

テーマ：日銀は7月利上げでパンドラの箱を開けたのか

講師：愛宕 伸康氏（楽天証券経済研究所 所長兼 チーフエコノミスト）



日程：2024年10月3日

日本経済は、新型コロナショックやウクライナ戦争による供給制約を背景に、長らく続いたゼロインフレから脱却し、伸びなかった賃金もようやく上昇を始めた。今は、そのうち安定的に成立すると思われる賃金上昇率とインフレ率の新たな均衡に向けた移行期だと考えている。そうした中、日本銀行は23年10月にイールドカーブコントロールを事実上撤廃し、24年3月にマイナス金利政策を解除した。現在では中立金利に向けた政策金利の正常化に取り組んでいる。バーナンキ元FRB議長はかつて「金融政策の98%はトーク（コミュニケーション）、2%はアクションだ」と言ったが、正常化の過程においてはまさにそうだ。市場に混乱を与えないよう、コミュニケーションに十分配慮する必要がある。

しかし、7月の利上げは適切なコミュニケーションが行われたとは言えない。指標が弱かったにもかかわらず利上げしたため、円安対応だと受け取られてしまった。為替を政策変更結びつけるとコミュニケーションに混乱を来すことになる。さらに今後のコミュニケーションに関しては2つの難題がある。一つは、日銀が正常化の前提としている「物価安定の目標」2%の実現見通しについて。指標が下振れ、その蓋然性に疑念が生じたとき、政策運営をどう説明するか。二つ目は、膨張したバランスシートをどこまで縮小させるかに関して、どういった理屈で合理的に説明するか。これらについて日銀は真摯に向き合う必要がある。

1965年 鳥取県生まれ。神戸大学大学院経済学研究科終了後、日本銀行入行。政策委員会審議委員のスタッフ、調査統計局物価統計課長、日本経済研究センター出向、横浜国立大学講師、総務人事局人材開発課長、岡三証券チーフエコノミスト、いちよし証券株式会社チーフエコノミスト / 上席執行役員などを経て、2023年10月より楽天証券経済研究所チーフエコノミスト、2025年より現職。主な著書に『日本経済30の論点』（共著；日本経済新聞出版）。

## ■ 日本銀行 金融政策の正常化ステップ

### Step 1 イールドカーブコントロール（YCC）の撤廃

- ☐ 2022年12月…長期金利変動幅の拡大(±0.5%)
- ☐ 2023年7月…YCC運用を柔軟化
- ☐ 2023年10月…YCC運用のさらなる柔軟化(上限の目途1.0%)

### Step 2 マイナス金利の解除

- ☐ 2024年1月…能登半島地震
- ☐ 2024年3月…マイナス金利解除(政策金利0~0.1%)

### Step 3 金利機能の回復とバランスシートの圧縮

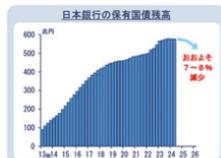
- ☐ 2024年7月…利上げ(政策金利0.25%)、国債買入れ減額開始
- ☐ 2026年?? …中立金利へ

景気は必ず循環する！

## 図1 金融政策の正常化ステップ

## ■ 難題その2 日銀は国債買入れを26年1~3月に月額3兆円に

<予想可能な形での減額>



<柔軟性の確保>

- ① 来年6月の金融政策決定会で中間評価を実施
- ② 長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入れ額の増額等を実施
- ③ 必要な場合には、金融政策決定会において、減額計画を見直す

(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成

## 図2 日銀の国債買入れ減額計画