



2024 年 10 月 2 日

**金融政策の錯綜と運営への課題****公益財団法人国際通貨研究所 客員研究員**  
**ロンドン大学経済博士 円居総一****政策転換の錯綜と混乱**

植田総裁就任から 1 年余を経た 7 月末の政策決定会合で、日銀は政策金利の引き上げとともに金融正常化に向けた利上げ姿勢を明確に打ち出した。だが、それは景気動向と内外経済環境に照らして拙速感を否めず、それまでの利上げ慎重姿勢からの突然の転換は市場をパニック的混乱に陥れる結果となった。株式市場はリーマン・ショック時の下落を上回り、円・ドル相場は、キャリー・トレードの巻き戻しが加わって 160 円/ドル弱の水準から 141 円台/ドルまでの円の反転急騰という大混乱に市場は陥った。

「金利のある正常な金融市場」に向けた金融正常化が志向されるべきことには誰も異論はなかろう。しかし、長期金利の直接制御にまで踏み込み、金利のない世界で金融市場の機能不全を構造化してきた長期に亘るこれまでの異次元緩和のツケは重い。円安とゼロ金利を軸にデフレからの脱却を志向した政策であったが、貿易構造とともに国際収支構造の大きな変化の中で円安の景気効果は限られ、資本取引が主体となった国際収支構造下で内外金利差要因から円安が加速。経済は、デフレ脱却どころかスタグフレーション（不況下での物価上昇）の様相さえ呈していた。

そうした中で、植田総裁は、昨年の就任後、YCC の段階的撤廃を匂わせながら長期金利の「0.5%程度」での柔軟な国債管理運用を手始めに、金融正常化は内外情勢を見ながら慎重に進めてきた。それは昨年 8 月の本メルガマでも既述の通りである。

想定外の市場の混乱に直面して、日銀は内田副総裁が火消しに走り、「株価と為替の混乱が続く間は利上げしない。円安による物価上昇リスクは円安の急激な解消によりなくなった、総裁もこれを共有する」との趣旨の発言が伝えられると、混乱は一応沈静化をみた。しかし、政策決定会合の決定を副総裁が事実上修正するという事態の展開は日銀の政策運営の在り方への疑念を生み、折からの米国景気の変調の兆しと FRB の今後の利下げへの思惑とも重なって市場は先行き不透明な状況が続いている。

## 金融政策の限界と政策運営

金融政策には一般的に2つの限界がある。1つは「ゴム紐」に例えられる、引き締めと緩和効果の非対称性である。景気引き締め効果は高く即効性があるが、緩和効果は低く時間を要する。第2は、自由な資本取引と自律的金融政策および為替管理は同時成立しないという国際金融の政策ジレンマに根差す限界である。これら基本的限界の枠内で異次元緩和の大きなツケを背負いながら日銀は金融の正常化に向けて極めて慎重に利上げへの環境整備を進めてきた。この踏襲の今回政策金利を0.25%に引き上げたが、誘導上限からの引き上げ幅は0.15%と無理のない上げ幅であった。市場の混乱を招いたのは、それよりも今後の利上げへの政策姿勢の転換、いわゆるタカ派への転換を示唆する先行き0.5%を上回る金利水準を目指すという利上げ姿勢を明確に打ち出したことである。

この突然の利上げ姿勢の鮮明化は景気展開、マクロ経済状況に照らし勇み足であった。経済全体の需給格差としてのGDPギャップは昨年の一時期を除きマイナス（需要過少）で先行きもその継続が予測（日経センター）される状況にあった。実際、実質賃金の長期マイナス基調が続き、実質消費はプラス転換が見込みがたく、自然利子率は引き続きマイナス領域にあることを示唆する状況にあった。予期せぬ利上げ姿勢の転換は、株価の暴落とともに、プログラムトレーディングと相待った円キャリー・トレードの巻き戻しから大幅な円高戻しとなる一方、株価は、リーマン・ショック時を上回る下げを記録し、世界市場も混乱に陥れる結果となった。

【GDPギャップ(内閣府ベース)】



出所. 日本経済研究センター、原データ、内閣府月例経済報告、2024年8月。

この展開は今後の政策運営に重要な示唆と課題を残したと言えよう。1つは、より積極的な市場の誘導とコミュニケーションを取り入れる必要性である。日銀は、先を見据えたフォアドルッキングな金融政策運営指針を長期的均衡成長域（潜在成長率とGDPギャップ、ゼロ）での物価上昇率2%を達成目標として運営してきた。こうした中長期的フォワードガイダンスのベースとして、その他、期待の変化を取り込んだフォワード

ルッキング・モデル（動学的確率的一般均衡モデル、DSGE モデル）や自然利子率からのアプローチがあるが、前者は経済主体の行動の合理的同質性を前提とするものでマクロレベルでの実用性に問題があり、近年は、自然利子率アプローチの活用や模索が世界的に広がっている。ただ、その推計の難しさもあって参考の域に留めている。そして、中長期の視点からの政策運営目標の達成に至る政策金利の判断等短期的な政策運営においては、足元までの経済データに基づき、判断をしている。しかし、統計と実態は早くても1か月以上、そして金融政策の効果が表れるまでにも相当なタイムラグがある。ここに言う先を見た政策運営とは、景気の展開等の先行き展望を加えて判断、運営を行うことである。その際、ベースとなる景気展開に関しての展望を標準シナリオと上下のケースを含めて市場により丁寧に開示していく。さすれば、それを通して中央銀行の見方が市場にも共有され、政策意図の浸透を図りやすくして余計な混乱を抑制していくことにも繋がる。政策目標を潜在成長率域での2%の安定的物価上昇率に置くことに変わりはないとみられるが、その目標の進捗を、タイムラグを伴う足元の指標から機械的に判断しても景気展開や市場との認識ギャップを広げ、政策目標の達成を却って難しくすることにもなりかねない。

### 情報共有の拡大を

今回の前触れなき政策対応は、年初から加速的に進んだ円安とインフレへの強い社会的懸念に根差すものであったことは明らかだが、大混乱を招きながらも結果的には、これまでの巧みな市場介入とも相まって円安阻止には奏功した。しかし、それは今後の政策運営には大きな禍根を残した。

為替を政策目標に組み入れることは資本移動が自由の現在において、金融政策の自立性と矛盾する目標となることは、国際金融のトリレンマ論を待つまでもなく日銀も十分承知のところであろう。社会的政治的要請の他に、それでも為替目標に踏み込んだのには、円安に伴う物価目標2%を超える歪なインフレの進行を防ぐ意味合いがあったと見られる。結果的に円安進行は阻止された。しかし、それは日銀の独立性への信頼を自ら損ない、政策の独立性に大きな禍根を残したと言わざるを得ない。

そもそも為替は、経済活動の集約としてのマクロ指標であり、それを直接的な政策目標の1つとすることは適さない。物価目標との兼ね合いで政策目標としたというのならそうした硬直的な政策運営にこそ問題があったと言えよう。長期的な物価目標は維持しながらも、硬直的な運用ではなく、経済の動向を見据えつつ柔軟かつ機動的に政策運営を図っていく必要がある。この意味でも、先行きに対して市場との情報共有を広げ、市場のシグナルの取り込みを含めて政策目標達成に向けた機動的な金融政策を展開し、それを通して市場の信頼を不断に高めつつ市場をリードし、金融正常化への歩みを着実に進めていくことが必要であろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>