

## 日本銀行・金融政策決定会合(2023 年 4 月)

### 現状維持を決定、先行きの物価目標の安定的達成は示されず、当面は緩和継続見通し

#### ～要旨～

- 植田新総裁の下での初めての金融政策決定会合は「現状の大規模緩和を維持」となった。
- 先行きの政策指針は修正されたが、粘り強く金融緩和を続けていく姿勢は「不変」とみられる。
- 経済見通しは 1% 台前半の成長が続く慎重な見通し。物価見通しは 2% 目標の安定達成を示さず。
- 多角的レビューは、毎会合での金融政策運営方針の決定とは直接リンクしない一方で、現行の金融緩和の枠組み修正に向けた重要な判断材料となる可能性がある。
- 上記の点を勘案すると、当面は緩和的な金融政策自体は維持される公算が大きいとみられる。ただし、多角的レビューの結果を待たずして、副作用への対処等の観点で、YCC の運用方法等を再び修正する可能性は小さくないと考えられる。「賃金上昇の持続性」が金融政策運営を見通す上でのカギとなろう。

#### 1. 2023 年 4 月の金融政策運営方針

**植田新総裁初の決定会合は現状維持** 4 月 27～28 日、日本銀行は金融政策決定会合を開催した。植田新総裁の下での初めての決定会合となる。当面の金融政策運営方針については、前黒田総裁時代の 3 月会合の方針から基本的には据え置かれた。事前の Bloomberg の調査(調査期間:4 月 13 日～18 日)では、エコノミスト 47 名のうち、41 名が現状維持を見込んでいたため、大きなサプライズはなかった。新体制の日本銀行は、大方の事前予想通り、慎重なスタートを切ったと判断されよう。

**①当面の金融政策運営:YCC 含め現状維持** 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、以下 YCC)、および資産買入れ方針については、全員一致で現状維持が決定された。YCC については、その運用方法についても変更はなく、長期金利(10 年物国債利回り)の変動幅は「±0.5%程度」で不変であった。

**②先行きの政策指針:文言を若干修正** 政策金利のフォワードガイダンスに該当する部分を含む、先行きの政策指針については、3 月会合から表現がやや修正された(図表 1)。「当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し」の文言は削除された。日本経済における新型コロナウイルス感染症による経済下押しリスクが相当程度低減していることや、5 月 8 日の感染症法上の 5 類移行を見据えた修正と考えられる。また、「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」との文言も削除された。一方で、機動的に粘り強く金融緩和を継続する旨の文言が冒頭に追加されている。こうした金融緩和バイアスを持っていた金利ガイダンスの文言削除について、植田総裁は記者会見で、「冒頭に粘り強く金融緩和を続けるとの文言を追加し、その中で読み込ませる形に修正した」との趣旨の説明をしている。また、「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」という文言は不変であった。こうした点を踏まえると、今回の先行きの政策指針の修正は、新型コロナウイルス感染症に紐づけられたガイダンスの修正という色彩が強く、日本銀行の金融緩和姿勢の変化を示唆するものではないと考えられる。

**③長期視点での多角的レビューの実施を盛り込む** 公表文の最後には、物価の安定の実現が課題となってきた、1990 年代後半以降の 25 年間の金融政策運営について、1 年～1 年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行うことを盛り込んだ。このレビューについては、植田総裁が記者会見で、「目先の政策変更結びつけて実施するものではない」、「その時々に必要な政策変更については、レビューの実施期間中であっても、毎回の金融政策決定会合で議論して必要があれば実行していくスタンスである」といった趣旨の説明をしている。ただし、その一方で、植田総裁は、大規模緩和の正常化を進めるプロセスが 2 年後以降に後ずれする場合などは、副作用を減じつつ、どのように金融緩和政策を継続していくのかという点について、本レビューにて取り上げ

る意向や、5年の任期中の長期の政策運営において、本レビューの結果を活用していく意向も示唆している。したがって、基本的には本レビューは毎会合での金融政策運営方針の決定とは直接リンクしない一方、長期的な視点に立てば、本レビューの結果が、大規模緩和の修正を検討する上での重要な判断材料となるとみられる。こうした点を踏まえると、マイナス金利の解除や YCC 撤廃等の、現行の大規模緩和の枠組みを本格的に修正していく際には、本レビューを踏まえた上で政策修正が実施される可能性が相応にあると考えられよう。このため、少なくとも 2023 年度においては、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み自体は維持される公算が高まったとみている。ただし、副作用への対処等の観点から、2023 年度中に YCC の運用方法の再度の見直しなどが、レビューの結果が出る前に実施される可能性も小さくないであろう。

図表 1 先行きの政策指針は若干の修正

<p>2023年3月 決定会合</p>	<p>日本銀行は、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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。 マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。 <u>当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。</u> <u>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。</u></p>
<p>2023年4月 決定会合</p>	<p>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。 「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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。 マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。 引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。</p>

(出所) 日本銀行より、SBI 新生銀行金融調査室作成

## 2. 日本銀行の経済・物価情勢の展望(基本的見解)

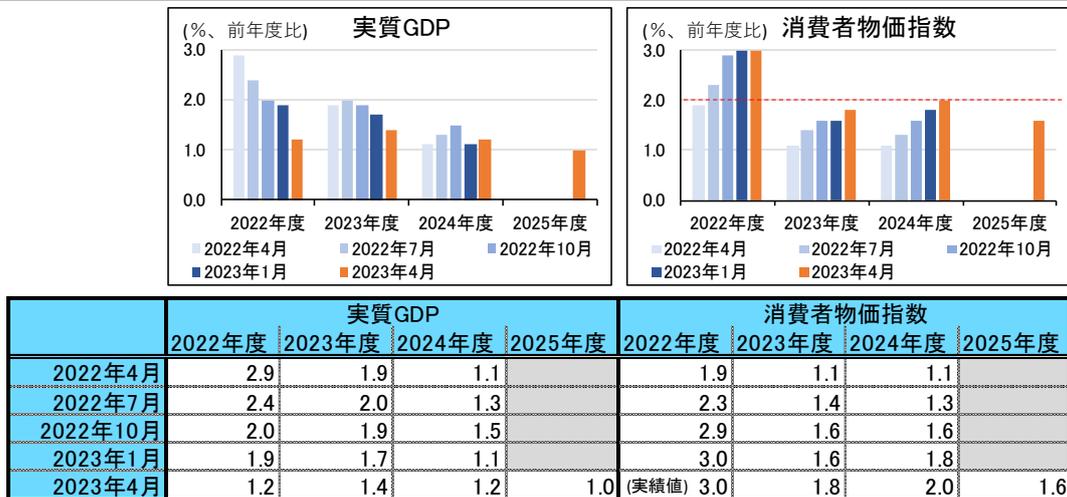
**経済見通し: やや慎重な回復ペースを想定** 本会合では、四半期ごとに作成される「経済・物価情勢の展望(以下、展望レポート)」が公表された(図表 2)。2022~2025 年度の経済・物価見通し(政策委員の中央値、以下同)を見ると、実質 GDP 成長率(前年度比)については、2022 年度が+1.2%(前回 1 月見通しでは+1.9%)、2023 年度が+1.4%(同+1.7%)、2024 年度が+1.2%(同+1.1%)、今回から新たに示された 2025 年度は+1.0% の見通しであった。2023 年度にかけては 1 月の見通しから下方修正となり、予測期間中は 1% 台前半の成長が続くと想定されている。0% 台前半と想定される潜在成長率を上回るペースでの回復が続く見通しであるが、経済の回復が遅れ、2022 年度も実質 GDP が過去のピーク水準を回復しない見込みであるもとの、経済の回復余地が依然として大きいことや、海外景気の先行き不透明感が強いとはいえ、先行きは新型コロナウイルスの影響低減や大幅な賃上げによる内需の回復が見込まれることを踏まえると、やや慎重な見通しとなった印象である。なお、1 年前~半年前の見通しまでは、2022~2023 年度については、2% 程度の成長が続く見通しであった。

**物価見通し: 2% 目標の安定的達成は見通されず** 物価見通しに関しては、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、前年度比)について、2023 年度が+1.8%(前回 1 月見通しでは+1.6%)、2024 年度が+2.0%(同+1.8%)、新たに示された 2025 年度は+1.6% との見通しが示された。2023~2024 年度は前回から上方修正となり、着実に物価目標である 2% の物価水準に接近する見通しとなったものの、引き続き目標到達にはやや距離があることが示されたものと考えられる。

リスクバランスについては、2023 年度は上振れリスクの方が大きく、2025 年度は下振れリスクの方が大きいとの評価が示された。上記の物価見通しは、政策委員の中央値であるが、9 人の各政策委員のリスクバランスの見通しを見ると、2024 年度までは上振れリスクが大きいと考える委員が、下振れリスクが大きいと考える委員の数を上回っている。一方、2025 年度は上振れリスクが大きいと考えている委員が 1 人、リスクは概ね上下にバランスしていると考えている委員が 5 人、下振れリスクが大きいと考えている委員が 3 人となり、下振れリスクが大きいと考える委員が増えている。

**金融緩和継続を示唆** 今回の保守的な経済・物価の見通しからは、現行の金融緩和を維持する方向性が示唆されよう。この点は、「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% (の物価目標) を実現できなくなるリスクの方が大きい」との植田総裁の記者会見での説明に集約されよう。

**図表 2 展望レポートでの政策委員の経済・物価見通し(中央値)**



(注) 消費者物価指数は生鮮食品を除く総合ベース。実質GDP、消費者物価指数ともに前年度比。(出所) 日本銀行より、SBI 新生銀行金融調査室作成

### 3. 当面の金融政策見通し

**大規模緩和路線が継続する見通し** 今回の金融政策決定会合では、前黒田総裁の金融緩和路線を基本的には引き継ぐ一方で、先行きの政策指針が修正されたこと、1年～1年半という長いスパンでの政策レビューの実施を決定したことが、特徴的であったと思われる。政策指針の修正自体は前述のとおり、金融緩和姿勢の変化を示唆しないとみられるほか、政策レビューは政策修正の前提とまではならないにせよ、長期的な政策修正にあたっての判断材料として活用される可能性が考えられる。また、2025年度までの経済・物価見通しからは、慎重な経済成長見通しの下で、物価見通しは物価目標には届かないことが示された。これらの点を踏まえると、政策の微修正はあるとしても、大規模緩和路線自体は植田総裁の下でも継続する蓋然性が高まったものとみている。

**やはり賃金上昇の持続性が重要** 今回の政策指針では、「賃金上昇を伴う形で」物価目標を達成することが明示された。賃金上昇を伴う物価目標達成が重要であることについては、前黒田総裁時から強調されていたが、こうして明文化されたということは、コストプッシュ・インフレ要因ではなく、賃金と物価がともに上がっていくような物価上昇を、植田総裁をはじめとする日銀新執行部が目指していることを示唆している。

5月1日に公表された「展望レポート(全文)」においては、「賃金と物価の連関性」に関する分析結果が公表された<sup>1</sup>。本分析では、「デフレ下で賃金と物価の伸びが低下し、ゼロ%近傍で推移するなかで、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした人々の考え方や慣行が社会に根付くもとの、何らかのショックで賃金・物価が上昇しても、それは一時的なショックとして受け止められ、賃金・物価が相互に関連して緩やかに上昇率を高めていくメカニズムが働きにくくなっていた」との見方が示されている。

一方で、2023年春闘では、こうした両者の関係に変化が見られ、物価上昇を賃金に反映する動きが明確に確認できると指摘している。日本銀行が物価上昇率と労働生産性、中長期予想インフレの長期データをもとに推計したベースアップ率(推計値)は1%台前半とみられるが、足元で確認できる実績値(2.11%、連合による第4回回答集計値)はこの推計値を大きく上回っている。

もっとも、今年の春闘でみられたような賃金に物価を反映させる動きが持続するか、その上で、物価から賃金への波及と賃金から物価への波及という循環が続き、賃金・物価が適度に連関を高めていくかどうか、という点については、先行きの動向を注視し、丁寧に見極めていく必要がある旨も示されている。この点は植田総裁も記者会見で指摘していた点である。したがって、やはり先行きの金融政策の方向性を見通す上での重要なカギは、「賃金上昇の持続性」をどのように見極めていくかという点になる。

<sup>1</sup> 『<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2304b.pdf>』のBOX2。

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社 SBI 新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 10 号。  
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会