

経済を読む眼

日銀は 2023 年に金融政策の正常化に踏み出すか？

—共同声明の改定まで展望して—¹

2022 年 12 月 23 日

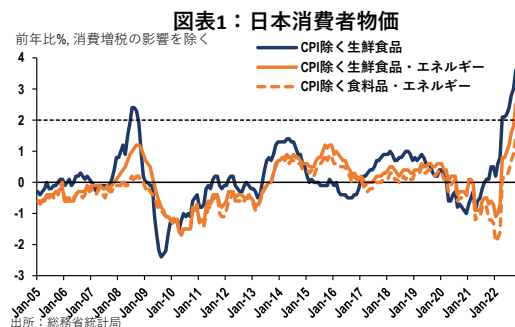
JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

1. 世界とは逆方向に運営されてきた日銀の金融政策

2023 年の日本経済に対する内外投資家の関心は、かなりの程度、日銀が金融政策を正常化に向けて舵を切るかに集まっているように見える。日銀は 12 月 20 日の金融政策会合において、サプライズで 10 年金利の変動幅を $\pm 0.25\%$ から $\pm 0.5\%$ に拡大したが、これは 10 年金利のコントロールによって債券の市場機能が毀損されている状況を改善するためのもので、引き締めではないと説明している。本当はそれだけが原因ではないように思うが、いずれにしても物価情勢がインフレ目標達成に向かって前進したとの評価がなされていないので、金融政策の正常化の第 1 歩とは位置付けられず、むしろ、将来に正常化のステップを踏み出そうと判断すれば踏み出せるように備えを行ったとみておくことができるだろう。同時にイールドカーブのコントロール力を強めるために国債買い入れ増額や指し値オペの年限多様化も行い、10 年金利の当面のこれ以上の上昇圧力を弱めることに成功している。

世界ではインフレを抑制するために中央銀行が金融引き締めを続けているが、日本ではコア CPI（除く生鮮食品）が 10 月には前年比 3.6%、コアコア CPI（除く生鮮食品・エネルギー）も同 2.5%と 2%のインフレ目標を上回っているものの（図表 1）、現時点では日銀が政策の正常化に踏み出す兆しはない。こ



これは、現在の物価上昇は米国のように需要に牽引されたものではなく、基本的にエネルギーと食料品価格という供給要因によって上昇しており、インフレ目標を安定的・持続的に達成する目処が立っていないと判断しているからだ。

欧米の中央銀行が労働市場の逼迫を緩めることで、需要・供給両面から生じたインフレの賃金上昇を通じた二次波及を抑制しようとしているのに対し、日銀はイールド

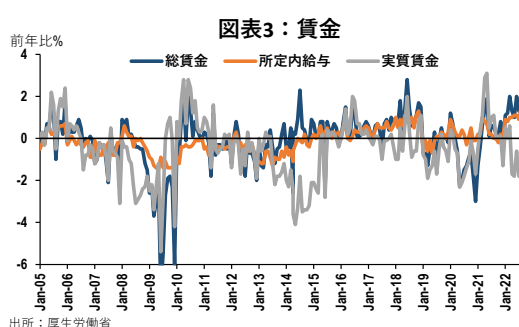
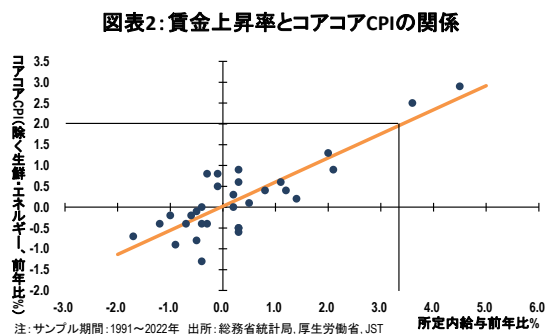
¹ 本稿は、12 月 20 日現在のデータに基づいている。

カーブ・コントロール（YCC）の一部見直しを行ったとは言え、方向性としては供給ショックを梃子に、賃金への二次波及によって日本経済を2%インフレの世界に移行させようとする対照的な政策姿勢を維持しているのが特徴である。今後は、欧米の中央銀行では利上げの停止が徐々に近づきつつあるのとは対照的に、日銀は現行の金融緩和から金融政策正常化への第一歩を踏み出せるかが、これから議論される段階にある。日銀は、目標達成のためには賃金上昇率の加速が不可欠としている。賃金の中でも特に所定内給与の基本線は春闘で決まるので、2023年度春闘において定期昇給分を除いたベースで賃金がどの程度上昇するかが焦点になっている。一方でCPIもこれまでのところ日銀や民間エコノミストの予想を上回って上昇しており、先行きに日銀の言う通り2023年度から本当に大幅に減速するのもポイントである。さらに悩ましいことに、2023年中に米国が景気後退に陥るリスクも高まってきた。

以下ではこうした諸情勢の下、日銀が2023年度に新総裁の下で金融政策の正常化のステップを踏み出すのか、その条件と課題を検討する。また、政府内の一部に「政府・日本銀行の共同声明（所謂アコード）」の見直しを検討する考えが浮上しているとの報道が出ているので、共同声明の望ましい方向性や政策正常化の手順についても個人的見解を述べる。

2. 日本の賃金はインフレ目標の達成に資するような上昇になるのか？

日銀は常々、2%のインフレ目標を持続的に達成するためには3%超の賃金上昇率が必要、と主張している。これは長期均衡の世界では名目賃金上昇率はCPI上昇率の均衡点（2%）に平均的な労働生産性上昇率（約1%）を足したものに等しくなるためだ。実際、日本のCPI上昇率と賃金上昇率の関係をみると、コアコアCPI（除く生鮮食品・エネルギー）が2%となる賃金上昇率は3%超になる（図表2）。現在は、賃金全体では2%弱、所定内給与では1%台前半なので、賃金の上昇がインフレの上昇に追いつかず、実質賃金上昇率がマイナスになっており、この状況が続けば消費が悪化して経済成長を鈍化させ、2%のインフレ目標を持続的に達成できなくなる（図表3）。やはり、次回春闘では賃金上昇率の更に高い伸びでの妥結が必要となる。

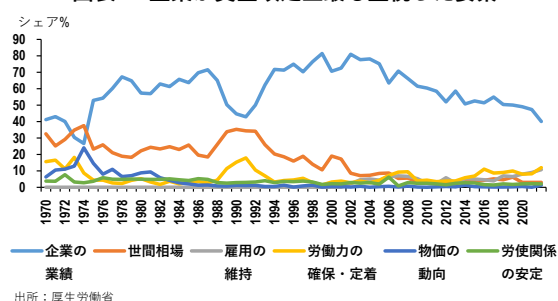


しかし、ここで注意したいのは、3%超の賃金上昇率とは長期均衡の姿を語っているものであり、金融政策の本格的な正常化を目指すにはこれだけの賃金上昇率が必要としても、YCC 修正の第一歩を踏み出すだけなら、そこに向かう道筋が見える程度で十分である。

連合は 2023 年度春闘の賃上げ要求を 5%としており、これは定期昇給分（約 1.6%）を除くと 3.4%という高い伸びになる。現在の高めのインフレ率に鑑みると、低い賃金上昇率だと実質賃金上昇率がマイナスとなり、家計の生活が苦しくなるからだ。実際の交渉結果がどうなるか、大勢が判明するのは 2023 年 3 月中旬であり、日銀の 3 月の金融政策決定会合（3 月 9～10 日）——黒田総裁の任期中最後の会合——の後になる。その結果を踏まえた日銀の政策方針は、次期総裁に委ねられる。

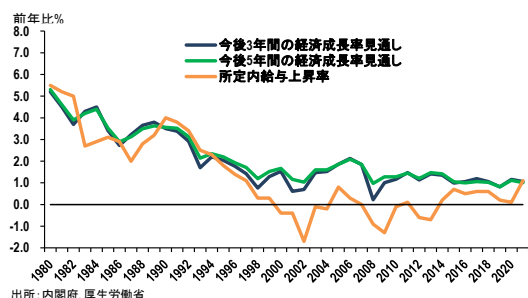
そもそも日本の企業は、春闘で賃金上昇率を決めるに当たり、一番重視してきたのは企業業績であった（図表 4）。この点、2022 年度の経常利益は、12 月短観の全規模全産業ベースで前年比 7.5%増の計画と堅調な計画である。しかし、これまでも企業業績のいい時はあったが、賃金はさして上がらなかった。これは、

図表4：企業が賃金改定上最も重視した要素

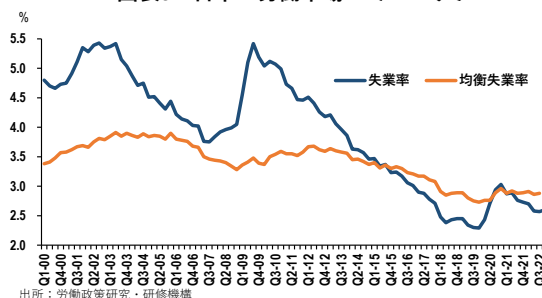


企業の先行きの業績改善期待が高くなかったためである。このことは、企業の先行きの経済成長率見通しと所定内給与上昇率の実績が密接な関係を持ちながら、最近まで低位で推移していることからみと取れる（図表 5）。つまり、日本企業が経済の先行きの成長に期待を持てる状況に変わらなないと、なかなか大幅な賃上げには踏み切りにくいことが示唆される。次に、前年のインフレ率も春闘の賃金交渉における考慮項目であるが、それでもこの 30 年間は、企業が賃金改定にあたって重視してこなかった（前掲図表 4）。これらを取り込んで賃金関数を作れば、過去の企業の行動パターンからは 2023 年度も低い賃金上昇率が示唆されることになる。しかし、1970 年代に第 1 次・2 次石油危機が到来した物価上昇期には、物価を考慮していたことにも注目したい。今回のように CPI 上昇率が最近には無い高さになれば、物価をある程度は考慮することになるだろうし、実際にそうした声は企業側からも出ている。企業が価格設定姿勢を強化させているだけに（後述）、物価上昇の賃金への反映にある程度は期待できるだろう。さらに、コロナ禍を経て求人の傾向が変わり、労働需給のミスマッチが発生することで、これまで低下を続けてきた均衡失業率（需要過不足のない失業率）が下げ止まる中（図表 6）、最近では労働市場の流動化も若手を中心に進み始めており、企業側からも優秀な技術者や若者を引き留めるには賃上げが不可欠との声が聞かれている（前掲図表 4 の労働力の確保・定着）。

図表5：賃金上昇率と経済成長期待



図表6：日本の労働市場のミスマッチ



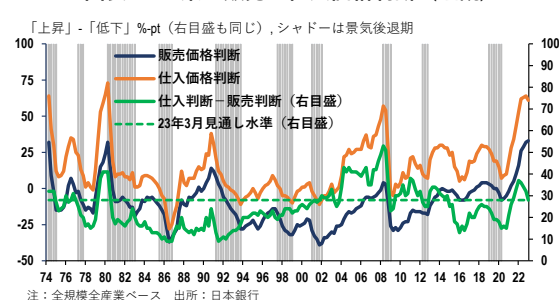
以上を踏まえると、春闘交渉の結果、いきなり定期昇給分を除いて3%以上の賃金上昇率を達成することは困難だろうが、その一方で少なくとも過去20年間に比べれば賃金上昇率が高まることは十分に想定できる。定期昇給分を除いて2%に近付けば、これに賞与等が今後も増加することを加味すれば、賃金情勢に限定すれば金融政策正常化の第1歩を踏み出す条件が満たされる可能性はそれなりに高いと考えている。

3. インフレのダイナミクスに関する不確実性

もっともこの程度の賃金上昇率を背景とするインフレ率は、エネルギーや食料品価格の上昇が一服するだけでなく、他国の中央銀行の利上げがターミナルレートに達すれば、これまでの円安が巻き戻され、その鈍化に拍車がかかる可能性も否定できない。このため、インフレ率は2023年には鈍化に転じるというのがメインシナリオなだけに、YCCをこれ以上は修正すらせずに金融緩和を粘り強く続けるべき、との見方も日銀内にはあるだろう²。

しかし、ここではもう一つ、インフレの先行きに関する不確実性も指摘しておきたい。今回のインフレ率の上昇は、図表7の日銀短観における企業の仕入価格判断DIと販売価格判断DIの差が、仕入価格が大きく上昇している局面としては大きなプラスではないことからわかるように、企業の価格転嫁姿勢が事前の予想よりも広範に積極化していることが特徴である³（図表7）。これは、日銀によれば

図表7：企業の販売・仕入価格判断（短観）



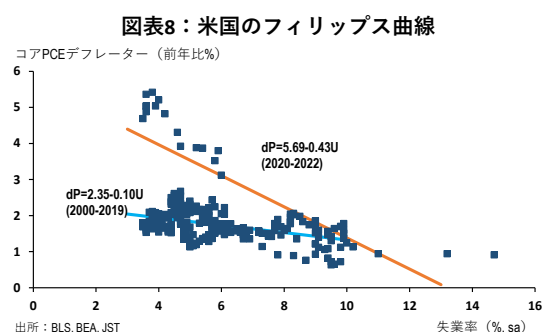
（2022年10月の「経済・物価情勢の展望」、企業が競合他社の行動を意識して行動

² 例えば日銀政策委員の中でも野口審議委員は12月の講演において、「今回の春闘で定昇抜きで3%のベアというのが実現されたということになりますと、（中略）これはあくまでも前提条件であり、この物価と賃金が共に同時に、緩やかに上昇していくという経路を十分に確認するという作業がその次に待っているわけです。（中略）それが一定程度持続的に続くということが確証できて初めて、政策の転換ということが視野に入ってくると考えます。」と述べている。

³ 現時点よりも両者の差分が小さい時期も過去にあるが、その多くは価格判断が低位ないしは下がる局面である。

するからで、今回のエネルギーや食料品のように大きくて広範囲に影響を及ぼすショックが加わると、他社も値上げをすると予想されるのであれば、自らも値上げを行う可能性が高まるのが原因と分析されている⁴。今後、企業がエネルギーのみならず広範な輸入価格の中期的な高止まりを意識したり、日本の景気回復が続くことで需給ギャップが閉じれば、こうした企業の同調圧力が続くリスクもあるだろう。

米国について、以前に拙著⁵において、インフレの先行きの持続性に不確実性が大きい時には、不確実性がない時よりも政策反応を大きくすることが最適となることを説明した。実際、これも以前に紹介した⁶通り、米国のフィリップス曲線はコロナ禍が始まって以降、傾きがスティープになっている（図表 8）。これは、①



②コロナ禍の発生によって消費需要がサービスから財にシフトしたこと、③シニア層の早期退職や移民の急減による生産年齢人口の減少によって労働の供給制約が強まったこと、③世界的なサプライチェーンの制約が強まったこと、等によって説明される。Fed は金融政策運営に不確実性の高まりという観点を採り入れなかったため、結果として金融引き締めが遅れたとみることも可能である。このうち①③は最近緩和してきているが、②がある以上、フィリップス曲線が速やかにフラット化する保障はない。

同様に日本でも、コロナ禍以降、フィリップス曲線の傾きがスティープ化している可能性がある。日本では①がある程度当てはまるほか、③は共通であり、②は米国のような早期退職が見られないとは言え、2013 年以降進んできた女性や高齢者の労働市場への参入が頭打ちになってきた点で、やや似た面があるからだ。ここで、フィリップス曲線⁷のトレンドをアベノミクス期（2013 年第 1 四半期～2020 年代 2 四半期、オレンジ線）とコロナ禍期（2020 年第 3 四半期～2022 年第 4 四半期、赤線）⁸とで比べ

⁴ 少し前まではこれとは逆のことが唱えられていた。すなわち、日本では、インフレ率はゼロであるという一種のノルムが企業に根付いており、誰も値札を変えないという、同じ行動をとってきた。これは、個々の企業が直面する需要曲線をみると、僅かな値上げでも需要は大幅に減少する一方、若干の値下げでは需要はさほど増加しない形状となっているという屈折需要曲線によって説明されてきた（Negishi, T. (1979) *Microeconomic Foundations of Keynesian Macroeconomics* がこの議論の理論的な端緒であり、日本の低インフレとの関係を論じたものには、Aoki, K., H. Ichiue, and T. Okuda (2019) “Consumers' Price Beliefs, Central Bank Communication, and Inflation Dynamics”がある）。

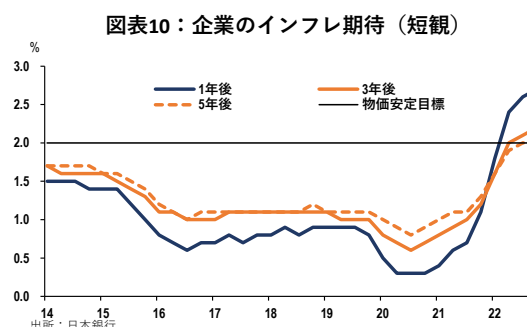
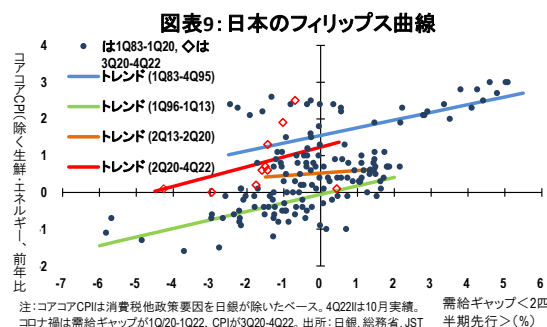
⁵ 鶴飼博史 2022 「Fed はどこまで利上げを行うか？—金融政策論的アプローチ—」
<https://www.jst.go.jp/fund/dl/researchnote02.pdf>。

⁶ 鶴飼博史 2022 「米国の NAIRU が上昇している可能性とその金融政策への含意」
<https://www.jst.go.jp/fund/dl/researchnote01.pdf>。

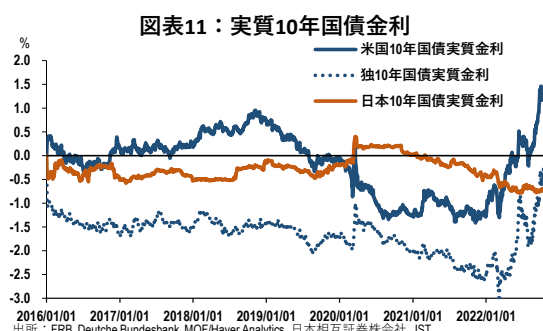
⁷ 米国では失業率と CPI との関係が明確に出るが、日本では失業率ではなく需給ギャップの方が CPI との関係が明確であるため、ここでは需給ギャップを横軸にとっている。

⁸ コロナ禍は 2020 年第 1 四半期に始まったが、需給ギャップが CPI 上昇率に 2 四半期先行しているので、需給ギャップを 2020 年第 1 四半期からとり、CPI を 2020 年第 3 四半期からとることとした。

てみると、後者は切片、すなわちインフレ期待が上昇したうえ、傾きもスティープ化している（図表9）。コロナ禍期のデータ（赤い◇）をみると傾きがインフレ率のもっと急速な立ち上がりを示しているようにもみえるが、まだデータが少ないので、傾きの議論はもう少し経たないと結論を出せないところだ。一方、インフレ期待はフィリップス曲線の傾きだけでなく、別途企業アンケートを見ても、かなり上昇していることは間違いのないようだ（図表10）。



このように考えると、米国と程度こそ違うものの、少なくとも、インフレ率の上昇が一時的とみなし、インフレは2023年第1四半期を過ぎれば必ず大幅に減速して2023年度は2%を割り込むと決め打ちすることは得策ではない。CPI上昇率が過去のインフレ実績からも影響を受ける以上、傾きのスティープ化やインフレ期待の上方シフトが、インフレの持続性を強める方向で作用する可能性も考慮に入れておくべきだろう。さらにはインフレ期待の上昇によって実質金利が低下しており、YCCの一部見直しを行ってもなお、金融緩和効果はYCC導入時を上回っている（図表11）。したがって、春闘が前述の賃金上昇率程度であっても、政策反応を大きくすることは理に適うだろう。日銀が12月に行ったYCC柔軟化は、そのための備えとしての意味があるように思う。

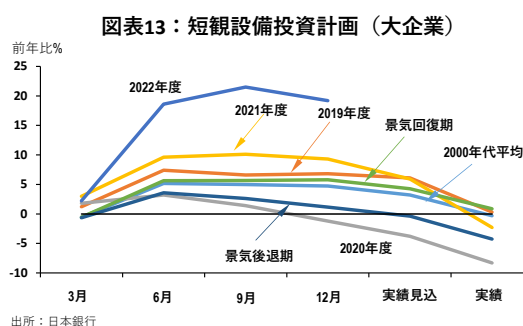
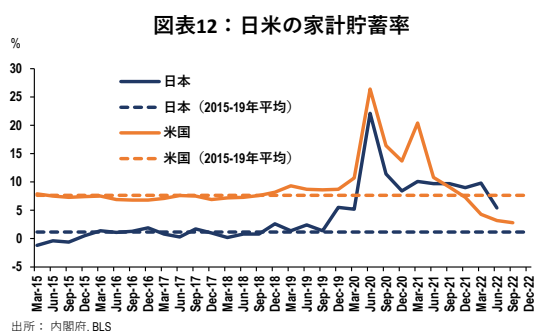


4. 景気リスク

日銀がYCC修正に動こうとする場合の最大の制約が、世界経済、特に米国経済が2023年中にリセッションに陥るリスクであろう。米国経済はFedの急激な利上げに対して持ち堪えているが、筆者は、米国が2023年第4四半期からリセッション入りする、ただし基本シナリオではマイルドなリセッションにとどまるとみている。過去には米国がリセッション入りすると、日本経済が輸出の大幅な減少を通じてリセッションに陥らなかったことがないだけに、日本が巻き込まれてリセッションに陥るリスク

が大きいのであれば、2023 年中に金融政策の正常化に踏み出すことは、見送るであろう。

ただし、米国のリセッションが浅いものととどまるのであれば、今次局面では、日本経済が輸出の減少に直面しても、リセッションに陥ることを回避できる可能性は相応にあると考えられる。これは、日本経済が欧米に比べてコロナ禍からの回復が遅かっただけに、これからも先送りしていた需要の回復がまだ暫く続く可能性が高いことに加え、移動制限の緩和によってインバウンドの消費（サービス輸出）も期待できるからだ。実際、コロナ禍からの回復が早く、また高いインフレに見舞われた米国では、家計は既に貯蓄率を過去の平均以下にまで低下させて消費を行っているが、日本の家計はそうした過剰貯蓄の取り崩しをまだ始めていないだけに、余力がある（図表 12）。また、設備投資もコロナ禍で生じた供給制約が緩和されてきたことを背景に、企業が強気の計画を立てており、暫く回復を期待することが可能である（図表 13）。



5. 政府・日銀の共同声明は見直すべき

さて、日銀の将来の政策展開を考えるうえで大事なポイントとして、2013 年 1 月に政府が日銀と締結した「政府・日本銀行の共同声明（所謂アコード）」⁹について論じておきたい。

政府内の一部に、政府・日本銀行の共同声明に柔軟性を持たせるように、2023 年 4 月以降に新総裁との間で見直すべきとの意見が浮上しているとの報道が流れた。春闘の帰趨が見えた後、新総裁下で政府と共同声明を見直し、その後金融政策の点検を実施する可能性が出てきたようだ。筆者もかねてより共同声明を是非見直すべきと考えてきた。ただし、日銀は 10 年金利の変動幅拡大によって既に YCC の柔軟性をある程度確保したので、この機運が弱まる可能性があるほか、共同声明を見直すと新たに打ち出すことで海外投資家が政策の正常化を強く意識すれば、急激な円高に繋がりがかねないというリスクもある。アベノミクスを否定しかねないとして反対する議論も出てくるであろうから、実現するかどうかはナローパスだろう。

⁹ https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122c.pdf

そもそも、債券の市場機能の毀損や円安の加速、さらにはインフレの不確実性に関する保険的な観点があっても、日銀がこれまで YCC を硬直的に運営してきたのは、政府・日銀の共同声明で、①日銀は「できるだけ早期に」2%の物価安定目標を実現する、としていることが底流にあると考えられる。黒田総裁率いる日銀は、この声明に素直に沿って金融緩和を行ってきた訳である。

この共同声明は3本の柱で構成されている。すなわち、日銀には上記の目標（①）があり、政府には、②経済構造の変革を図るなどにより、日本経済の競争力・成長力を具体化し、強力に推進する（成長戦略）ことと、③持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する（財政柔軟化・健全化）ことが求められている。

筆者は、この3つの目標については、基本線は維持することが適切だと考えている。しかし、改善点はある。最大のポイントは、2%の物価安定目標を「できるだけ早期」ではなく中長期的な達成目標にすべきという点である。2%のインフレ目標は、日本のように潜在成長率が低い経済では、景気後退期には金利が容易に有効下限制約に到達してしまうため、金利の糊代を確保するためにやはり必要であり、安易に引き下げるべきではないだろう。しかし、2%のインフレ率を維持していれば、経済成長も安定し、また金融システムも安定する訳ではないことは、世界的なゴールドディロックス経済の下で世界金融危機が発生したことや、金融サイクルがビジネス・サイクルよりも長期の大きな循環を辿っていること等からみて、もはや明らかである。物価の安定が他の目標の根幹にあるのでまずは物価の安定から達成しなければならない、という考え方は崩れている。このため、金融政策がインフレ目標の達成に時間がかかっている間、ひたすら同目標の達成だけに注力することには疑問がある。筆者は、日銀は短期的には物価だけでなく経済成長や金融システムにまで多面的に目を配るべきであって、2%のインフレ目標は「できるだけ早期に」ではなく、「中長期的に」達成することが望ましいと考えている。そうすれば、緩和手法に副作用が目立てば修正していくことも容易になるし、政策の正常化が遅れるリスクも小さくできるだろう。

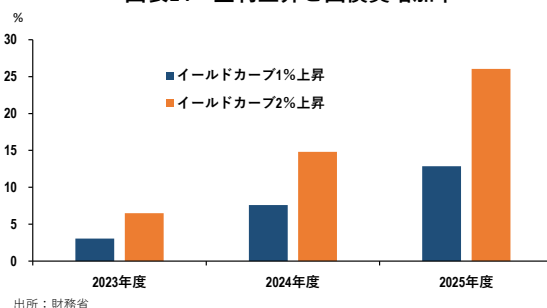
また、共同声明の内容について、日銀は自らに課せられた目標を達成するために市場の批判に直面しても緩和政策を推し進めているが目標を達成できていない一方で、政府は2つの目標を守っていない、との見方が市場からは聞かれている。

2013年1月に共同声明の導入を決定した際、日銀は「日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識しています。この認識に立って、日本銀行は、「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率で2%とし、この目標のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指しています。（中略）同時に、政府は、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みを具体化し、これを強力に推進すると共に、さらに、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進することを表明して

います。」¹⁰と述べている。つまり、日銀が物価安定目標を達成するためには日本経済の競争力と成長力の強化が必要で、政府や企業の取り組みが成功すれば、2%の物価安定目標を達成することができると考えていたのである。成長戦略によって経済の先行きの成長期待を引き上げ、前述の通り企業の賃金引き上げやさらには投資を後押しすることも、インフレ目標達成の前提条件として考えられていた¹¹。

インフレ目標の持続的な達成に向けて金融政策を正常化して行くためには、さらに、財政の持続可能性も確保されていなくてはならない。そうでないと、長期金利が上昇するにつれて財務の健全性に疑問符が付く可能性が高まるからだ（図表 14）。3つの目標の相互依存関係を明記すべきとの意見も民間から出ているようだが、相互依存関係を明記して金融政策の独立性をリスクに晒すよりも、政府側にも日本経済の生産性上昇率の引き上げや、金利が正常化しても政府債務管理の持続性が維持されるといった具体的な目標の達成にも言及する方が望ましいだろう。

図表14：金利上昇と国債費増加率



6. 日銀の金融政策正常化のステップとは？

さらに、日銀の田村審議委員が「しかるべきタイミングで金融政策の枠組みや物価目標の在り方を含めて点検・検証を行うことが適当」（12月2日）と発言して以来、日銀、市場ともに、金融政策の点検を行うべきかが議論の俎上にのぼったようにみられる。ただし、黒田総裁が現在否定しているように、来春の春闘の結果がみえてくる前には点検を実施しないと思われる。また、物価安定目標の在り方を変えようとするなら、先に共同声明を変更する必要がある。とは言え、インフレ・プロセスが変貌し、インフレ目標の将来の達成が視野に入った場合に金融政策を正常化に向かわせるためには、点検・検証は、いずれ必要となるだろう。したがって、恐らくは共同声明の見直しに関する判断が先で、その結果に基いて、今度は金融政策の正常化の道筋を考えるための点検になるだろう。

今後、考えられる政策正常化のプロセスは、現時点では不確実性が高いが、恐らく米欧の量的緩和政策（QE）の手仕舞い方に近くなる可能性が高いのではないかと。すなわち、経済・市場への影響の小さい手段から手仕舞っていくと考えると、まず YCC を撤廃し（QE の債券購入の停止に類似）、次に金融政策の核である O/N 政策金利をマイ

¹⁰ 日本銀行 総裁記者会見要旨 2013 年 1 月 (https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1301a.pdf)。

¹¹ この議論は、早川英男 2022 「政府・日銀アコードの見直しに向けて——「3本の矢」を再考する」が展開している。彼は 3本の矢を同時に達成することが重要であり、3つの目標の相互依存関係を明記すべきと主張している。

ナスからゼロへ、その後それ以上へと引き上げていくことが考えられる。ただし、YCC 撤廃とマイナス金利の前後関係は経済・金融情勢次第で逆転したり、同時に行われる可能性を排除するものではない。

日銀は、12 月に YCC の柔軟化を行ったので、次のステップを考えるまでに時間の余裕がある筈だ。恐らくは 3 月下旬以降に判明する春闘の結果や共同声明の扱いを踏まえ、CPI 上昇率が 2023 年度半ば以降にどの程度減速するか、米国経済悪化の影響はどの程度かの検討を行った後に、金融政策正常化のステップを踏むかどうかを決めることになる。

著者紹介：鵜飼博史

1983 年から約 30 年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009 年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014 年から 2016 年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016 年から 2022 年 8 月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022 年 9 月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。