

日銀はなぜ急変したのか？

伊豆 久

はじめに

日本銀行は、先月末の金融政策決定会合で、国債買入額引下げの具体的金額と政策金利の〇・二五％への引上げを決定した。前者については、減額の方針は六月に決定されており実際の金額のみが残されていたもので、その結果も大方の予想通りであった。対照的に金利の引上げについては、市場では九月の実施を見込む向きが多かったうえ、今後の連続的な利上げも示唆されたため、大きなサプライズとなった。

インフレ率が二％を超え始めて二年が経過しており、物価の実勢からすれば利上げへの転換そのものは当然の、むしろ遅すぎた対応であった。にもかかわらずそれが市場に驚きを与えたのは、今回の決定が日銀の従来の説明からは想定しづらい、これまでの論理とは異なる理屈から導かれているように見えるからである。

例えば、これまで植田総裁は、二％目標を上回る物価上昇が続くにもかかわらず極めて緩和的な政策を維持する理由について、輸入物価の上昇による「第一の力」と「賃金と物価の好循環」による「第二の力」という概念を用いて説明してきた。すなわち、「日本銀行としては、物価を押し上げる主役が『第一の力』から『第二の力』に徐々にバトンタッチし、賃金と物価の好循環が強まっていく姿をメインシナリオ」としているとし、そのうえで今年四月の時点でも、「原油価格や円安の動きというの……今のところ……『第一の力』のところに影響を及ぼす動きであるけれども、『第二の力』への影響の度合いを今後注意深くみていく」⁽¹⁾段階であり、金利を引

き上げる状況にはない、と判断していたのである。

それが今回、利上げに踏み切り、今後の利上げの可能性にも言及されたのであるから、「シナリオ」通り「『第一の力』から『第二の力』に徐々にバトンタッチ」が進んだ（少なくともその確度が高まった）のかというと、そういうわけではなかった。代わって示されたのは、「過去に比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面」があり、「輸入物価は再び上昇に転じており、先行き物価が上振れるリスクには注意する必要がある状況になって」いるという説明であつた。⁽³⁾つまり、これまで、一時的であるため利上げの理由にならないとしてきた「第一の力」の上昇に対して、今回はストレートに金利の引上げをもって対応したのである。「第一の力」には対応すべきではなく「第二の力」の増大を待つべきだという主張は撤回されたのだろうか。だとすればそれはなぜか。

また、今回の利上げでは、従来用いられてこなかった「金融緩和度合いの調整」という考え方が新たに示された。金利を上げたとはいえまだ〇・二五%であり、インフレ率が2%上回る現状では、実質金利はマイナスである。そのため、実質金利をマイナスに維持できる範囲内で政策金利を引き上げれば、緩和状態を継続しながらその度合いを調整することが可能となる。異次元緩和政策は副作用も大きく、また消費者物価指数は二二年四月より2%を超えていたのであるから、その前後の段階で、そうした調節を行うことが必要かつ可能だったと思われるが、日銀はそうした発想はとってこなかった。マイナス金利政策を含む異次元緩和は、黒田総裁退任後も（長期金利の変動幅についての調整がなされたほかは）⁽⁴⁾そのまま維持され、それが解除されたのは、インフレ率が目標の2%を二年連続して超えた今年三月のことであつた。そしてその時も「当面、緩和的な金融環境が継続する」ことが強調されたのである（三月一九日決定会合公表文）。

ところがその四カ月後の今回は、「物価等が見通し通りであれば」引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく（七月三十一日決定会合公表文）と一転して「調整」への前向きな姿勢が示された。これまで否定されてきた「緩和度合いの調整」が採用されたのはなぜだろうか。

こうした変化の背景にあるものは何か。今回の日銀の政策変更について、いくつかの論点を整理してみた。

1 「第一の力」と「第二の力」

目標とする2%を超える物価上昇が続くにもかかわらず大規模な緩和政策を継続する理由について、植田総裁は、昨年九月の講演で、「第一の力」、「第二の力」という概念を用いて、資料1のように説明した。資源価格の高騰や円安により輸入物価が上昇しているが（第一の力）それは一時的なものであり、景気の改善による賃金の上昇を背景にした物価の上昇（第二の力）が必要である、したがってそれが実現するまで金融緩和を粘り強く継続するという趣旨であった。そして同様の説明が、今年六月まで、決定会合後の定例記者会見において

資料1 2023年9月の植田総裁講演

昨年（2022年）来の物価上昇には、二つの力が作用しています。「第一の力」は、2021年以降の大幅な輸入物価上昇の価格転嫁です。消費者物価を品目別にみますと、食料品など輸入原材料を多く使う品目で上昇が目立っており、これまでの物価上昇の多くが、この「第一の力」によるものであることは明らかです。ただし、この「第一の力」自体は、輸入物価の上昇という一時的なショックを起点としたものであり、いずれは減衰する性質のものです。価格転嫁の大きさが過去を上回っており、2%を超える物価上昇率が長引いていることは事実ですが、これだけで、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が近づいていると評価することはできません。目標に近づいたか評価するうえでポイントになるのは、賃金と物価の好循環につながりうる「第二の力」、すなわち景気が改善するもとの、賃金が上昇し、それが物価の緩やかな上昇につながるというメカニズムが強まっていくか、それに伴って、将来の価格上昇を見越したフォワードルッキングな賃金・価格設定が広がっていくか、ということです。

（中略）

日本銀行としては、物価を押し上げる主役が「第一の力」から「第二の力」に徐々にバトンタッチし、賃金と物価の好循環が強まっていく姿をメインシナリオと考えています。

（注）カッコ内と下線は引用者。以下の引用について同じ。

（出所）植田和男「最近の金融経済情勢と金融政策運営（講演）」2023年9月25日、4 - 5頁。

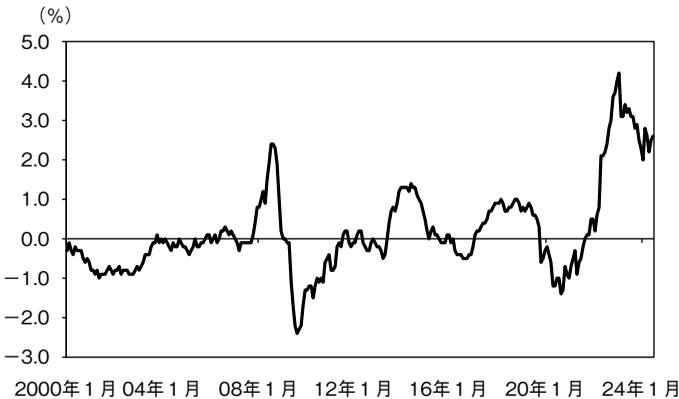
う。たびたび繰り返されてきたのであるが、いくつか現実とのズレがあったのではないだろうか。順に検討してみよう。

(1) 金融緩和と二つの力

まず、金融緩和

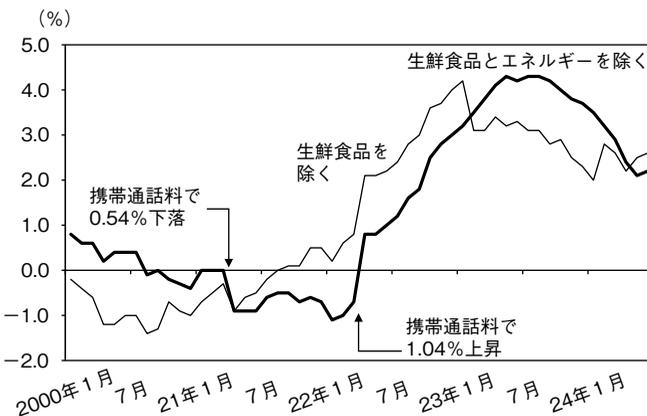
は、「第二の力」の起点となる「景気の改善」に働かせる以上、「第一の力」の起点となる円安に大きな影響を与えてきたのではないか。金融緩和が金利コストの引き下げによって企業の設備投資需要や家計の住宅購入意欲等を

図表1 消費者物価指数上昇率



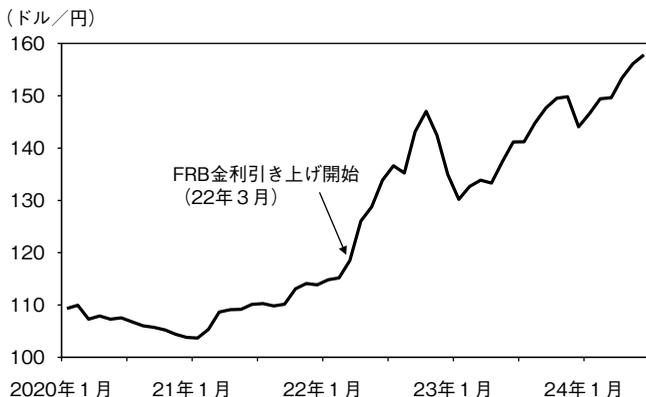
(注) 生鮮食品と消費税の影響を除く、2000年1月-24年6月。
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より作成。

図表2 消費者物価指数上昇率



(注) 2020年1月-24年6月。
 (出所) 図表1に同じ。

図表3 円の為替レート



(注) 2020年1月-24年6月、月中平均。
(出所) 日本銀行時系列統計より作成。

高める効果と、海外との金利格差を通じて投機家の円売りを支える効果を比較すれば、後者のほうが大きいように思われる。だとすれば、「第二の力」を目指した（しかし波及効果は弱い）金融緩和が長引けば、一時的なはずだった円安とそこからの輸入物価の上昇が持続的なものとなってしまふ。

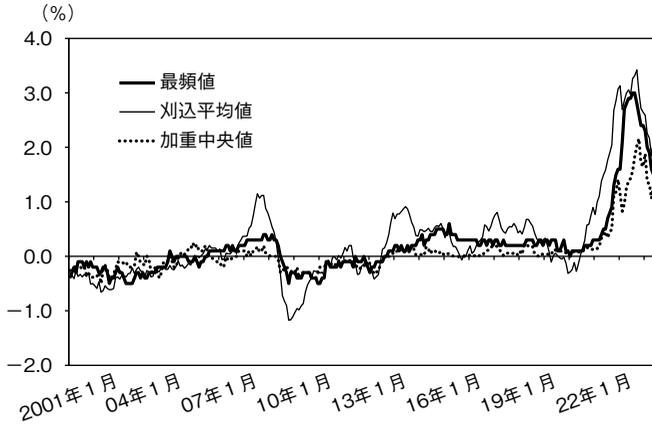
もちろん、二二年春からの円安の主たる要因は米国FRBの急激な金利引上げである。しかしながら、急速な円安、(リーマンショック直前の数カ月を除けば) バブル期以来となる物価上昇を見ながら「金融緩和を粘り強く続ける」という日銀の対応が、円売りを後押ししたことは否定できないだろう。そこでは、△国債残高の膨張によって日銀は金利を上げられないのではないか▽といった憶測もまことしやかに語られてきたのであり、「緩和度合いの調整」さえ拒否する姿勢は、それを裏付けるものと見なされた。

(2) 基調的なインフレ率

こうした円安とそれを契機とする物価上昇すなわち「第一の力」の高まりは、早い段階から輸入物価にとどまらない広がりを見せたのであるが、日銀は、それを一時的なものにすぎないと軽視し続けた。

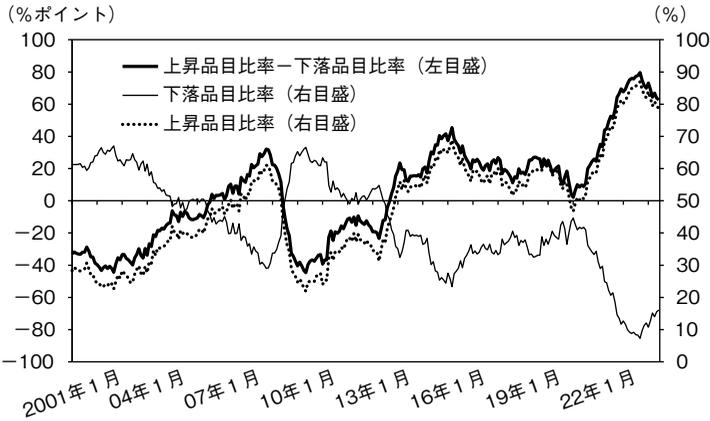
一時的な要因が何で、それを取り除いた基調的なインフレ率がいくらなのかを客観的に示す方法は存在せず、

図表4 物価の基調的な変動



- (注1) 2001年1月～24年6月。
消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く。
20年4月以降は、高校無償化等の影響も除いた日本銀行調査統計局の試算値。
- (注2) 対込平均値：品目別価格変動分布の上下各10%を控除した値。
加重中央値：価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値。
最頻値：品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。
- (出所) 日本銀行「消費者物価の基調的な変動」。

図表5 上昇・下落品目比率



- (注) 2001年1月～24年6月。
上昇・下落品目比率：前年同月比で上昇・下落した品目の割合。
生鮮食品を除く総合。
- (出所) 図表4に同じ。

各種指標から推測するほかないのであるが、日銀は、そのための有力な資料として「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」を公表している(図表4と5)。これらを見ると、遅くとも二三年初め頃には「基調的なインフレ率」が二%を超えていると判断すべきであったように思われる。ところが日銀が二%の「『物価安定の目標』

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判断」して異次元緩和政策を廃止したのは、それからおよそ一年後の今年三月のことであった。そしてこの時も、目標が達成できたのではなく、それが「見通せる状況」になったにすぎず、植田総裁は七月の時点においても、基調的なインフレ率は「まだ二%よりは下にある」と判断している。⁽⁵⁾ 自らの補足指標を活かさなかった理由は不明であるが、⁽⁶⁾ 結果的に、基調変化の判断は大きくずれ込んでしまったのではないだろうか。

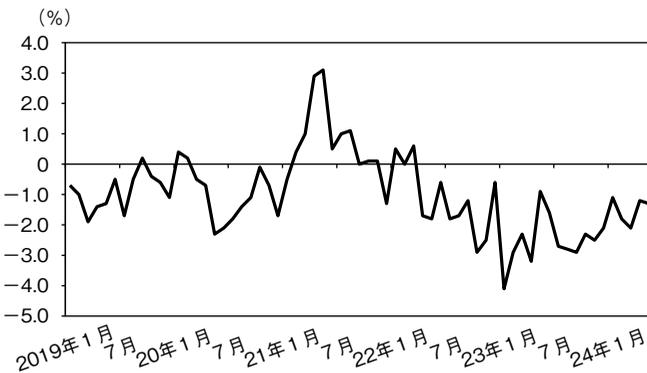
(3) 「第一の力」による「第二の力」の抑制と実質賃金と

実質消費の低迷

その原因が何であれ物価が大きく上昇すれば、(それを上回る名目賃金の上昇は難しく) 実質賃金は低下し(図表6)、実質消費を抑制し(図表7)、むしろ「第二の力」を弱めてしまう。

今回の決定会合を前に、市場関係者の間で「利上げ見送り論」が多かった理由の一つは、図表7の示す昨年来の消費とGDPの弱さは「第二の力」の不足にはかならず、それならば利上げはないはずと、むしろ植田総裁の「第二の力」論に依った発想をしたためではないかと思われる。「賃金と物価の好循環」が未だ実現しないなら、利上げはないはずだから

図表6 実質賃金指数



(注) 実質賃金指数(名目賃金指数/消費者物価指数(持ち家の帰属家賃を除く))の前年同月比。事業所規模5人以上の現金給与総額を対象。2019年1月-24年5月。

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」時系列第6表実質賃金指数より作成。

である。

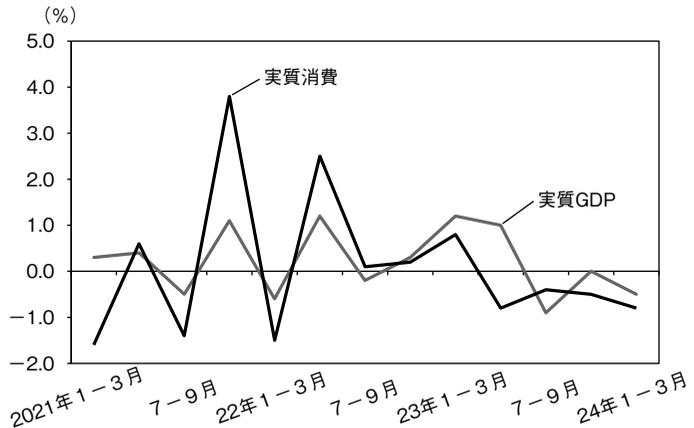
「第二の力」を中長期的に育てるためには「実質」賃金の
上昇が重要であり、その鍵が「名目」賃金の引上げであるこ
とは言うまでもないが、日銀がそのために行うべきは、景気
の改善を通じた名目賃金の上昇を目指して過度の金融緩和を
続けることではなく、何よりも物価の番人としてインフレを
抑制することではないだろうか。「第一の力」の持続性には
より十分な注意が必要であり、二%を超える物価上昇が二年
を超えるとといった事態は、それが実質賃金の低下を通じて「第
二の力」を殺ぐことになるからこそ、看過されてはならなかつ
たように思われる。

(4) 企業収益と賃金の上昇

「第二の力」のために賃金の上昇が重要であるとしても、
その前提となっている、「景気の改善」が「賃金の上昇」を
もたらすという想定自体も、無条件に当然のこととは言えない。

一九九〇年代のバブル崩壊によって、企業収益が大幅に減少するとともに賃上げ率も大きく低下した。法人企
業統計ベースの経常利益が八九年度の最高益を更新するには一六年という長い年月が必要であった。そして日本

図表7 実質GDPと実質消費の成長率

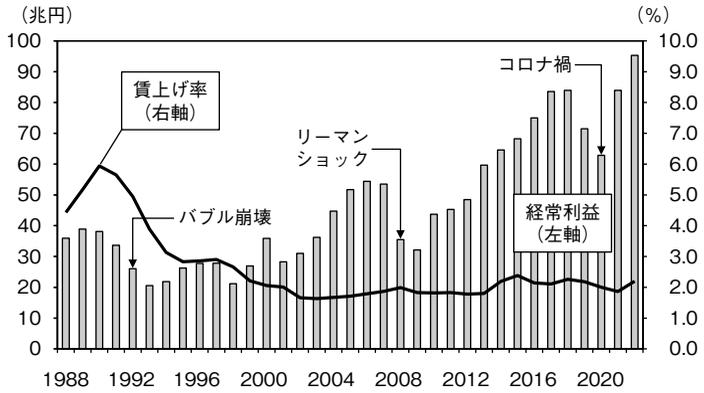


(注) 2021年1-3月期-24年1-3月期、四半期ベース、前期比。

実質消費は家計最終消費支出（帰属家賃を除く）。

(出所) 内閣府「国民経済計算」四半期GDP成長率より作成。

図表8 経常利益



(注) 経常利益：全産業（金融業・保険業を除く）、1998年度－2022年度。財務省「法人企業統計」より作成。

賃上げ率：1988年－2022年。

労働政策研究・研修機構「主要企業春季賃上げ率」より作成。

経済は、その後もリーマンショック、コロナ禍に見舞われるが、企業の経常利益は数年後には最高益を更新している。しかしながら、九〇年代前半なみの賃上げが実現したのはようやく二三年春になってのことであった。企業収益の改善が賃上げに直結するわけではないのである。

では、昨年来の賃上げの背景にある主たる要因は何か。それは、（日銀が想定していると思われる）景気や企業収益の改善というより、多くの論者が指摘するように、少子高齢化、女性・高齢者層の余剰労働力の枯渇、「働き方改革」による人手不足であろう。それらの影響は、「働き方改革」の中小企業・運輸業界等への適用時期のズレとコロナ禍によって一時的に見えなくなっていたが、二二年頃からはつきり現れるようになった。だからこそ、経営に余裕のない中小企業も人材確保のために賃上げを迫られているのであり、にもかかわらず賃上げはこれまでの物価上昇をカバーするには至っていないため図表6が示すように実質賃金はマイナスで、つまり賃上げは物価高に追いついていないのである。

このような点を考えれば、「景気の改善」による「賃上げ」を待つ金融緩和は、「賃金と物価の好循環」ではなくその「悪循環」を招いている可能性のほうが高くないだろうか。

2 利上げへの転換

このように、「第一の力」と「第二の力」という考え方は、必要な金利引上げを遅らせ、そしてそのことが、かえって唐突とも言えるタカ派への転換をもたらしたように思える。

今回、日銀が利上げに踏み切った直接的な理由は何だろうか。それに関する植田総裁の説明は、すでに本稿冒頭で述べたように、予定されていた「第一の力」から「第二の力」へのバトンタッチが進んだからでも、「賃金と物価の好循環」実現の確度が高まったからというものでもなかった。示された説明は、「過去に比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面」があり、「輸入物価は再び上昇に転じており、先行き物価が上振れるリスクには注意する必要がある状況になって」いるという、つまりは、これまで利上げの理由にならないとしてきた「第一の力」の上昇であった。

従来の説明を自ら否定するような利上げに踏み切らざるをえなかったのは、一ドル＝一五〇円をも超える超円安が進行し、それに対して世論、政府等から厳しい批判が浴びせられたからであろう。

二〇二二年からの急速な円安の背景としては、①米欧の利上げによる内外金利差の拡大、②より構造的な問題として、第一

図表9 円の為替レート



(注) 2024年1月4日－7月31日、日次、中心相場。
(出所) 為替レートは日本銀行時系列統計より作成。

次所得収支黒字の海外再投資の高止まりやデジタル赤字の拡大、新NISA開始にともなう個人の海外証券投資の急増などが指摘されているが、先にも述べたように、2%を超えるインフレが続く中での日銀の緩和志向も一因となったことは否定できない。

そうした状況の中で、とりわけ批判を集めたのが、四月二五―二六日の決定会合後の会見における、円安を容認するとも受け取れる総裁の発言であった。⁽⁸⁾ その直後から円は急落し、四月二九日、五月二日には財務省が市場介入に踏み切っている（日付は推定）。また六月一三―一四日の決定会合後も円は下げ止まらず、月末には一六〇円を超え、七月には財務省が改めて市場介入を実施している。六月の会合では、国債買入額の減額が決定されると見込まれていたが、具体的な減額計画を翌月に持ち越したことがハト派的であると受け止められたのである。さらには、七月末の決定会合が近づいた同月後半になると、政府・与党の中枢から公然と円安を批判し日銀に利上げを求める発言が相次いだ。⁽⁹⁾ 日銀には、二〇〇〇年八月に政府の「議決延期請求権行使」を否決してゼロ金利解除に踏み切ったものの、ITバブル崩壊の影響を受けて翌年三月には量的緩和に追い込まれるという苦い歴史がある。政治サイドからの利上げの催促は、日銀にとって不名誉なことではあるが、同時に非常に心強い後押しにもなったはずである。

つまり、経済物価の状況やそれを受けた政策判断とはやや距離のあるところから、日銀として、為替市場に働きかける必要が生じたのではないかと思われる。

利上げをするとしても、例えば「今回は金利を引き上げるが今後についてはデータ次第」とするという手法もありえるわけであるが、今回は、「物価等が見通し通りであれば」それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と連続的な利上げを明言に近い形で示し、さらには、「（金利の引

上げにあたって) 〇・五%は壁として・・・特に意識しておりません」と、過去三〇年なかった〇・五%以上の利上げも否定しないというスタンスがとられた。⁽¹⁰⁾これは、实体经济への金利引上げの波及効果を高めるためというより、将来の金利見通しにより敏感な為替市場を意識したものであろう。

おわりに

七月の『展望レポート』によると、日銀の予測する今年度から二六年度までのインフレ率の推移は二・五%(二・八%) ↓ 二・一%(一・九%) ↓ 一・九%(一・九%) である(生鮮食品を除く、各委員の見通しの中央値。カッコ内は四月時点の見通し)。これに見合った政策金利は、日本の潜在成長率がいくらか低いとしても、やはり二%以上のはずである。だからこそ日銀は、そうした思惑の広がりを防ぐべく、今年三月の異次元緩和の解除にあたっては緩和的な金融環境の継続を強調したのである。

ところが述べてきたような事情から金利が引き上げられ、さらには今後の連続的な引上げが示唆され、〇・五%も天井ではないと明言されれば、市場が身構えるのも当然である。

しかしその「責任」は、金利の引上げではなく、二年に及ぶ(そして今後も三年は続く)と予測している) およそ二%以上のインフレを一時的な「第一の力」によるものとして政策対応してこなかったことにこそ求められるべきであらう。

そして、早めの「緩和度合いの調整」を難しくした要因は、異次元緩和の枠組み自体にも、また政府の「デフレ脱却」論にもさかのぼる。

異次元緩和の枠組みを記した決定会合公表文では、二・二%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」という文言が、植田総裁の下においても（今年三月の廃止まで）維持されてきた。単純に考えれば、「デフレ」と「二%」の間には、たとえば物価が1%程度で推移する中間的な状況も存在し、それに見合った段階的・部分的な政策修正、異次元緩和から通常の緩和への修正もありえたと思われるが、「安定的に持続するために必要な時点まで」という言葉はそうした調整を極めて難しいものとした。⁽¹¹⁾

またそもそも政府による「デフレ脱却」の定義は「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」というものであるが（内閣府、二〇〇六年三月）、これは「デフレ脱却」をおよそ不可能なこととし、脱却を目指す緩和政策を不必要に長引かせてきたのである。

こうした背景が、「第一の力」・「第二の力」論を生み、七月の急変を招いたのではないだろうか。

注

- (1) 植田和男「最近の金融経済情勢と金融政策運営（講演）」二〇一三年九月二五日、五頁。
- (2) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇一四年四月二八日、一二頁。
- (3) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇一四年七月三一日、二頁。
- (4) 日銀は、YCCにおける一〇年物国債金利の変動幅の上限について、一三年七月二八日にはそれまでの〇・五%から一・〇%に引き上げ、一〇月三二日には一・〇%を超えることを認める修正をしている。しかしその目的については、あくまで「金融緩和の持続性を高める」（七月）ためであり、「粘り強く金融緩和を継続する」（一〇月）ためであると説明している。

(5) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇二四年七月三十一日、一三頁。

(6) 日銀は、今年四月の『展望レポート』に「BOX…『物価の基調』の捉え方」を掲載し、日銀の「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」が大きく上昇したことについて以下のように述べている。「今次局面では、輸入物価の上昇を起点に、きわめて広範な品目で物価が大きく上昇したため、これらの指標も、消費者物価指数そのものと同様に、大幅に上昇した。そこで、日本銀行では、新たに、品目別に変動率の高低に応じて分類し、一時的な要因の影響をより受けにくい「低変動品目」を抽出して分析している」（日本銀行『経済・物価情勢の展望』二〇二四年四月、四二―四三頁）。捕捉指標が上昇したという事実に対して、そこからストレートに基調的なインフレ率の上昇を見るのではなく、「新たな…一時的な要因の影響をより受けにくい」指標を開発する必要があると考えたのはなぜだろうか。輸入物価の上昇を起点とするものは何でも一時的な変化にすぎないという思い込みがあったのだろうか。

(7) 財務省「『国際収支から見た日本経済の課題と処方箋』懇談会報告書」二〇二四年七月二日。

(8) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇二四年四月二十八日、四頁。この次となる六月の決定会合において、財務省の出席者から「情報発信を含め、しっかりと金融資本市場とコミュニケーションを図っていただきたい」と、極めて異例の発言があった（日本銀行「金融政策決定会合における主な意見（二〇二四年六月一三、一四日開催分）」五頁）。四月の総裁発言への苦言であったと思われる。

(9) ①一七日に河野大臣がインタビュに答えて「円の価値を高め、エネルギーや食料品のコストを引き下げるために政策金利を引き上げるよう」日本銀行に求めると、②一九日には岸田首相が講演で「金融政策の正常化が、経済ステージの移行を後押しし、経済ステージの移行が金融政策の更なる中立化を促す」と発言し、③二二日には茂木自民党幹事長が講演で「段階的な利上げの検討も含めて金融政策を正常化する方針をもっと明確に打ち出す必要がある」と述

べている(①)「日銀は円安是正のため利上げを―河野デジタル相単独インタビュー」ブルームバーグ、二〇二四年七月一七日、②首相官邸「日本経済団体連合会夏季フォーラム二〇二四年 岸田内閣総理大臣講演」七月一九日、③『日経新聞電子版』七月二二日)。

(10) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇二四年七月三十一日、二二頁。

(11) 拙稿「マイナス金利は解除されたが・・・」『証券レビュー』二〇二四年四月号。

(い) ず ひさし・客員研究員