で副作用も大きいYCCの形骸化を進めたことは前向きに評価できる。名目金利は上昇したが、実質金利は異次元緩和後の平均的なレベルに留まっており、金融環境のタイト化を回避しつつ柔軟化を進めることが出来ている。ただし、足元で賃金と物価の好循環や物価の基調の高まりの兆しが見えつつあることに対する植田日銀の貢献は限定的であり、その主たる原動力は海外発の資源・エネルギー高と急速な利上げという外的ショックであったと考えられる。
3. 他方、植田日銀の市場との対話は課題を残した。YCCには、市場に織り込まれると副作用が強まる欠陥があるため致し方が無い面はあるにせよ、2度の修正はあまりに唐突だった。こうした事例が続けば、市場の信頼性が損なわれかねない。また、金融政策正常化に踏み切る条件や時期、手順についての具体的な手掛かりも殆ど提示されていない。
4. 植田日銀は今後も難しい舵取りを迫られる。まずは、経済・物価情勢を見極め、可能であれば、適切なタイミングで金融政策の正常化に踏み切る判断をしなければならない。そして、正常化を進める際には、市場や景気に過度の悪影響を及ぼさないように、手順やペースを調整する必要がある。これまで、極めて大規模な金融緩和を実施してきたため、手を引く際のインパクトも大きくなる可能性が高い。従って、今後はますます市場との対話の重要性が高まることになる。また、金利上昇は財政出動の制約になりやすいだけに、正常化を進めるには、政治との対話力も試されることになる。

<植田日銀発足以降の動向一覧>

月日	イベント	動き・補足
4月9日	植田総裁就任 (新体制発足)	(任期は2028年4月8日まで)
4月27-28日	4月MPM	フォワードガイダンスを修正/ 多角的レビューの実施を決定
6月15-16日	6月MPM	現状維持
7月27-28日	7月MPM	YCCの柔軟化を決定 (長期金利上限: 0.5%→1.0%)
9月21-22日	9月MPM	現状維持
10月30-31日	10月MPM	YCCの再柔軟化を決定 (長期金利1%超を容認)

1. トピック： 植田日銀スタート後の7カ月を振り返る

4月9日に植田総裁が就任し、日銀新体制（以下、植田日銀と表記）が発足してから7カ月（200日余り）が経過した。植田総裁の任期序盤にあたるこの間の動きを振り返り、現状評価を行いたい。

1) 発足後7カ月の振り返り

①政策修正等の動き

まず、政策修正等の動きについて時系列に沿って振り返ると（表紙図表参照）、植田日銀は初回の金融政策決定会合（以下、MPMと表記）である4月MPMにおいて、フォワードガイダンスについて以下3点の修正を行った。

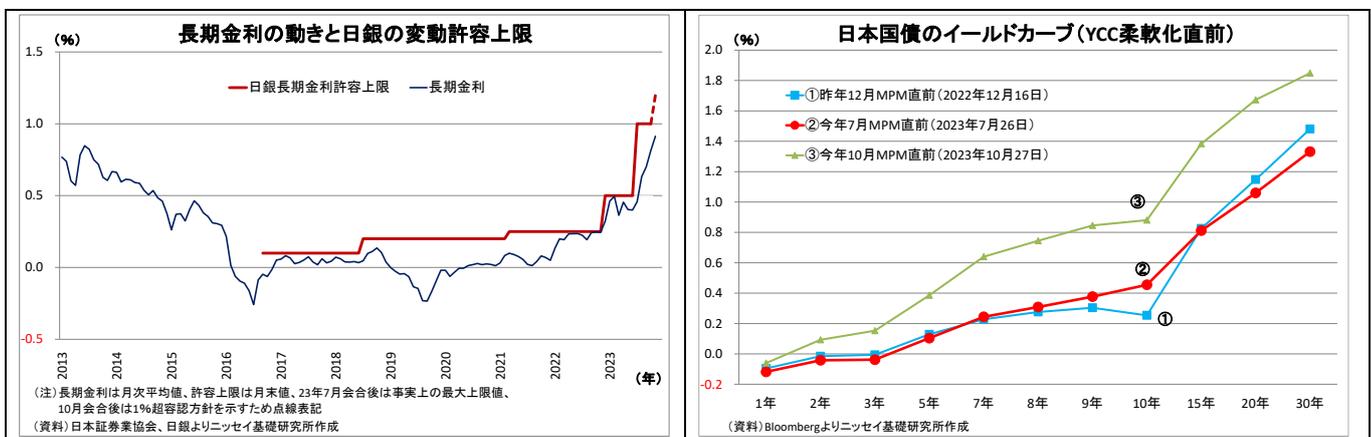
- ✓ 冒頭に「日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく」との基本姿勢を追加
- ✓ 政府によって新型コロナの5類への変更が正式決定されたことを受けて、コロナに関する文言を削除
- ✓ 従来、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」としていた政策金利のガイダンスを削除

これらの修正は何かを抜本的に変更するものではなく、既に実態にそぐわなくなった部分を取り除き、より現状に即したガイダンスへと洗い替えたという側面が大きい。

さらに同MPMにおいて、日本がデフレに陥ってからの過去25年間における金融政策運営について、1年から1年半程度の時間をかけてレビューすることも決定した。

その後、植田日銀は7月のMPMにおいてイールドカーブ・コントロール（以下、YCCと表記）の柔軟化に踏み切り、従来0.5%程度としていた長期金利（10年国債利回り）の許容上限を最大1%へと引き上げた¹。

さらに直近10月MPMにおいて再びYCCの柔軟化を決定し、長期金利の1.0%超への上昇を一定程度容認する形とした（具体的な措置はP6参照）。



¹ 具体的な措置としては、①長期金利（10年国債利回り）の誘導目標は「ゼロ%程度」のまま存置、②長期金利の変動幅は従来の「±0.5%程度」を存置しつつ位置づけを「目途」へと格下げ、③連続指値オペ実施に際しての（長期金利）水準を「0.5%」から「1.0%」へ引き上げ。

2016年9月にYCCを導入した黒田総裁体制下の日銀（以下、黒田日銀）も段階的に長期金利の許容上限を引き上げてきたが、そのペースは6年半で3回に留まったのに対し、植田日銀では既に2回の実質的な引き上げが行われており、ペースが速い。

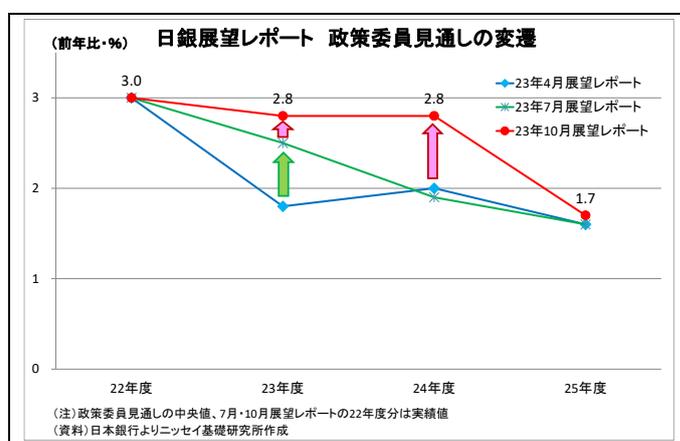
さらに、黒田日銀の昨年12月の上限引き上げ（0.25%程度→0.5%程度）と植田日銀のもとでの2回（今年7月・10月）の上限引き上げは意味合いが異なる。昨年12月の上限引き上げは、市場で金利上昇圧力が高まるなかで日銀がYCCを厳格に運用して長期金利の上限を死守した結果、イールドカーブ（以下、YC）に歪み²が生じ、債券市場に混乱が生じ、企業の資金調達にも悪影響が出たことや円安が加速したことを受けて、そうした副作用の是正策として実施されたものだ。

一方、今年7月・10月の長期金利上限引き上げはYCの歪み発生を受けた対応ではない。YCは右肩上がりの状態ではあったものの、日銀が長期金利の上限を死守することで大きな副作用が発生する前に、それを予防するための措置として実施されたものだ。

②情報発信

また、この間の情報発信についても変化が見られる。「物価安定の目標の持続的・安定的な実現について十分な確度をもって見通せる状況には、なお至っていないため、粘り強く金融緩和を続ける」との姿勢は一貫しているものの、この7カ月の間でハト派色がだいぶ和らいでいる。

具体的には、発足当初は「そもそも金融緩和の効果がたまかには金利のゼロ制約でかなり制限されているという中では、（2%の物価目標は）そう簡単な目標ではない」、「前体制からの大規模緩和を現状では継続する」（4月10日植田総裁就任会見）など緩和継続姿勢を強調した発言が多かった。



それが、最近では、「物価見通し実現の確度が少し高まっている」、（重要なポイントである賃金について）「ある程度来年の賃金について期待できる」（10月31日植田総裁会見）など、物価目標達成に向けて自信を強めている様子が目立つようになってきている。金融政策決定会合における主な意見（9月MPM分）でも、「賃金上昇を伴った物価上昇につながる好循環が生まれつつある」、「来年の賃上げ率が本年を上回る可能性も十分にある」など、政策委員（匿名）による前向きな発言が多く見受けられるようになった。

これに関連して、3ヵ月に一度公表される展望レポートにおける政策委員の物価見通しについても、金融緩和継続の根拠とすべく、予測最終年度こそ2%未満に留めているものの、回を追うごとに物価見通しの大幅な引き上げが行われてきた。

2) 発足後7カ月の評価

①政策運営について

以上を踏まえて、植田日銀の7カ月間を筆者なりに評価すると、政策運営については概ね適切で

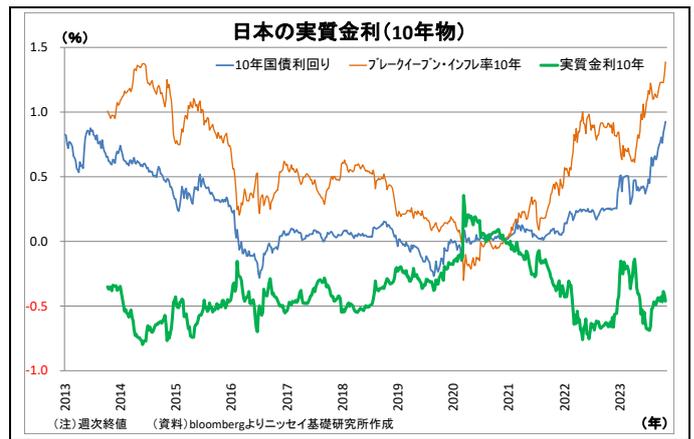
² 日銀が上限を設定している10年ゾーンの国債利回りがより年限の短いゾーンの利回りを下回る状況

あったと受けとめている。この間に YCC の形骸化を進めたことは前向きに評価できる。

中央銀行が長期金利を操作する、とりわけ低位に抑え込むという YCC は世界的に見ても歴史的に見ても異例の措置であり、ある種劇薬と言える。実際、その副作用は大きく、長らく債券市場の機能度に悪影響を与えてきたに留まらず、昨年には YC の歪みを発生させて市場に多大な悪影響をもたらした。植田日銀が、このように副作用が目立っていた YCC の上限を大きく引き上げ、形骸化を進めたことは金融緩和の副作用を是正するという面で効果が期待できる。

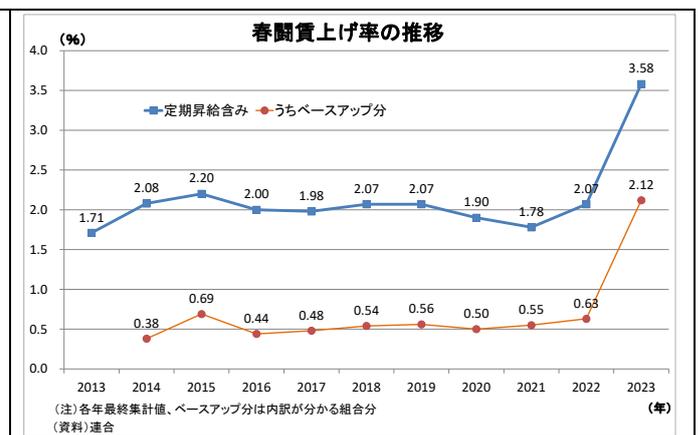
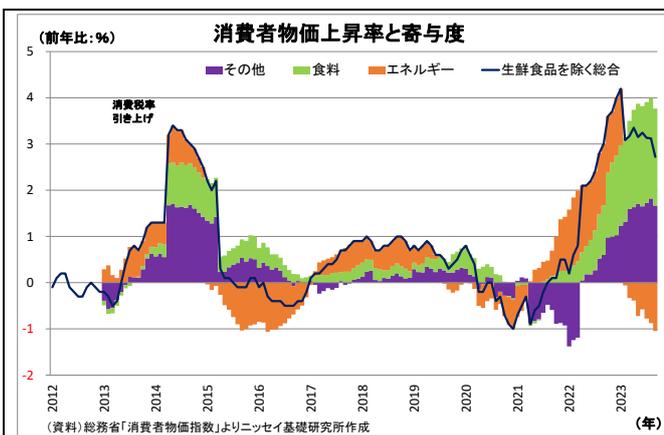
また、YCC 柔軟化の主目的ではなかったとみられるものの、今のうちに長期金利など市場金利に動く余地を与え、水準を緩やかに引き上げておくことは、金融政策正常化の段階での急騰リスクを抑制することにも繋がり得る。つまり、将来の正常化に向けた布石が打たれたという側面もある。

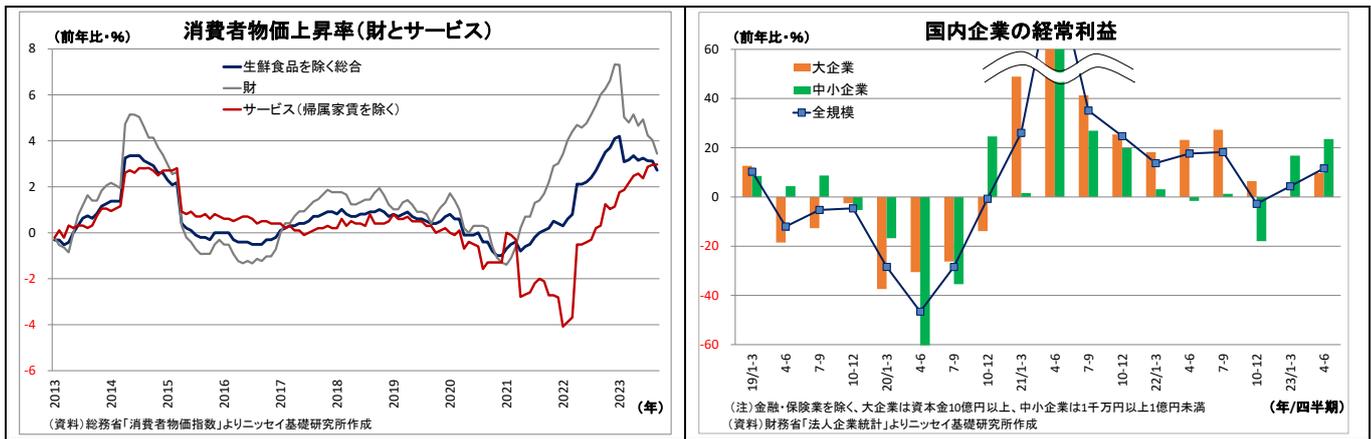
YCC の柔軟化を進めたことで長期金利の水準は約 10 年ぶりの水準にまで上昇しているが、この間、同時に市場の予想物価上昇率（ブレイクイーブン・インフレ率）も大きく上昇してきたため、実質金利（長期金利－ブレイクイーブン・インフレ率 10 年物）の水準は、異次元緩和後の平均的なレベルに留まっている。つまり、金融環境を大きく引き締めることを回避しつつ、柔軟化を進めることが出来たことになる。



ただし、足元で賃金と物価の好循環や物価の基調の高まりの兆しが見えつつあることに対する植田日銀の貢献は限定的であり、その主たる原動力は外的ショックであったと考えられる。

具体的な波及経路としては、「①コロナ禍による供給制約が残る中で経済活動が再開され、世界的に物価が急上昇、さらにロシアによるウクライナ侵攻による資源・エネルギー高が拍車をかける形に→②海外中央銀行が物価急騰を抑えるために急速な利上げを実施→③世界的な資源・エネルギー高に海外利上げに伴う円安が加わったことで輸入物価が急騰して国内でも価格転嫁が押し進められ、物価が大きく上昇→④近年にない物価上昇を受けて、世論や政治からの賃上げを求める声が高まり、もともと企業内で高まっていた人手不足への警戒感と共鳴する形で賃上げが加速→⑤輸入物価高の価格転嫁が長引く中、人件費増がサービス価格へ波及する可能性も高まりつつある」という連鎖反応が起きた。物価の上昇によって実質賃金の伸びはマイナス圏に落ち込んでいるものの、





コロナ禍における強制貯蓄と経済再開に伴うペントアップ需要の発現が消費の支えとなり、景気の失速は回避、円安による輸出採算の改善も相まって、企業収益も改善基調が維持されてきた。

この間に日銀が緩和を維持したことも円安を助長し、足元の状況に多少寄与した面は否めないものの、主因・きっかけは海外発の資源・エネルギー高と利上げと考えられる。現に、黒田日銀では10年間にわたって大規模な緩和が継続されたが、賃金と物価の好循環は限定的であった。

なお、円安を是正するために植田日銀は金融緩和を続けるべきではないとの意見もこれまで見受けられてきたが、春以降、円安の原動力となってきた日米金利差拡大の主因は米金利の大幅な上昇である。米金利以上に日銀が金利を高めれば円高が進む可能性が高まるが、その分実質金利が上がり、景気への逆風が強まるため、容易ではなかっただろう。

②情報発信（対話）について

他方、植田日銀のこれまでの情報発信は課題を残したと考えている。植田総裁の会見は極力平易な言葉を用いて論理的に語られており、「より多くの国民に分かりやすく説明しよう」という姿勢が伝わってくる点は好感が持てる。

ただし、市場との対話については円滑に行われたとは言い難い。2度にわたるYCCの柔軟化に際しては、日銀から予兆が発せられず、市場の織り込みが乏しいなかで唐突に実行された印象がある。YCCには「市場に先んじて織り込まれると金利上昇圧力によってYCに歪みが生じてしまう」という構造的な欠陥があるため、致し方が無い面はあるにせよ、もう少しやりようもあっただろう。こうした事例が続けば、日銀の政策運営と情報発信に対する市場の信頼性が損なわれかねない。

また、金融政策の先行きに対する指針が不十分である点も課題と考えている。植田総裁は金融政策の正常化に絡んで、「仮に物価の中心的な見通しが2%を超えていても、それに付随する確率(確度)が低い場合には政策変更に至らない可能性がある」との主旨を述べているが、確度を示す指標があるわけでもなく、「日銀がどれだけ確度を持っているか」について外部からうかがい知ることは難しい。

さらに植田日銀は、金融政策正常化に踏み切る条件や時期、正常化の手順についての具体的な手掛かりを殆ど提示していない。植田総裁も正常化に関連した問いに対しては「その時点の経済・金融情勢次第」、「決め打ちできない」など曖昧な回答が目立つ。政策の自由度を確保しておくという狙いがあると推測されるが、行き過ぎれば不要な思惑を招き、市場が不安定化する事態もあり得る。

是非に関する議論はあるものの、3ヵ月に一度、委員による政策金利の見通しを公表しているFRB

との格差は大きい。

3) 今後の課題

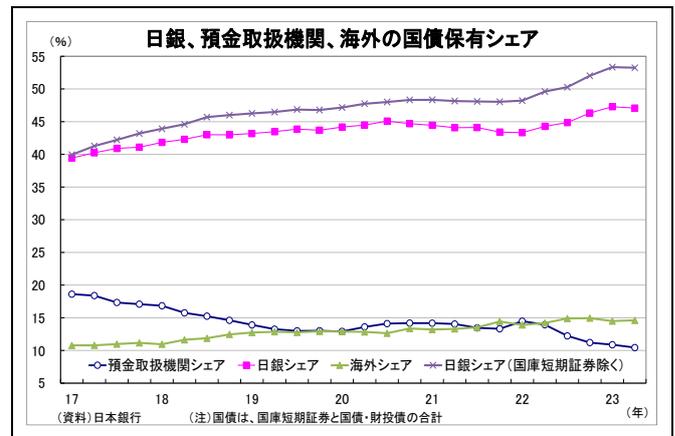
このように、一部課題はあるにせよ、発足後の植田日銀の政策は望ましい方向に進められたと考えている。しかし、植田日銀は今後も難しい舵取りを迫られる。むしろ、これからの方がより難易度が高いはずだ。

まずは、経済・物価情勢を見極め、可能であれば、適切なタイミングで金融政策の正常化に踏み切る判断をしなければならない。正常化が早すぎれば、物価目標の持続的・安定的達成を阻害しかねない一方、遅すぎれば、正常化の機会を逸したり、（可能性は低いと思うが）ビハインド・ザ・カーブに陥ったりするリスクがある。

そして、正常化を進める際には、市場や景気に過度の悪影響を及ぼさないように、正常化の手順やペースを調整する必要がある。

日銀はこれまで、国際的に見ても極めて大規模な金融緩和を実施してきたため、手を引く際のインパクトも大きくなる可能性が高い。また、日銀は超低金利政策を長期にわたって続けてきたため、多くの市場参加者は利上げや金利上昇に不慣れた。従って、今後はますます市場との対話の重要性が高まることになる。

また、現在は物価高をもたらす円安を抑制することが政治的に優先されており、金利が上昇していることに対する政治からの反発は目立っていないが、本来、金利上昇は財政出動の制約になりやすい。特に短期政策金利の引き上げについては、住宅ローンの変動金利上昇を通じて多くの国民に負担を及ぼすだけに、世論を気にする政治を突き動かすかもしれない。今後、正常化を進める際には、政治との対話力も試されることになる。



2. 日銀金融政策(10月)

(日銀) YCC 柔軟化を決定

日銀は10月30日～31日に開催した金融政策決定会合において、長短金利操作(YCC)の運用をさらに柔軟化することを決定した。長期金利の目標水準を引き続きゼロ%程度とする一方で、前回までその変動幅の目途としていた「±0.5%程度」の記述を削除、長期金利の事実上の上限(連続指値オペの水準)としていた「1.0%」についても「目途」に格下げし、長期金利の1.0%超への上昇を一定程度容認する形とした。

同時に公表された展望レポートでは、政策委員の大勢見通し(中央値)として、2023年度から25年度にかけての消費者物価上昇率(生鮮食品を除く)を前回7月分からそれぞれ上方修正した。とりわけ2024年度については前回の1.9%から2.8%へと大幅に上方修正されており、3年連続で2%を大幅に超えるとの見通しが示された。上方修正の主因としては、①既往の輸入物価の上昇を

起点とする価格転嫁の影響が長引いていることと、②このところの原油価格の上昇が挙げられている（総裁会見にて）。ただし、予測最終年度である2025年度については前回から小幅な上方修正の1.7%に留め、2%の物価目標を下回るとの見通しを引き続き維持している。

会合後の総裁会見では、「物価見通し実現の確度が少し高まっている」と言及しつつも、「現時点では物価安定の目標の持続的・安定的な実現を十分な確度をもって見通せる状況には、なお至っていない」との認識の下、粘り強く金融緩和を続けていくとの方針が示された。

そうしたなか、今回のYCCのさらなる柔軟化（長期金利1%超の上昇容認）の理由については、「不確実性がきわめて高い状況が続く中、今後の情勢変化に応じて、金融市場で円滑な長期金利形成が行われるよう、（中略）柔軟性を高めておくことが適当と判断した」、「長期金利の上限を厳格に抑えることは、実質金利の抑制を介して、強力な金融緩和効果を持つ反面、副作用も大きくなり得る」と説明した。このところ、長期金利が上昇して1%が視野に入ってきたため、1%で厳格に抑えると、昨年のようにイールドカーブの歪みや円安進行の加速をもたらす恐れが高まっていたことが大きかったと考えられる。実際、総裁も今回の措置の背景として、大幅な米金利上昇による金利上昇圧力の波及と（日銀の）物価見通し上振れがあることを認めている。また、柔軟化の狙いの一つとして市場機能の回復についても言及した。

「1%を超える金利上昇をどこまで認めるか」については、「（日銀による）調節運営のもとで、長期金利に上昇圧力がかかる場合であっても、1%を大幅に上回るとはみていない」との見解を示したうえで、基本的な考え方として、「根拠が薄い投機的な動きによる金利上昇については機動的なオペで抑える、もう少しファンダメンタルズに伴った実勢のある金利上昇については多少の上昇を許す」と言及した。

どうなれば物価目標達成の見通しが得られるかについて、総裁は「基本的には物価上昇が、（中略）賃金上昇に跳ね返るということ、これが続いていくということ。それから裏側で賃金が上がったことが物価、特にサービス価格等をまた引き上げていくこと。この両方がぐるぐる、物価でいえば2%に近いところで回り続けるということが必要、あるいはそういうふうになりそうだという見極めが必要」と説明し、一つの重要なポイントとして来年の春闘を挙げた。そして、来年の賃上げに関しては、「労働市場の需給が、構造的に引き締まっていること、（中略）企業収益が全体としてはかなり好調であること等を勘案しますと、ある程度来年の賃金について期待できる」と期待感を表明した。ただし、目標達成の見通し判断については、賃金だけでなく、「同時に賃金から物価への波及も順調に進んでるかどうかという点も重要ですので、それを含めて総合的に判断する」と述べた。

物価目標達成の見通しが立ちそうな場合に、YCCの撤廃とマイナス金利の解除の順序がどうなるかについては、「経済・金融情勢次第で決め打ちはしていない、ただし、目標達成の見通しが立つまでは両者とも継続をする」と言質を与えなかった。

なお、再び進行している円安に関連して、植田総裁は、「為替レートについては、ファンダメンタルズに沿って安定的に動くことが望ましい」と従来の基本スタンスに言及したうえで、「われわれの物価見通し等に大きな影響が出るということであれば、それは政策の変更結びつき得る」とやや踏み込んだ。

(受け止めと今後の予想)

日銀が7月末のYCC柔軟化からわずか3ヵ月で更なる柔軟化に踏み切ったのは、想定外の金利上昇を受けて、7月時点で「念のための上限キャップ」(植田総裁)と見ていた長期金利の上限に到達し、副作用が高まるリスクが俄かに増したためだろう。

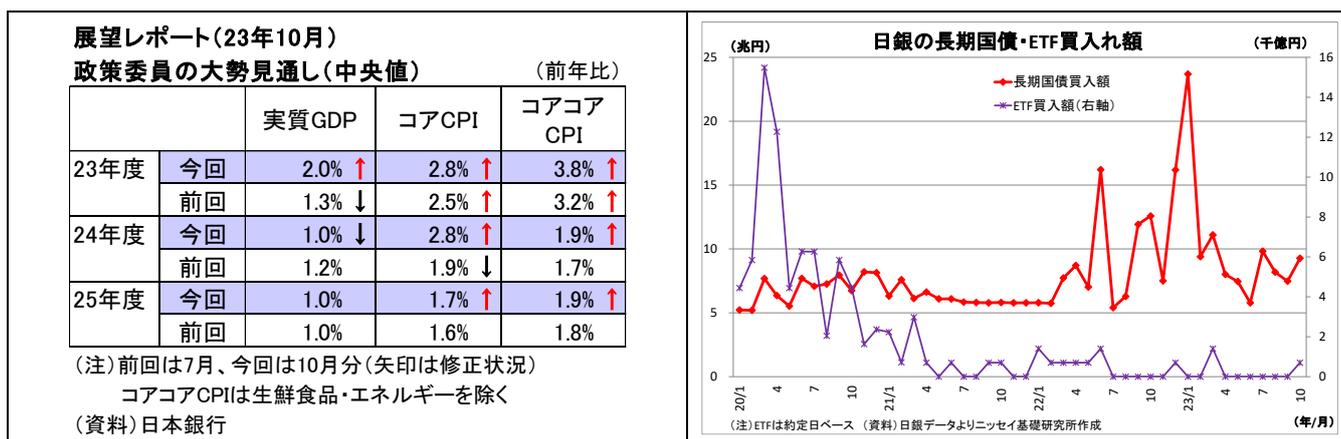
今回の柔軟化によって、もともと世界的にも異例で、債券市場の機能度低下などの強い副作用を持つYCCが形骸化されること自体は望ましい動きと考えている。ただし、以前設定した上限である1%に近付いたからといって上限を引き上げるのであれば、そもそも上限ではなかったことになる。なし崩し的な政策修正という印象も否めず、日銀の政策運営に対する信頼性に疑問符が付きかねないというリスクもある。

今後の金融政策については、植田日銀は物価目標の持続的・安定的達成への自信を強めつつあり、近い将来における大規模緩和の正常化を指向していることも明白だ。

問題はそれがいつかなのだが、しばらくはそのためのデータを見極める時間帯になる。来年4月には、完全ではないにせよ、来春闘での比較的高い賃金上昇がデータとして確認できるため、正常化へ舵を切ると見ている(日銀の前向きな姿勢の強まり等を受けて従来の7月からやや前倒し)。

日銀は金融政策正常化の手順を全く明らかにしていないが、このタイミングでは、債券市場への副作用が大きく、市場の金利上昇圧力に弱いYCCの解除(「ゼロ%程度」としている目標水準を取り下げ)を先行させると見ている。

一方、米国経済は既往の利上げの影響や強制貯蓄の枯渇などによって今後減速に向かい、来年4月の段階ではまだ十分な持ち直しが確認できていない可能性が高い。従って、今のところ、利上げに当たるマイナス金利政策の解除は慎重を期して2025年春に先送りしたうえで、国債買入れや指値オペの枠組みの継続とともに、市場金利の過度の上昇を抑えて緩和的な金融環境を継続させる役割を担わせると想定している。



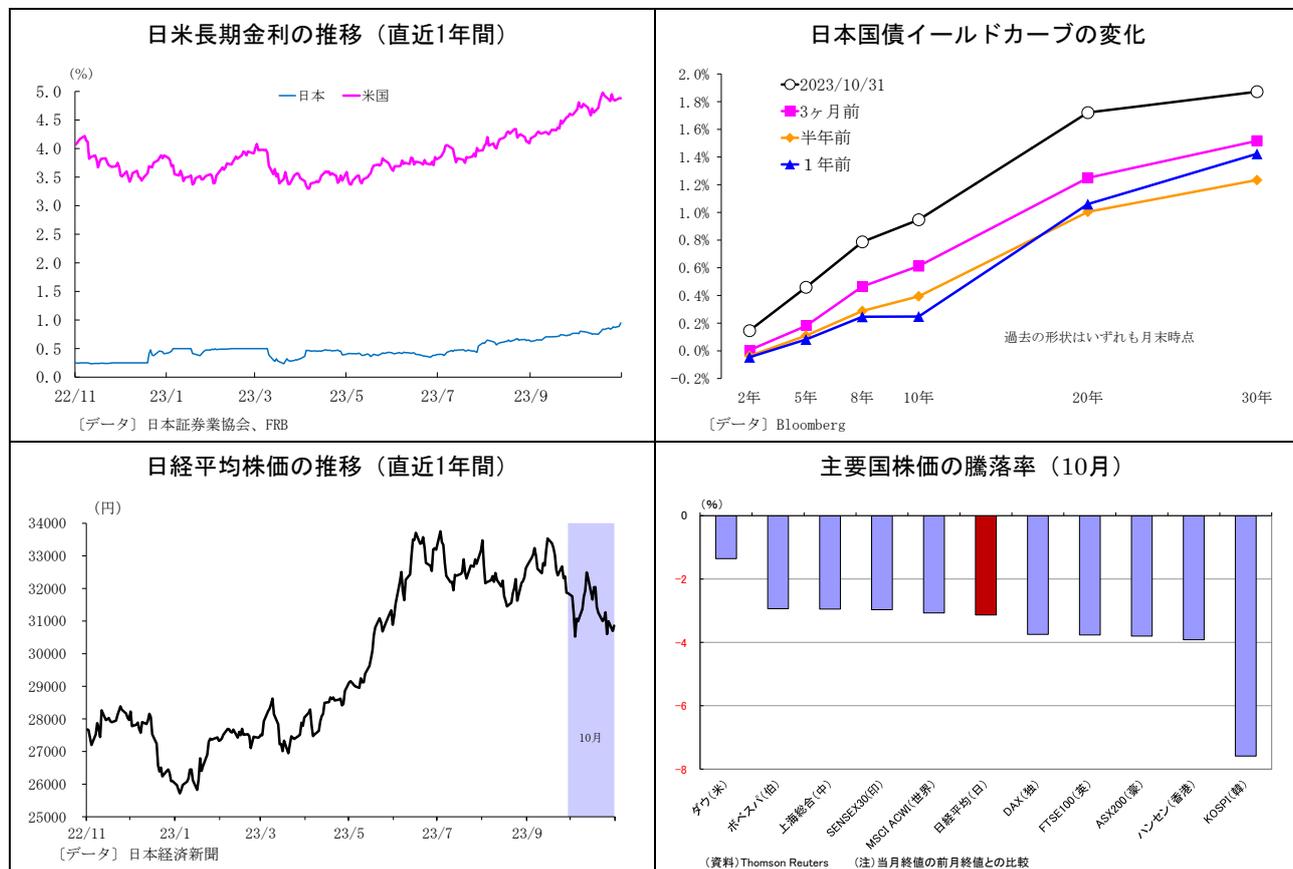
3. 金融市場(10月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

10月の動き(ア) 月初0.7%台後半でスタートし、月末は0.9%台半ばに。

月初、米金融引き締め長期化観測に伴う米金利上昇が波及し、4日に0.8%台に上昇。その後は

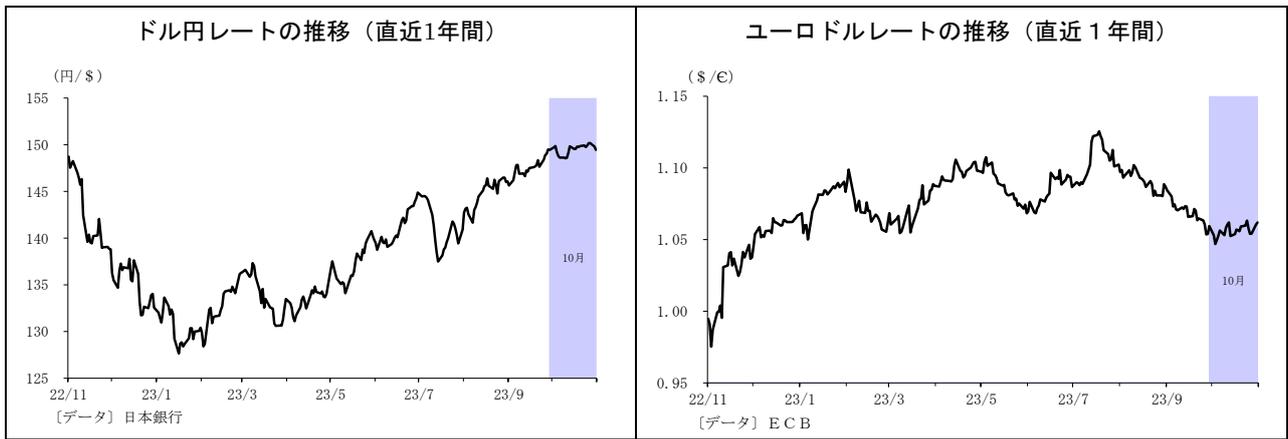
FRB 高官発言を受けた追加利上げ観測の後退やイスラエル情勢緊迫化に伴う安全資産需要によって米金利が低下し、12日には0.7%台半ばまで低下した。中旬以降は良好な経済指標を受けて米金利がさらに上昇したうえ、報道を受けて日銀のYCC再修正観測が浮上したことで水準を切り上げる展開となり、26日には0.8%台後半に到達。31日には決定会合において日銀がYCCを柔軟化し、長期金利の1%超えを容認したことから、0.9%台半ばまで上昇して終了した。



（ドル円レート）

10月の動き（→） 月初149円台後半でスタートし、月末は149円台半ばに。

月の下旬にかけて、金融引き締め長期化観測や国債増発を背景とする米金利の上昇によるドル高圧力が強い状態が続いたが、日本政府による円買い介入への警戒感が円の下値を支え、概ね148円～149円台での膠着した推移が継続。特に3日に150円を突破した直後に円が3円近く急伸する場面があり、円買い介入との見方が広がったことが市場参加者の介入への警戒感を増幅させた（月末には介入ではなかったことが判明）。26日には米金利が一段と上昇したことを追い風に円の下値を試す動きが強まり150円の節目を突破したが、月末には日米中銀会合を控えて持ち高調整が入り、149円台半ばで終了した。



(ユーロドルレート)

10月の動き (1) 月初 1.05 ドル台前半でスタートし、月末は 1.06 ドル台前半に。

月を通じて、1.05 ドル台を中心とする一進一退の展開が継続。基本的に米金融引き締め長期化観測などを背景とする米金利上昇や欧州の経済指標悪化がユーロ安ドル高圧力となった。ただし、ユーロの下値も堅く、米金利上昇が一服する場面で水準を戻したことで、ユーロドルは方向感を欠く展開が続いた。ECB は 26 日の理事会で 11 会合ぶりの利上げ見送りを決定したが、市場の大方の予想通り、かつ FRB も 11 月初旬の利上げ見送りが既定路線と見なされていたため、為替への影響は限定的となった。月末は 1.06 ドル台前半で終了した。

金利・為替予測表 (2023年11月8日現在)

		2023年		2024年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績		予想			
日本	10年金利 (平均)	0.6	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
アメリカ	FFレート (期末)	5.50	5.75	5.75	5.75	5.50	5.25
	10年金利 (平均)	4.1	4.6	4.4	4.2	4.1	3.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00	3.50
	10年金利 (独、平均)	2.6	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0
ドル円	(平均)	145	150	146	142	139	137
ユーロドル	(平均)	1.09	1.06	1.08	1.09	1.09	1.10
ユーロ円	(平均)	157	159	158	155	152	151

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。