

サプライズでなく段階的な正常化に意欲―日銀の新総裁

作成日 2023年4月17日

「思い切ったことをされた」前任者の大規模緩和を、債券市場に配慮しつつ正常化してくれそうです

前総裁のサプライズ政策変更の路線から決別へ

- 日本銀行の総裁に植田和男氏が就任しました。就任会見(4月10日)を振り返って、新総裁の発言の意義を、債券市場参加者の視点で探ってみたいと思います。市場は、とりわけ新総裁の次の発言を好感しました。「2%物価目標を持続的・安定的に達成できると急に気づいて急に政策を正常化することになると非常に大きな調整をしないといけませんし、それに応じて市場・経済も大きな調整を迫られる。そうならないように、前もって的確な判断ができるようにしておかなくてはならない」と。つまり、サプライズでいっきに政策変更を打ち出す黒田前総裁の路線からの決別を市場に印象づけたのです。
- 黒田日銀は例えば昨年12月、突然、イールドカーブ・コントロール(YCC、長短金利操作)で長期金利の変動許容幅を拡大。長期金利は急上昇(債券価格は急落)、年金資金運用等が打撃を受け、日銀不信が強まっていたところでした。

YCCもマイナス金利策も撤廃は2%目標の達成次第

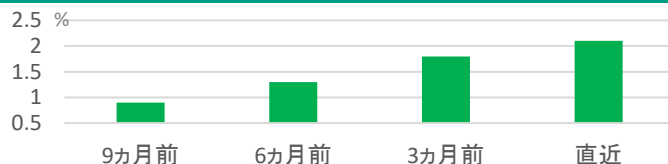
- かねてより植田氏が「市場機能を歪め、副作用が大きい」と懸念してきたYCCに関しては、市場で「新総裁の就任後すみやかに撤廃される」との早期撤廃観測があります。しかし植田総裁は次のように述べました。「YCCの大幅修正は経済物価金融に関する情勢が基調的にどういことかで決めていく。そのもとでYCCのメリットと副作用を比較考量して決めていく」と。つまり、「副作用ではなく基調的な物価等で判断するのが先」とし早期撤廃観測を牽制した形です。
- マイナス金利策に関しては、「現在の基調的インフレ率が2%に達していないとの判断のもとでは継続するのが適当」と植田総裁は市場の見方を概ね追認しました。

達成時期の目安を示唆した2%物価目標

- YCCやマイナス金利策を撤廃できるタイミング――すなわち2%物価目標達成の公算が高まる時期や実際に達成する時期の手がかりを新総裁は示しました。「物価に関して『良い芽』が出てきている」、「基調的な物価を2%に持続的に保つには需給ギャップが下がり続けるとか、現状から上がらないという状況では苦しいと思います」と。
- 需給ギャップは、「先行き2022年度後半頃にプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続く」と日銀は展望レポート(経済・物価情勢の展望)の直近1月版で判断。その際、基調的な物価を示唆する消費者物価指数(除く生鮮食品・エネルギー)の対前年度比を「2022年度は+2.1%」と予測、目標の2%到達を展望レポートは示唆しているのです。
- その上、米銀破綻など海外の金融不安は「金融政策の正常化の障害とはならない」と植田総裁は示唆しています。

- もっとも、今後3年間の基調的物価の低下(2.1%→1.8%→1.6%)を示す1月展望レポートで「持続的・安定的な2%物価目標を達成」と言えるのか否か、見極めが必要でしょう。日銀の物価見通しは過去1年間、上方修正が続いている(図表参照)こともあって、植田総裁の初会合の4月金融政策決定会合で出る展望レポート(4月28日)が注目されます。

【図表】日銀の基調的な物価(2022年度)予測値の変遷



注：消費者物価指数(除く生鮮食品・エネルギー)の対前年度比

「直近」は2023年1月時点

出所：日本銀行 展望レポートをもとに明治安田アセットマネジメント作成

前任者の大規模な金融緩和の正常化に意欲

- 意外だったのは、黒田前総裁に関し、植田総裁が「私だったら決断できなかったかも知れない思い切ったことをされた、決断をされ実行された」との冷ややかな発言です。前任者のツケを払わされ後始末する、難易度の高い正常化の舵取りに鑑みれば、当然の心境でしょう。
- この発言は、前任者が招いた大きな緩和の副作用、つまり「市場機能の歪み」や「金融機関経営への悪影響」等の是正に向けた植田総裁の決意表明とも聞こえます。例えば、記者の質問「量的なフォワード・ガイダンス(先行き政策指針)と金利のフォワード・ガイダンスが並立するなど、複雑で分かりづらくなった金融政策ツール(諸手段)への対応」につき、植田総裁は「整理統合する」とも答えたのです。
- 岸田ビジョン「超低金利の是正」を中銀の責務に
特筆すべきは、中央銀行の責務に関する植田総裁の発言です。「社会インフラとしての『金融システム安定』が日銀の責務であり、その中に『物価安定』が位置付けられる」とし、従来の「『物価安定』が主、『金融システム安定』が従」を逆転させる大胆な発言でした。
- 首相は著書「岸田ビジョン」(講談社、2021年)で地方経済を疲弊させた一因として「地方の中小金融機関は金利と国債の利回りが極端に低下していることで非常に厳しい」と問題視。金融政策を波及させる経路である『金融システムの安定』すなわち金融機関の経営の安定を、『物価安定』よりも上位に位置づけ、超低金利を是正する姿勢を鮮明にした大胆な発言、と考えられます。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
 東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
 日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイツ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。