

2024年2月1日

Mizuho RT EXPRESS

日銀は「遠くない将来」にマイナス金利解除へ ～1月の「主な意見」にみられる解除の気配～

調査部 総括・市場調査チーム 上席主任エコノミスト 上村未緒
080-1069-4899 mio.ueamura@mizuho-rt.co.jp

■ 「物価見通し実現の確度上昇」と明記し、政策変更へ地ならしを進める

日本銀行が物価見通しに自信を持ち始めている。2024年1月の日銀・金融政策決定会合（1月22日・23日）は現状維持を決定したが、会合後に公表した「展望レポート」には「見通しを実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」との文言が明記された。市場では、マイナス金利解除に向けた地ならしを進めるコミュニケーションとの受け止めが広がった。

植田総裁は決定会合後の記者会見で、前回10月の「展望レポート」で掲載した消費者物価指数（除く生鮮・エネルギー）の前年比見通し（中央値）は、必ずしも自信がもてないなかで置いたと述べた（図表1）。そのうえで、今回の1月「展望レポート」で、新しいデータ・情報を踏まえ再度分析して置いた見通しが10月と一致したことで、見通し実現の確度が上昇したと説明した。

図表1 植田総裁の1月決定会合後の記者会見での発言

目標達成までの距離	<ul style="list-style-type: none">■ 基調的物価2%実現の確度は引き続き少しずつ高まっていると判断■ 賃金・物価の好循環が強まっていくか確認したい
賃金・物価の現状判断と見通し	<ul style="list-style-type: none">■ 物価から賃金への波及は、昨年を上回る賃上げに大企業中心に前向きな発言がみられる。賃金から物価はサービス価格の緩やかな上昇や支店長会議のヒアリングを踏まえると波及が少しずつ広がっている■ 消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比見通しは10月から変わらない。10月は必ずしも自信が持てなかった。今回確認したら中心的な見通しが10月と同様になり、確度が上昇
マイナス金利解除後	<ul style="list-style-type: none">■ 現時点の経済・物価・金融見通しを前提とすると、大きな不連続性が発生する政策運営は避けられる■ 極めて緩和的な金融環境は当面続く
政策変更の条件	<ul style="list-style-type: none">■ 需給ギャップがはっきりプラスでないと物価目標に達しないわけではない■ 実質賃金が近い将来プラスに転じる見通しができれば政策変更可能

（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

植田総裁はかねてより、政策変更の際の見極め材料として「賃金・物価の好循環」の実現を挙げてきた。物価上昇の賃金への波及を反映して、今春の春季労使交渉（春闘）では、大企業を中心に昨年を上回る賃上げが予想されている。一方、賃金から物価への波及については、賃金上昇が価格転嫁に結び付くか、企業の価格設定行動を見極める局面にある。そうした中で、日銀は1月の「展望レポート」に、賃金と物価の好循環のメカニズムを具体的に明記したうえで、見通し実現の確度がより高まったとの認識を示した。日銀が、従来の慎重な姿勢から一歩前進した証左といえよう。

加えて、1月決定会合後の記者会見での植田総裁の発言は、遠くない将来の政策変更を織り込ませる意図を持った情報発信であり、日銀が政策変更に向けて歩を進めている様子が窺える。

例えば、「マイナス金利を解除しても極めて緩和的な金融環境は当面続く」との発言だ。短期政策金利を現在の▲0.1%から0%に引き上げても、物価上昇率がこれを上回る限り実質政策金利がマイナスの状態は続く、すなわち、緩和的な金融環境が維持され、現状から大きな変化は起きない。そうした議論が日銀内でなされている様子が表れている。また、「大きな不連続性が発生する政策運営は避けられる」との発言も、正常化の第一歩となるマイナス金利の解除後も、その時々々の経済・物価・金融情勢に応じて利上げを判断すると日銀が考えている証左ととれる。

さらに、政策変更の際の条件についても、植田総裁は「需給ギャップがはっきりプラスでないと物価目標に達しないわけではない」「実質賃金が近い将来プラスに転じる見通しができれば政策変更可能」と発言した。全ての指標が「青信号」でなくても、日銀が政策の変更に踏み切る可能性はある。

■ 「主な意見」は、遠くない将来の政策変更を前提とした発言が目立つ

1月31日に公表された「金融政策決定会合における主な意見」は、同月の決定会合で交わされた議論を具体的に明らかにしたが、その内容は、日銀の情報発信の意図を窺わせるものだった。公表された文面には、政策変更を前提とした発言が多くみられたことに加え、金融政策の正常化の第一歩となるマイナス金利解除後の政策や金融環境まで幅広く議論がなされたことが表れている（次頁図表2）。

物価の見方については、これまでの慎重論が後退し、賃金・物価の好循環の実現や、物価目標の達成を見通せる状況を視野に入れていることを印象付ける内容だった。前向きな評価が多い一方、価格転嫁の難しさや見極めにまだ時間が必要といった、これまでの慎重な指摘の掲載はなかった。

さらに、「サービス価格の上昇を踏まえると、賃金上昇に伴う物価上昇圧力は高まりつつある」などの発言からは、物価から賃金の波及にもある程度自信を持っている様子が窺える。

金融政策運営に関する意見をみると、政策変更のタイミングや情報発信、政策変更後などについて多く議論されている。例えば、「マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつある」「物価安定目標の達成が現実味を帯びてきている」など、政策変更のタイミングが着実に近づいていることを示唆する発言が多かった。また、「市場に不連続な動きを生じさせないように、コミュニケーション、オペレーションの両面で工夫する必要がある」「マイナス金利の解除等を実施したとしても、緩和的な金融環境は維持される可能性が高い」などの指摘もなされている。こうした指摘が、植田総裁の記者会見での発言の背景にあったことが窺われる。

政策変更に向きとも捉えられる、日銀による一連の情報発信を受けて、3月ないし4月の決定会合でマイナス金利は解除されるとの予想が市場のメインシナリオになっている。みずほリサーチ&テク

ノロジーズは、日銀が2024年春闘での賃上げモメンタムをある程度精査したうえで、物価目標達成が見通せる状況に至ったとして、「展望レポート」公表のタイミングに合わせて、4月にマイナス金利解除に踏み切るとの見方を維持している。

図表2 1月決定会合の「主な意見」(抜粋)

<p>物価</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 賃金と物価の好循環が強まり、基調的な物価上昇率が2%に向けて徐々に高まっていくという見通しを実現する確度は、引き続き少しずつ高まっている ■ 賃金と物価の好循環実現の機運が高まっている ■ 不確実性はあるものの、「物価安定の目標」の実現が見通せる状況になってきた ■ サービス価格の上昇を踏まえると、賃金上昇に伴う物価上昇圧力は高まりつつある ■ 賃金上昇分の転嫁には一部課題が残るものの、価格転嫁は一般的との受け止めが広がっている ■ 大手企業の賃上げ率が高まり、取引先企業による賃金の価格転嫁が認められやすくなれば、需要増加とともに物価も上昇する経済の順回転が生まれると期待される
<p>政策変更の タイミング</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつある ■ 具体的な経済指標を確認することで見極めていく段階に入った ■ 能登半島地震の影響を今後1~2カ月程度フォローし、マクロ経済への影響を確認できれば、金融正常化が可能な状況に至ったと判断できる可能性が高い ■ 物価安定目標の達成が現実味を帯びてきている ■ 金融正常化の第一歩であるマイナス金利の解除に、適切なタイミングで踏み切る必要がある
<p>政策変更後</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 市場に不連続な動きを生じさせないよう、コミュニケーション、オペレーションの両面で工夫する必要がある ■ マイナス金利やイールドカーブ・コントロールの枠組みの解除についての基本的な考え方を、各時点で可能な範囲で少しずつ、対外説明していくことは有益 ■ 現時点での経済・物価見通しを前提とすると、先行きマイナス金利の解除等を実施したとしても、緩和的な金融環境は維持される可能性が高い ■ 出口以降の金利パスについてあらかじめ見極めることは難しく、その時々々の経済・物価・金融情勢に応じて考えていかざるを得ない

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

¹ 「物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は強まっていく」と展望レポートに記載された。

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



【PR】YouTube[®]動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！ （YouTube[®]はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。