

# 2024年の国内経済金融の展望

—正念場となる日本銀行の金融政策—

理事研究員 南 武志

## 〔要　旨〕

2021年以降、世界的にインフレ加速が見られたが、欧米の中央銀行が金融引き締めを本格化させたことで23年前半にはピークアウトし、年末にかけて鈍化してきた。しかし、各中銀ではインフレを完全に沈静化させるべく、当面は政策金利を高い水準で据え置く方針であり、海外景気は一段と減速することへの警戒もある。一方、日本ではコロナ5類移行もあり、ウィズコロナの浸透が見られ、インバウンド需要が堅調に推移したほか、サービス消費も回復傾向をたどった。しかし、物価高が家計の実質所得を圧迫させ、消費全体としては盛り上がりを欠いた展開となった。

24年を展望すると、前半はけん引役不在によって国内景気は足踏みが続く。一方、年半ばには欧米中銀が利下げに転じるほか、中国政府の景気テコ入れ策の効果などが期待され、世界経済は持ち直し期待が高まるだろう。加えて国内でも物価沈静化や賃上げ機運が持続することで消費の回復が進み、24年後半にかけて景気回復が強まる予測する。

このような環境の下、国内では金融政策の正常化に向けた動きが注目を集めている。既に形骸化しているYCCについてはいずれ撤廃される可能性があるが、持続的・安定的に物価2%を達成できるとの判断には至らないと思われ、マイナス金利政策の解除は25年以降に持ち越されるだろう。

## 目　次

- はじめに
- 不発なままのペントアップ需要—
- 1 23年の世界経済の動向
- (1) 金融引き締め継続でインフレ沈静化
  - (2) 欧米経済の動向
  - (3) 中国経済の動向
- 2 日本の経済政策運営
- (1) 異次元の少子化対策
  - (2) 23年度も補正予算を編成
  - (3) 日銀は断続的にYCCの運用を柔軟化
- 3 国内経済の現状と展望
- (1) 沈静化に向かったインフレ
- (2) 物価高が消費回復を阻害
- (3) 23年度入り後、民間設備投資の減少続く
- (4) 23年秋にかけて再び円安進行
- (5) 24年の世界経済展望
- (6) 24年半ばにかけて国内景気の回復が強まる
- (7) 物価は鈍化継続
- 4 日本銀行の金融政策の展望
- (1) 黒田路線を踏襲した植田日銀
  - (2) 政策正常化に向かう条件
  - (3) YCCは撤廃される可能性も
- おわりに
- 「日本経済の正常化」に向けて—

## はじめに —不発なままのペントアップ需要—

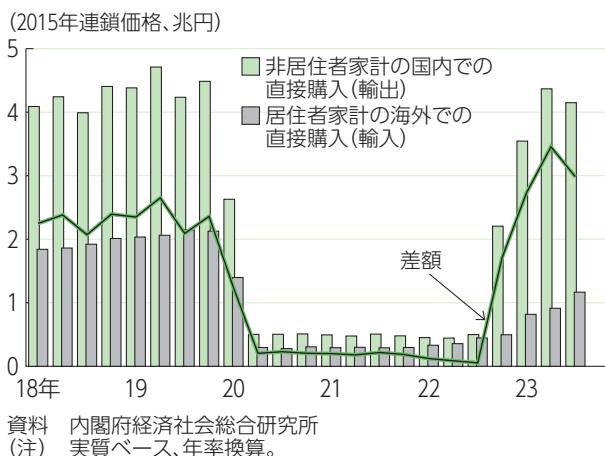
2023年初頭にピークを迎えた新型コロナウイルス感染症（COVID-19）は「第8波」が収束したことを受け、5月8日から感染症法上の位置づけが「2類相当」から季節性インフルエンザなどと同じ「5類」に移行された。22年以降、政府は新型コロナに関する様々な制限措置を漸進的に緩和していたが、5類移行を受けて国内でもウィズコロナへの移行が本格化し、コロナ禍で抑制され続けた消費活動が以前の水準まで一気に戻ることが期待された。

22年秋には水際対策が大幅に緩和されたこともあり、歴史的な円安を背景に訪日外国人は爆発的に増加、コロナ禍で打撃を受けた観光業や百貨店など大型小売店などは大幅に回復するなど、インバウンド需要は堅調さを取り戻した（第1図）。23年4～6月期までの3四半期のGDPの増加分（年率

13兆円）の3割がインバウンド需要で稼ぎ出された。しかし、インバウンド需要の関連業種では人手不足に直面、受け入れ態勢が不十分であるほか、一部の観光地ではオーバーツーリズムの問題が再燃している。

その一方、国内消費はやや様相が異なる。たしかに、コロナ5類移行によってサービス消費は回復傾向となっているが、依然としてコロナ前の水準まで戻っていない。コロナ感染が完全に終息したわけではないため、高齢者を中心に自粛的な行動が散見される。さらに、21年以降の物価高が消費者の節約姿勢を強めている。GDPベースで民間消費を確認すると、7～9月期は前期比△0.5%と2期連続の減少であり、直近ピークである19年7～9月期（消費税率10%への引き上げ前）の水準を7兆円、そして過去最高水準である14年1～3月期（消費税率8%への引き上げ前）を13兆円、それぞれ下回っている（いずれも年率換算）。欧米諸国で見られたペントアップ需要（リベンジ消費）は国内ではいまだ起きていない。

第1図 インバウンド・アウトバウンドの推移



## 1 23年の世界経済の動向

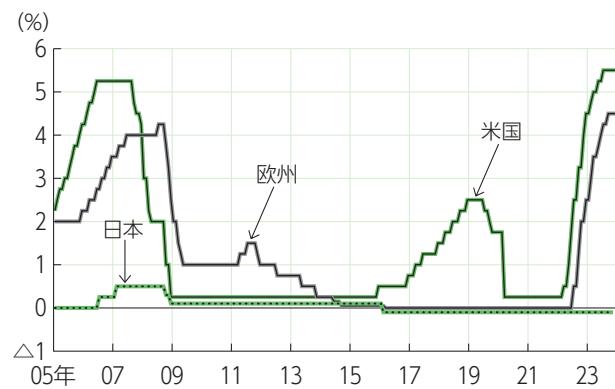
### (1) 金融引締め継続でインフレ沈静化

コロナ禍からの景気回復が急激に進んだ半面、弱体化した供給面の再構築が追いつかなかったこと、さらには半導体不足を筆頭に世界規模でサプライチェーン障害が発生したこともあり、21年以降の欧米諸国ではインフレが加速した。当初、欧米の主要中銀ではインフレは一時的な現象で、供給

面の再構築が進めば沈静化するとし、静観姿勢を続けた。しかし、21年後半以降、各中銀は非常時対応の政策運営を正常化に戻し始めた。さらに、22年入り後には、資産買入れペースの鈍化（テーパリング）や買入れ停止、利上げ再開、さらにはバランスシート縮小（QT）といった具合に、金利・量の両面から金融引き締めに乗り出した（第2図）。

こうした中、22年2月下旬にはロシアによるウクライナ侵略が始まったことで、穀物やエネルギー等の一次産品価格が急騰、インフレ圧力を一層高めた。米国の消費者物価（CPI）は22年6月には前年比9.1%へ、欧州の消費者物価（HICP）は22年10月には同10.6%へと、約40年ぶりの伸び率まで高まった。（第3図）その後、一次産品価格の沈静化や金融引き締め効果などもあり、インフレ率は鈍化に転じたものの、中銀が中期的な目標として設定する「2%」を大幅に上回った状態であったほか、食料・エネルギーを除くコア部分での物価上昇圧力が高いこともあり、23年半ばにかけて金融引き締めは断続的に強化された。米連邦準備制度（Fed）は22年3月から23年7月にかけて政策金利（フェデラル・ファンド・レート）の誘導目標を「0～0.25%」から「5.25～5.50%」へ、欧州中央銀行（ECB）は22年7月から23年9月にかけて政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を0%から4.5%へ、それぞれ引き上げた。また、中銀のバランスシートについても米国は13%、欧州は21%、ともにピーク水準から圧縮し

第2図 主要国・地域の政策金利



資料 各中央銀行の資料より作成

(注) 米国など政策金利は誘導レンジの上限。欧州は主要リファイナンス・オペ金利・日本は16年1月まで無担保コールレート翌日物、2月から補完当座預金制度適用利率を使用。

第3図 日米欧の消費者物価の推移



資料 総務省統計局、米労働省、Eurostat

(注) 日本は消費税要因を除く。

ている（いずれも23年11月末時点）。

しかし、23年後半にかけて、これまでの金融引き締めの効果が本格的に発揮されてきたことから、欧米諸国のインフレはかなり沈静化が進んだ。23年秋以降、各中銀は追加利上げを見送っており、すでにピーク金利に到達したとみられている。

## （2）欧米経済の動向

欧米中銀の本格的な金融引き締めもあり、総じて先進国経済は減速した状態が続いた。ただし、欧米間では賃金動向に違いがみら

れた。緩やかながらも実質所得が増加を続けた米国では、コロナ禍で積み上がったいわゆる「強制貯蓄」も順調に取り崩されたこともあり、個人消費に底堅さがみられ、緩やかではあるが、安定成長を続けた。もちろん、それでも金融引き締めの効果は景気抑制に働きつつあり、失業率は切り上がりつつある。

半面、実質所得が目減りしたユーロ圏では足踏みが続き、23年7～9月期には3期ぶりのマイナス成長に陥っている。また、コロナ禍からの回復が出遅れている英國経済は低空飛行が続いているおり、7～9月期にはゼロ成長であった。

### (3) 中国経済の動向

コロナ禍の下、中国政府は厳格なゼロ・コロナ政策を実施してきたが、22年12月には感染対策を大幅に緩和したことで、経済活動の活性化が期待された。3期目入りした習近平政権の下、23年は5%前後の経済成長目標を掲げられたが、消費活動はなかなか元に戻らなかったほか、不動産問題が長引くなど、不安要素を抱えた状態である。こうした経済停滞は雇用にも波及しており、夏場にかけて若年失業率は20%超となるなど、深刻な就職難を生んだ。実際、世界的なインフレ環境とは裏腹に、中国は消費者物価が前年比下落に陥るなど、国内需要の弱さが目立っている。

また、これまで中国経済のけん引役であった不動産市場の低迷は地方財政の財政難にも波及している。加えて、米中摩擦の激

化やウクライナ侵略を続けるロシアとの連携強化によって、西側諸国とのデカップリングが強まることへの警戒も高く、人民元安状態が続いた。

## 2 日本の経済政策運営

### (1) 異次元の少子化対策

23年1月、岸田首相は、少子化の問題はこれ以上放置できない、待ったなしの課題であり、4月に発足することも家庭庁の下で、今の社会において必要とされるこども政策を体系的に取りまとめた上で、6月の骨太方針までに将来的なこども予算倍増に向けた大枠を提示する方針を示した。実際、6月には「こども未来戦略方針」が閣議決定されたが、少子化をわが国が直面する最大の危機と捉え、若年人口が急激に減少する30年までに少子化トレンドを反転すべく、若者・子育て世代の所得向上に全力で取り組むほか、①構造的賃上げ等とあわせて経済的支援を充実させること、②社会全体の構造や意識を変えること、③全てのこども・子育て世帯をライフステージに応じて切れ目なく支援すること、の3つを基本理念として抜本的に政策を強化する方針を示した。

政府は少子化対策の拡充のため、26年度までの3年間で年3.6兆円程度の財源確保を目指している。その内訳については、社会保障分野での徹底した歳出改革（1.1兆円程度）、既定予算の最大限活用（1.5兆円程度）に加え、負担能力に応じた公的医療保険料への上乗せで徴収する「支援金制度」の創

設で1兆円程度を賄う考えである。支援金の徴収は26年度からということだが、現役世代に負担が偏るスキームであることは否めない。これらの関連法案は24年1月に召集される通常国会に提出される見込みである。

さらに、岸田内閣では防衛予算も大幅に増額する方針であり、27年度までの5年間で総額46兆円という目標が設定されている。23年6月には「防衛財源確保法」が成立、歳出改革、決算剰余金、国有財産の売却など、税外収入を複数年度にわたって活用できるようにするために「防衛力強化資金」を創設する運びとなっている。加えて、法人・所得・たばこの3税の増税で毎年1兆円強を確保する方針であるが、増税時期は足元の政治不信の高まりもあり、当初予定していた25年度から後ずれする見通しである。

## (2) 23年度も補正予算を編成

岸田首相は23年秋に召集された臨時国会の所信表明演説で、コストカット型経済からの完全脱却に向けて思い切った供給力の強化を3年程度集中的に講じていく、と述べた。それを受け、政府・与党は、変革を力強く進める「供給力の強化」と不安定な足元を固め、物価高を乗り越える「国民への還元」の2つを車の両輪とする事業規模37.4兆円にのぼる「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を取りまとめた。内容的には所得税・個人住民税の定額減税、住民税非課税世帯への支援、物価高対策の延長などが盛り込まれている。

これらの政策の裏付けとして23年度補正予算案が編成され、13.1兆円の追加財政支出が盛り込まれた。財源としては前年度剰余金（3.4兆円）、予備費の転用（2.5兆円）のほか、8.9兆円の追加国債発行が計上された。なお、減税分に関しては次期通常国会に24年度予算案とともに法案を提出する予定であり、24年6月頃に実施される見込みである。

政府は今回の経済対策の効果として年間の成長率を1.2ポイント程度押し上げるほか、CPI上昇率を△1.0ポイント抑制するとの試算を示している。ただし、今回の一時的な減税措置の一方で、近い将来に増税や社会保険料引き上げが想定されていることもあり、トータルでどれだけの経済押し上げ効果があるのか疑問視する意見は少なくない。

なお、補正後の23年度一般会計予算は総額127.6兆円へ拡大したが、24年度の概算要求額と要望額の合計は114.4兆円と、財政規模の膨張した状態が続くとみられる。

## (3) 日銀は断続的にYCCの運用を柔軟化

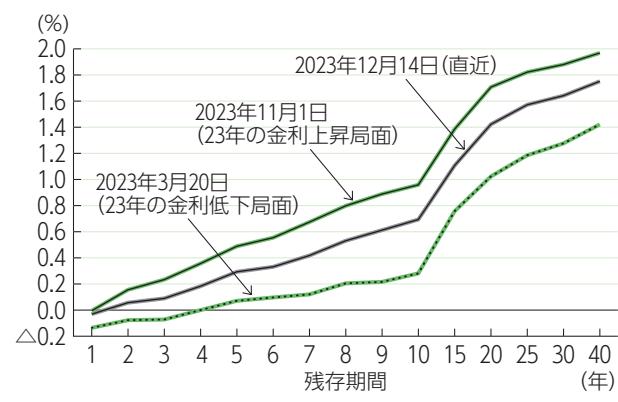
22年半ば以降、世界的なインフレ加速やそれを受けた海外中銀の利上げを受けて、国内金利にも上昇圧力が加わった。日銀は長期金利（10年物国債金利）を低位安定化させることによる効果を認めつつも、厳格に上昇を抑制することの副作用を重視、22年12月以降、長短金利操作（YCC）の運用を3度にわたり、柔軟化した。こうした政策決定について、日銀は大規模緩和を継続

するための「工夫」と説明しているが、数年後に振り返ってみた場合、政策正常化に向けた動きであった可能性は否定できない。

改めて日銀の政策運営を確認すると、基本的な枠組みは、△0.1%の短期政策金利とゼロ%程度に誘導する長期金利目標からなるYCCと、物価上昇率が安定的に2%超となるまでマネタリーベースの拡大方針を継続するという「オーバーシュート型コメントメント」から成る「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」である。このうち、長期金利の変動幅について、22年12月の決定会合で、それまでの「±0.25%程度」から「±0.5%程度」へ拡大した。23年4月には植田体制に代わったが、23年7月会合で長期金利の変動幅について「±0.5%程度」を目途とし、10年物国債について1.0%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日実施すると、1.0%までの金利上昇を容認することとなった。さらに、10月会合では長期金利の操作目標を引き続きゼロ%程度としつつも、その上限の目途を「1.0%」とし、長期金利が1.0%を上回って推移することを事実上容認する格好になった。

世界的にインフレ沈静化を最優先に政策運営をしてきた主要中銀による金融引き締めの結果、21年以降、海外の金利水準は上昇傾向を辿ってきた。一方、国内では10年金利の上限にキャップをかけてきたが、上述した一連の決定もあり、イールドカーブ全体は上方シフトすることとなった（第4図）。

第4図 イールドカーブの形状の変化



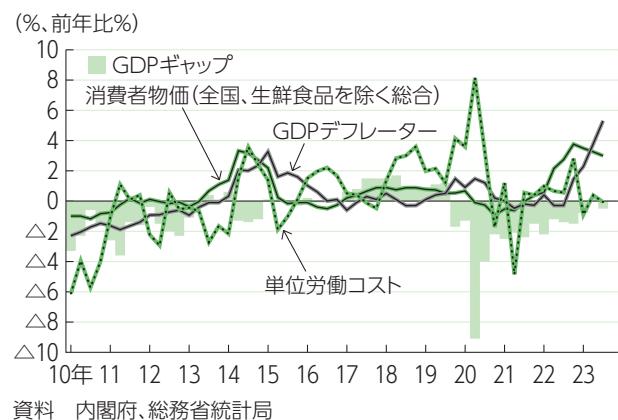
資料 財務省

### 3 国内経済の現状と展望

#### (1) 沈静化に向かったインフレ

21年度下期以降、原油高や円安進行の影響を受けて輸入物価が上昇傾向を強め、エネルギーや食料品を中心に値上げ圧力が高まった。それでも21年度内は菅政権が推し進めた携帯電話通信料の引き下げにより、全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比1%弱の上昇率にとどまっていた（第5図）。しかし、22年度入り後は携帯電話通信料要因が剥落したことで、

第5図 日本の物価動向



一気に同2%台まで上昇率を高めた。その後も、原油など資源価格の上昇や内外金利差の拡大を背景とした円安などにより、エネルギー、食料、日用品など幅広い分野での値上げが進行した。

こうした中、政府は22年1月からガソリンなど燃料油価格の抑制策（激変緩和措置）を発動させたほか、23年入り後には電気・ガス料金の抑制策を導入するなど、物価高対策を継続している。また、22年秋に一時1ドル=152円近くまで進んだ円安が一服する動きを見せたこともあり、全国消費者物価は23年1月に前年比4.2%まで上昇率を高めた後、緩やかな鈍化傾向を辿った（23年9月には同2.8%まで鈍化）。

一方、国内部門の価格転嫁の進展を示すGDPデフレーターについては、22年10～12月期に前年比プラスに転じて以降、上昇率が加速度的に高まり、23年7～9月期には同5.3%となった。輸入インフレが沈静化する中、これまでのコスト上昇分が時間差を伴って国内需要デフレーターの上昇を引き起こしたことで、価格転嫁が進んだ格好となった。

## （2）物価高が消費回復を阻害

一方、消費に目を転じると、物価高止まりの影響が悪影響を及ぼしていることは否めない。冒頭で振れた通り、23年度はウィズコロナ移行への期待が高まったが、年度上期の民間消費は2期連続で減少するなど、勢いがない。その主因として実質家計所得の目減りが挙げられるだろう。政府の後押

し、さらには人手不足を背景に、最近は賃上げの機運が高まっている。厚生労働省によれば、23年春闘では主要企業の定期昇給相当分を含む賃上げ率は3.60%と、22年（2.20%）から大きく上昇、1993年（3.89%）以来、30年ぶりの伸びとなった。好業績を背景に、23年夏季賞与も前年比2.0%（支給事業所ベース）と2年連続で増加したこともあり、名目賃金も上昇傾向で推移している。しかし、上述の通り、物価高の影響により、実質賃金は22年4月以降、下落状態にある。ウィズコロナ移行により、4年ぶりに制限のない夏となり、コロナ禍の下で抑制してきたサービス消費が回復する場面も見られたが、家計の実質購買力の目減りによって消費者の節約志向も強まり、消費全体としては盛り上がりを欠いた動きとなった（第6図）。

## （3）23年度入り後、民間設備投資の減少続く

以下、消費以外の指標も確認したい。まず、生産・輸出については、半導体不足な

第6図 賃金と物価の推移



ど「供給の混乱」の解消に伴い、自動車の挽回生産が軌道に乗ったこともあり、23年上期にかけて欧米向けの自動車輸出は堅調に推移した。一方で、世界的な半導体不況の影響、さらには中国経済の停滞もあり、資本財・中間財などの輸出は低調だった。鉱工業生産指数は22年8月をピークに低下基調となっている。ただし、円安効果や交易条件の改善などもあり、製造業の業績は底堅かった。また、ウィズコロナの浸透もあり、コロナ禍で大打撃を受けた対面型サービス業を中心に、第3次産業は回復基調をたどった。

民間設備投資については、政府のGX・DX推進策もあり、日銀短観などの23年度設備投資計画調査は非常に高い数値となっている。しかし、23年度入り後はGDPベースで減少傾向となるなど、実際の設備投資は弱い動きとなっている。

このような景気情勢を受けて、雇用関連指標の改善は足踏みが見られた。23年10月までの1年間で失業者は3万人減、雇用者は8万人増にとどまった。また、企業の入手不足感は根強いものの、求人数は減少傾向で推移し、22年末には1.36倍まで改善した有効求人倍率も23年夏場にかけては1.3倍を割る場面もあった。

#### (4) 23年秋にかけて再び円安進行

日米金融政策の方向性の違いが意識され、21年以降の為替レートは円安傾向が続いている。22年秋には32年ぶりの1ドル=150円台まで円安が進行、政府は2度にわたり、

円買い介入を実施したほか、米CPIがピークアウトしたことで今後の利上げペースが緩和するとの観測が強まることで、23年初にかけて130円前後まで円高方向に戻した。

しかし、米Fedはその後も市場見通しを上回る水準まで利上げを続けた一方で、植田日銀が黒田路線を踏襲して大規模緩和を粘り強く継続する方針を示したことで、再び円安圧力が高まった。財務省が「必要な場合には断固たる手段をとる用意がある」と牽制する中、11月上旬にかけて再び152円に迫る水準まで円安が進行した。

一方、年末にかけては米Fedの利上げ打ち止め観測が強まったほか、日銀がマイナス金利政策を解除するとの見方が強まることもあり、円高方向に戻す展開となった。

#### (5) 24年の世界経済展望

23年11月に発表された経済協力開発機構(OECD)の世界経済見通しによれば、コロナ禍からのリバウンドが一巡した22年の世界全体の経済成長率が3.3%の成長だったのに対し、23年は2.9%、24年は2.7%と、減速傾向が続くとの予測が示された。これまでの金融引き締めの効果が強まることを主因に挙げている。リスク評価として、OECDは依然として下振れリスクが高いとしている。特に、イスラエルとハマスとの紛争といった地政学的リスクの高まりを指摘しており、今後のエネルギー動向や世界貿易への悪影響を懸念している。

なお、欧米地域の金融政策に関しては、各中銀はインフレ沈静化を最優先する態度

を表明しており、24年入り後もしばらくは現行の政策金利を続けるとみられるが、年央には利下げに転換するものと思われる。政策正常化の一環として実施している中銀バランスシートの縮小方針（QT）に関しても、柔軟な運用となる可能性もあるだろう。

こうした影響もあり、25年の世界経済は3.0%成長へ持ち直すとの見通しだが、13～19年の平均成長率3.4%と比べると低調であることは否めず、世界経済は総じて回復感が乏しい状況が続く可能性が示唆されている。

#### (6) 24年半ばにかけて国内景気の回復が強まる

ウィズコロナ浸透もあり、足元10～12月期もインバウンド需要やサービス消費の回復が継続するとみられる。しかし、低調な世界経済情勢や全国消費者物価の高止まりによる消費抑制は順調な景気回復を阻害するだろう。24年入り後には、これまでの金融引き締め効果が本格化することで欧米経済の減速が一段と強まる見込みであるほか、中国経済の低調さも残るとみられ、輸出・企業設備投資は弱い動きが続くと予想される。また、しばらく国内物価が下げ渋ることから実質所得の目減りはなかなか解消されず、民間消費は盛り上がりを欠いた動きとなるだろう。23年度の日本経済は1.4%成長が見込まれる（上期実績は前期比1.1%、下期は

同△0.6%）（第1表）。

24年度についても、上期を中心に海外経済の停滞が続くことが見込まれるほか、物価の高止まりも解消せず、引き続き消費行動を下押しするものとみられ、景気回復感の乏しい状態が続くだろう。しかし、年央には米Fedが利下げに転換するとみられるほか、中国政府の景気テコ入れ策などもある

第1表 日本経済見通し

	単位	22年度 (実績)	23 (予測)	24 (予測)
名目GDP	%	2.3	5.3	2.0
実質GDP	%	1.5	1.4	1.0
民間需要	%	2.7	△0.3	1.1
民間最終消費支出	%	2.7	△0.0	0.9
民間住宅	%	△3.4	1.7	△0.1
民間企業設備	%	3.4	△0.7	2.2
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	△0.2	△0.0
公的需要	%	△0.1	1.2	1.2
政府最終消費支出	%	1.4	0.8	1.2
公的固定資本形成	%	△6.1	2.4	1.3
輸出	%	4.7	2.8	1.2
輸入	%	7.1	△3.2	2.0
国内需要寄与度	ポイント	2.0	0.1	1.2
民間需要寄与度	ポイント	2.0	△0.2	0.9
公的需要寄与度	ポイント	△0.0	0.3	0.3
海外需要寄与度	ポイント	△0.5	1.2	△0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.8	3.8	1.0
国内企業物価(前年比)	%	9.5	2.3	0.1
全国消費者物価(〃)	%	3.1	2.9	2.2
完全失業率	%	2.6	2.6	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	△0.3	△1.2	△0.0
経常収支	兆円	9.2	26.2	26.6
名目GDP比率	%	1.6	4.4	4.4
為替レート	円/ドル	135.4	144.8	141.3
無担保コールレート(O/N)	%	△0.02	△0.05	△0.01
新発10年物国債利回り	%	0.29	0.65	0.88
通関輸入原油価格	ドル/バレル	102.6	82.4	80.0

資料 内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成  
(注) 1 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

2 無担保コールレートは年度末の水準。

3 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

って、世界経済の回復期待が高まっていくだろう。また、賃上げの機運が継続する中、物価沈静化が進むことで家計の実質購買力の目減りが止まり、国内景気も回復傾向を強めるだろう。24年度は1.0%成長（上期は前期比0.5%、下期は同1.6%）と予想する。

こうした景気情勢を受けて24年後半にかけて失業率は低下していき、人手不足は一段と深刻になるだろう。

#### （7）物価は鈍化継続

欧米諸国と同様、国内物価は既に鈍化傾向にある。今回の国内物価の上昇は輸入インフレを主因としたものであるが、輸入物価は23年度に入り、前年比下落に転じている。一方、国内事業者は投入コストの上昇分について時間差を伴いながら出荷価格に転嫁をしていったことから、国内物価はしばらく高止まりが続いたが、それでも23年秋には企業間取引価格の上昇がほぼ終息した。

一方で、サービス分野に関しては、人件費上昇や旺盛な需要を背景とした値上げの動きがむしろ強まる可能性がある。とはいっても、24年4月まで延長された政府の物価高対策の再々延長の可能性などを踏まえると、今後とも緩やかながらも物価上昇率の鈍化傾向をたどり、24年度下期には2%割れとなることもありうるだろう。

## 4 日本銀行の金融政策の展望

### （1）黒田路線を踏襲した植田日銀

金融市場では24年入り後の早い段階でYCCの撤廃やマイナス金利政策の解除など、金融政策の正常化が本格化するといった見方が根強い。しかし、筆者は政策正常化に向けたハードルはなお高いとみている。

まず、日本の金融政策を展望するにあたり、「明確な金融引き締めをしたわけでもないのに、足元の国内物価は鈍化している」というファクトを冷静に捉えるべきであろう。欧米中銀が金融引き締めを本格化させる中、大規模緩和を続けたことが円の全面安を促し、それがさらなる物価高を誘発したことは間違いない。しかし、輸入インフレによって実質購買力が低下する状況で、仮に日銀が金融引き締めを行った場合、国内景気には相当の下押し圧力がかかっていた可能性は否定できない。欧米諸国のようにペントアップ需要の急拡大がインフレの一因だったわけではなく、むしろ賃上げが物価高に追い付かず、消費が低迷したままの日本経済の実情を踏まえれば、「賃金上昇を伴った持続的・安定的な2%の物価上昇」の早期実現を目指す日銀が欧米中銀に追随して利上げをするという選択肢はなかったと思われる。

### （2）政策正常化に向かう条件

繰り返しになるが、23年10月に開催された金融政策決定会合では長期金利が1%を

上回って推移することを容認した半面、YCCやマイナス金利政策、さらにはコアCPIが安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」は維持された。同時に公表された「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の物価見通しによれば、23年度（前年度比2.8%）に続き、24年度も同2.8%と、2%超の状態が続くとする一方、25年度は同1.7%と、再び2%を割り込む予想であった。今なお大規模緩和の枠組みを継続しているということは、25年度の2%割れは一時的なものではなく、近い将来において物価安定目標を持続的・安定的に実現できることを確信するには至っていない、とみられる。

改めて当総研の日本経済・物価に関する見通しをまとめると、①世界経済の停滞、物価高による消費抑制などもあり、24年半ばまで国内景気は足踏みを続ける、②物価は鈍化傾向をたどり、24年度下期には2%割れとなる、③「賃上げの機運」は大企業を中心に維持されるが、中小企業などは恒久的な固定費押し上げにつながる給与水準のベースアップにはなお慎重、④欧米中銀の利下げ転換により、24年の為替レートは円高傾向、といったものであり、金融政策の正常化を推し進めるに適した環境ではないと見ていく。

さて、「マイナス金利政策」は導入当初から評価の分かれる政策であった。マイナス金利政策はデフレ環境下において実質金利を自然利子率以下に押し下げることで需要

喚起を狙ったものといえるが、イールドカーブ全体が過度にフラット化してしまい、金融機関経営に悪影響を与えたことは確かであろう。そして、現時点では予想物価上昇率の高まりもあり、実質金利はマイナス状態にある。それゆえ、マイナス金利政策そのものの効果はもはやないのかもしれない。ただし、デフレ脱却の切り札として登場させたことを踏まえれば、デフレからの完全脱却が実現できていない段階での解除は「導入判断の誤り」を認めることにもなりかねない。そもそも「利上げ」という意味もあるだけに、需給ひっ迫で物価が上振れするのを抑制するという名目も必要であろう。

実際に日銀がマイナス金利政策の解除といった政策正常化を始めるには、少なくとも物価が2%前後で安定的に推移することに確信を持つことが重要で、その必要条件として給与水準のベースアップを左右する春闘の妥結結果が4%前後まで高まること等が求められる。そういう意味で、展望レポートでの「26年度物価見通し」が鍵を握るだろう。24年4月には26年度見通しが示されるが、25年度の2%割れは一時的なのか否か、といった情報が展望レポートの数字から推察可能である。市場参加者は春闘の結果とともに、日銀の物価見通しも注目することになるだろう。

### (3) YCCは撤廃される可能性も

日銀が長期金利操作を大幅に緩和したことで、YCCは半ば形骸化されたほか、海外

からの金利上昇の波及も弱まっている。日銀は長期金利の変動について市場に委ねる方向に舵を切ったこともあり、YCCは24年度内のいずれかの時期に撤廃される可能性もあるだろう。それゆえ、国内長期金利は居所を模索する動きが続くとみるが、24年度末にかけて1%前後まで上昇すると予想する。

なお、日銀は長期金利の上限を明確には示していないが、1%に近づく場面では国債買入れの増額や機動的なオペ運用で金利上昇スピードを抑えるように動くだろう。一方、欧米地域において早期利下げ観測が浮上する場面では金利低下圧力が強まる可能性もある。

### おわりに —「日本経済の正常化」に向けて—

23年4月に日銀の代替わりがあったこともあり、この1年は日銀の金融政策正常化への注目が高かった。債券市場の市場機能や金融機関経営に過度な負担をかけている「大規模緩和」は一刻も早く解除してほしいと願う関係者が多いのは純然たる事実だ。しかし、財政政策についてみた場合、経済状況と関係なしに、財政健全化を進めようとしてもうまくいかなかったことは、この数十年の財政運営の経験が物語っている。金融政策も然り。2000年のゼロ金利政策解除、06年の量的緩和政策解除は、いずれも時機が早過ぎたがために、後々、さらに大掛かりな金融緩和を余儀なくされたのであ

る。今回は決して判断ミスをすべきではない。異例の金融政策、膨大な財政赤字の存在は日本経済が不調であることに依っており、根本的原因であるデフレ経済、もしくはコストカット型経済からの完全脱却が果たされなければ、数年後にまた同じようなことが繰り返される可能性は否定できない。

また、23年は「異次元の少子化対策」にも関心が集まった。4月1日には子どもに関する施策（少子化対策、子育て支援、貧困対策、いじめ対策、虐待防止、ひとり親家庭支援など）を総合的に推進することを目的に「こども家庭庁」が発足、社会全体で子どもの健やかな成長を後押しする体制が整った。本文中でも触れたが、30年までに少子化トレンドを反転できなければ、人口減少を食い止められなくなり、持続的な経済成長の達成も困難になるとの危機意識の下、政府は様々な取り組みをしてきた。近年では、ジェンダーギャップが少ない国ほど出生率は高まる傾向にあることから、男性の積極的な家事・育児参加などが求められている。22年の「育児・介護休業法」改正では、従業員数1,000人超の企業について男性の「育児休業等の取得率」または「育児休業等及び育児目的休暇の取得率」の公表を義務付けるなど、企業に男性が育児休業を取得しやすい環境整備を求めている。このように日本の育児休業制度は世界で最も先進的なものとなった半面、取得率は17.13%（22年度、厚生労働省調べ）と低調であり、政府目標（25年までに50%）までに相当な距離がある。また、22年版の男女

共同参画白書では「もはや昭和ではない」とし、同じく23年版では「男性は仕事、女性は家庭」の昭和モデル」から、すべての人が希望に応じて、家庭でも仕事でも活躍できる社会、「令和モデル」への切り替えを求めている。

とはいっても、掛け声だけで世の中が動くわけではない。また、雇用者サイドがそれを求めたからといって、実現するものでもない。「雇い主」である企業経営者がその実現に向けて動くかにかかっているといっても

過言ではない。前段のコストカット型経済からの転換もそうであるが、少子化対策に向けた環境作りにおいて決定的に重要なポジションにいるのが企業経営者である。悲観論が漂う日本の経済・社会を、明るい希望を抱ける新しいステージに移行させるには、彼らの決断に掛かっているのである。

(2023年12月14日脱稿)  
(みなみ たけし)

