

## 日本銀行・金融政策決定会合(2024 年 4 月)

### 金融政策は据え置き、10 月追加利上げのメインシナリオ維持

#### ～要旨～

- 2024 年 4 月会合では、政策金利(0～0.1%)の据え置きを決定。国債買入れも継続方針。
- 展望レポートでは、将来的な物価目標達成見通しと、金融緩和度合いの縮小を示唆。一方、円安抑制には距離を置いた。賃金と物価の好循環実現に向けて、当面は緩和的な環境が続くと見込まれる。
- メインシナリオは、2024 年 10 月の追加利上げで修正なし。ただし、円安を食い止める材料が乏しい中、円安阻止に向けた利上げ前倒しのリスクシナリオに引き続き留意が必要であろう。

#### 2024 年 4 月の金融政策運営方針: 現状維持を決定

4 月 25 日～26 日、日本銀行は金融政策決定会合を開催、次回会合までの金融市場調節方針を据え置いた。「政策金利の無担保コールレート(オーバーナイト物)を 0～0.1%程度で推移するよう促すこと」、「長期国債および CP 等・社債等の買入れを前回 3 月会合において決定された方針に沿って実施すること」の 2 点のみを示す、シンプルな声明文となった。事前の Bloomberg のエコノミスト向け調査(調査期間:4 月 12 日～17 日、回答数 54)では、現状維持との予想が大勢であったため、今回の決定にサプライズはなかった。

#### 経済見通し: 2024 年度にかけて下方修正、かつ民間コンセンサス並みであり、やや慎重な見通し

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。経済・物価見通し(政策委員の中央値、以下同)については、2026 年度の見通しが追加された。実質 GDP 成長率(前年度比)は、2023 年度が+1.3%(前回 1 月見通しは+1.8%)、2024 年度が+0.8%(同+1.2%)、2025 年度が+1.0%(同+1.0%)、今回新たに追加の 2026 年度が+1.0%との見通しが示された(図表 1・左)。予測期間を通して、潜在成長率(日本銀行は 0%台後半と試算)を上回る成長を続けるとの見方自体は維持されたものの、2024 年度にかけては下方修正となった。民間のコンセンサスと比較しても、ほぼ同程度の成長予想となっている(最新の民間エコノミストのコンセンサスは、日本経済研究センターが集計する、2024 年 4 月の ESP フォーキャスト調査において、2023 年度が+1.3%、2024 年度が+0.7%、2025 年度が+1.1%である)。これらの点を踏まえると、今回の展望レポートはやや慎重な見通しとなった印象である。なお、経済見通しのリスクバランスについては、前回同様、「概ね上下にバランスしている」との見方が示された。

#### 物価見通し: コアコア CPI は 2025 年度にかけて据え置きとこちらも慎重、2026 年度は+2.1%に

物価見通しは、コア CPI(生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数、前年度比)について、2024 年度が+2.8%(前回 1 月見通しは+2.4%)、2025 年度が+1.9%(同+1.8%)に上方修正され、今回新たに追加の 2026 年度は+1.9%との見通しが示された(図表 1・中央)。より基調的な物価指標と見做される、コアコア CPI(生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの消費者物価指数、前年度比)は、2024 年度が+1.9%(同+1.9%)、2025 年度が+1.9%(同+1.9%)と前回から変わらず、2026 年度が+2.1%の見通しである(図表 1・右)。

物価見通しについては、前回 3 月会合において、「展望レポートの見通し期間終盤にかけて、物価安定目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」との判断が示されたこともあり、2%近傍の見通しが示されると見込まれていた。コアコア CPIは、2025 年度にかけて上方修正になるとの事前予想が中心であったと思われる。しかし、今回の物価見通しでは、2025 年度にかけてのコアコア CPI が据え置きとなる等、経済見通し同様、物価見通しにもやや慎重さが見られる結果となった。物価見通しのリスクバランスについては、「2024 年度は上振れリスクの方が大きいですが、その後は概ね上下にバランスしている」とした。

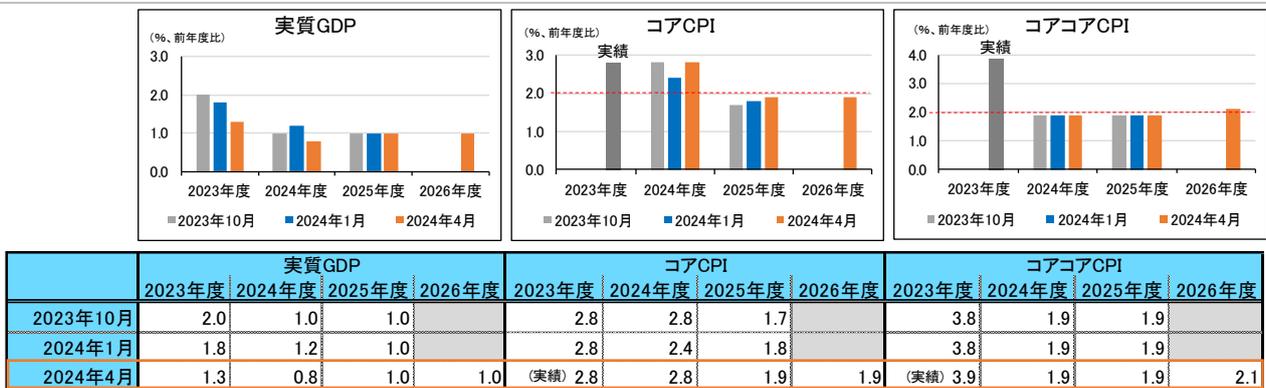
なお、コア CPI については、既述の各政策委員の見通しの中央値に加え、9名の各政策委員の見通しとリスク評価が示されている。最終 2026 年度のコア CPI を見ると、+1.6%と見通す政策委員が 2 名おり、うち 1 名は下振れリスクが大きいとみている。1.6%という水準は 2%の物価目標とは距離があると考えられる。政策委員全員が、現時点で物価目標達成を見通しているわけではなさそうである。

### 金融政策運営の方向感追加利上げを示唆も、そのプロセスを急いで進めるメッセージは示されず

展望レポート本文では、消費者物価の基調的な上昇率について、「見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」との見通しが示された。また、金融政策運営については、「以上のような経済・物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」との方針が示された。

今回の経済・物価見通しも併せて見ると、日本銀行は、将来的に物価目標達成が実現するとの自信を一層深めているとみられ、方向感として金融緩和度合いは縮小していこう。しかし同時に、当面は賃金と物価の好循環の強まりを見極めることの重要性が高く、緩和的な金融政策を続けることが適切であると判断しているとみている。すなわち、今後の金融政策運営について、方向感としては追加利上げが進められると思われるが、そのプロセスを急いで進めるというメッセージは込められていなかったものと、筆者は判断している。

図表 1 展望レポートでの政策委員の経済・物価見通し



(注1) 政策委員見通しの中央値。(注2) コア CPI は生鮮食品を除くベース、コアコア CPI は生鮮食品・エネルギーを除くベースの消費者物価指数。  
(出所) 日本銀行より、SBI 新生銀行金融調査室作成

### 総裁会見：円安抑制とは距離、買入れ継続方針、インフレ期待は上昇で1%台半ば

会合後の植田総裁の記者会見(注:以降の総裁発言は筆者聞き取りに基づく、括弧内は筆者補記)では、為替に関する質問が集中した。為替については、「金融政策は為替レートを直接コントロールの対象とするものではない」とし、「為替の変動は、第一の力(輸入物価上昇を起点とする物価上昇)に直接影響する」とした一方、「基調的な物価上昇率に、円安が今のところ大きな影響を与えているということではない」との判断を示した。

国債買入れについては、減額観測も一部で出ていたが、「3 月時点で示したものと変更ない」とし、月間 6 兆円程度の長期国債の買入れを継続する方針を改めて示した。将来的な買入れ減額の際には、「政策委員会で決定し、きちんとアナウンスして進める」旨や、「金融政策の能動的な手段として使いたくない」旨の発言もあった。あくまでも主たる政策手段は短期金利操作であり、国債買入れの減額は、その道筋を事前に示した上で、粛々と進められる公算が大きそうだ。

金融市場の一部では、円安進行を受けて、今回の決定会合において、国債買入れの減額や、追加利上げの前倒しを示唆する発言がなされるとの見方もあったが、総裁の記者会見を含め、こうした動きは見られず、総じてハト派的な内容であったとみている。

一方、インフレ期待については、「(経済)主体によって水準にばらつきがある」としたものの、「中長期のインフレ予想を加重平均した姿で見ると、少しずつ上昇しており、1%台半ばくらいにある」との判断を示した。国内のインフレ期待が方向感として上昇しており、水準感としても 1.5%程度が想定されているとすると、そのこと自体は追加利上げをサポートする材料となろう。すなわち、多少の利上げを行ったとしても、緩和的な金融環境が維持されているとの説明の根拠になると考えられる。

**当面の金融政策見通し: メインシナリオは修正なし、ただし円安による利上げ前倒しのリスクシナリオに留意**

筆者は前回3月会合を踏まえ、2024年10月会合での政策金利の0.25%への引き上げを、日本銀行の次の政策修正として予想しているが、今回会合を踏まえても、その見通しに修正はない。今回の会合は、展望レポートや総裁会見において、総じてハト派色が強い内容が多かったとみている。特に円安については、基調物価への影響は大きくないとの評価が示されたこともあり、当面の金融政策運営への影響としては限定的と考えられる。基本的には、実体経済の動き、特に賃金と物価の好循環を見極めながら、漸進的に金融緩和縮小を進めていくものと判断している。この点では、賃上げの物価への波及度合いや、個人消費の回復が焦点となろう。

一方、米国での利下げ期待の後退等もあり、円安進行を阻止する材料に乏しいことや、今回の会合を受けて急速な円安が進行したことを踏まえると、先行き、円安が基調物価に波及し、無視できない影響を及ぼすリスクについては引き続き留意が必要な状況であろう。したがって、日本銀行が円安阻止に向けて、早期に追加利上げに踏み切らざるを得ないリスクシナリオについては、相応に生起確率が高いと認識すべきであろう。ただし、この場合、実体経済よりも為替安定を優先する金融政策となり、実体経済の下振れリスクは高まろう。

なお、実体経済を見通す上では、エネルギー関連の政策要因や円安・原油高に伴い、コストプッシュ要因でインフレ率が高止まりする可能性が高まっており、個人消費の下振れリスクが再び強まっている点にも留意が必要である。個人消費の停滞が続いた場合、賃金と物価の好循環は遠のく形となり、現時点ではその生起確率は低いとみているが、年内の追加利上げが見送られるシナリオも想定されよう。

- 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