

2023 年 7 月 28 日

特別勘定運用部

## 日銀のイールドカーブ・コントロール運用柔軟化

- ◇ 日銀は 7 月 27・28 日に開催した金融政策決定会合で、大規模な金融緩和政策の枠組みを維持しつつ、イールドカーブ・コントロールの運用を柔軟化することを決定しました。
- ◇ 日銀は 2%の『物価安定の目標』の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていないとの判断のもと、粘り強く金融緩和を継続するとの意向を示しており、経済・物価を巡る不確実性が高いなか、イールドカーブ・コントロールの運用を柔軟化することで、金融緩和の持続性を高めるとの考えが示されました。
- ◇ 金利はボラティリティの高い展開が続きやすいものと考えられ、また今後金融政策正常化観測が高まる展開には注意が必要だと考えますが、緩和的な金融政策スタンスは当面維持され、10 年国債利回りがレンジを大きく切り上げる展開は見込みづらいと考えられます。

## 【日銀はイールドカーブ・コントロールの運用柔軟化を決定】

- ・ 日銀は 7 月 27・28 日に開催した金融政策決定会合で、イールドカーブ・コントロールの運用を柔軟化することを決定し、長期金利の変動幅について「 $\pm 0.5\%$  程度」を「目途」とし、10 年国債利回りの連続指値オペの水準を従来の 0.5% から 1.0% に引き上げました。
- ・ 一方、日銀は当座預金金利を  $\uparrow 0.1\%$ 、10 年金利の目標を 0% で据え置くとともに、「マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2% を超えるまで、拡大方針を継続する」とのコミットメントも据え置きました。
- ・ 日銀は公表した声明文において、インフレは「4 月の展望レポートの見通しを上回って推移」しており、また「春季労使交渉などを背景に、賃金上昇率は高まっている」、「企業の賃金・価格設定行動に変化の兆しが窺われ、予想物価上昇率も再び上昇する動きがみられる」との認識を示しました。こうしたなか、「今後も上振れ方向の動きが続く場合には、実質金利の低下によって金融緩和効果が強まる一方、長期金利の上限を厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じるおそれがある」との認識のもと、イールドカーブ・コントロールの運用を柔軟化することが適当であるとの考えが示されました。

(図表 1) 国内 10 年金利の推移



(出所) Bloomberg

## 【イールドカーブ・コントロールの運用柔軟化の背景】

- 公表された展望レポートで示されたコアインフレ（消費者物価指数（除く生鮮食品））見通しでは、輸入物価上昇を起点とする価格転嫁等を反映して 2023 年度は大幅に上方修正されたものの、2024 年度と 2025 年度は 2%を下回る水準で概ね不変となっており、2%の『物価安定の目標』の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていないとの認識が示されています。また植田総裁も金融政策決定会合後の記者会見において「目標達成にはまだ距離がある」との認識を改めて示しました。
- 一方、展望レポートでは今後のインフレ見通しについて「2023 年度と 2024 年度は上振れリスクが大きい」との見解も示されており、イールドカーブ・コントロールの運用柔軟化により、今後景気・物価が上振れる場合には、長期金利の上限を厳格に抑えることにより生じる実質金利の過度な低下等を背景とした市場機能等への影響の軽減が期待される一方、景気・物価が下振れる場合には、イールドカーブ・コントロールの枠組みのもとで長期金利が低下することで、金融緩和の持続性を高めることができるとの考えが示されています。

（図表 2）2023 年 7 月の展望レポート（政策委員見通しの中央値）

	2023年度			2024年度			2025年度		
	7月時点	4月時点	変化	7月時点	4月時点	変化	7月時点	4月時点	変化
実質GDP 成長率	1.3%	1.4%	▲0.1%	1.2%	1.2%	±0.0%	1.0%	1.0%	±0.0%
消費者物価指数 （除く生鮮食品）	2.5%	1.8%	0.7%	1.9%	2.0%	▲0.1%	1.6%	1.6%	±0.0%
消費者物価指数 （除く生鮮食品、 エネルギー）	3.2%	2.5%	0.7%	1.7%	1.7%	±0.0%	1.8%	1.8%	±0.0%

（出所）日銀

## 【今後の見通し】

- イールドカーブ・コントロールの運用柔軟化の決定を受けて、10 年国債利回りは 0.5%を上回る水準まで上昇しており、また日銀の国債買入による影響を受けない 10 年 OIS レートは足元で 0.7%を超える水準まで上昇していることなどから、10 年国債利回りもさらなる上昇余地はあるものと考えられます。また現時点では日銀が想定している金利水準や金利上昇スピードは不明であることなどから、金利は当面ボラティリティの高い展開が続きやすいものと考えられます。
- しかしながら、今回の政策決定会合では 2023 年 7-9 月の国債買入計画も修正され、1 回あたりオファー金額上限について「3-5 年」は 7,250 億円から 7,500 億円に、「5-10 年」は 8,750 億円から 9,000 億円にそれぞれ増額されているほか、植田総裁も記者会見で「10 年国債利回りが 0.5～1.0%のゾーンでは、長期金利の水準や変化のスピードに応じて機動的なオペで対応する」としていることなどから、10 年国債利回りの急速ペースでの上昇は許容されないものと考えられます。また、2%の『物価安定の目標』の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていないとの認識のもと、日銀の緩和的な金融政策スタンスは当面維持されるものと考えられることなどから、10 年国債利回りがレンジを大きく切り上げる展開は見込みづらいと考えられます。
- ただし、今後賃金上昇圧力の高まりなどを通じて、物価安定目標の実現に近づいたと判断される場合等には、金融政策正常化開始への観測が高まり、イールドカーブ・コントロールを維持することが困難となる展開も想定されるため注意が必要です。

以上