

特勘★MarketReport-special-

2023 年 10 月 31 日

特別勘定運用部

日銀はイールドカーブ・コントロールの運用のさらなる柔軟化を決定

- ◇ 日銀は 10 月 30・31 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のさらなる柔軟化を決定しました。
- ◇ 日銀は「経済活動を支え、賃金が上昇しやすい環境を整えていく」ために粘り強く金融緩和を継続する意向を示した一方、「円滑な長期金利形成が行われるよう、イールドカーブ・コントロールの運用において、柔軟性を高めておくことが適当」との判断を示しました。
- ◇ 国内 10 年国債利回りは、目先は米国 10 年国債利回りが 5% を大きく上回る場合等には 1% を試す展開も想定されるものの、1% を大幅に上回る水準までレンジを切り上げる展開は見込みづらいものと考えられます。ただし今後の日銀のオペ運営には不確実性が残り、またインフレ圧力の持続等を背景にさらなる政策正常化観測が高まる展開には注意が必要です。

【日銀はイールドカーブ・コントロールの運用のさらなる柔軟化を決定】

- ・ 日銀は 10 月 30・31 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さらに柔軟化し、長期金利の事実上の上限であった 1% を「めど」とすることを決定しました。
- ・ 一方、日銀は当座預金金利を▲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で、インフレは「7 月の展望レポートと比べて上振れている」としつつも、「主因は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が長引いていることや、このところの原油価格の上昇」にあるとし、賃金と物価の好循環が強まるまで粘り強く金融緩和を継続する必要があるとの認識を示しました。しかし「内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、今後の情勢変化に応じて、金融市場で円滑な長期金利形成が行われるよう、長短金利操作の運用において、柔軟性を高めておくことが適当」であり、「原則として毎営業日 1.0% の利回りで連続指値オペを実施し、長期金利の上限を厳格に抑えることは、強力な効果の反面、副作用も大きくなりうる」との判断のもと、今後は毎営業日の 1.0% での連続指値オペの実施を廃止し、「大規模な国債買入れと機動的なオペ運営を中心に金利操作を行う」方針が示されました。

(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のさらなる柔軟化の背景】

- ・植田総裁は記者会見でイールドカーブ・コントロールの運用のさらなる柔軟化は、国内物価の上振れのほか米国金利の上昇の影響が大きいと認めたことなどから、海外金利の上昇リスクを考慮した予防的な修正と考えられます。
- ・また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、「既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残るもとで、このところの原油価格上昇の影響等」を反映して2023年度・2024年度は2%を上回る水準で推移する見通しが示され、2025年度の見通しも上方修正されています。しかしながら、2025年度のコアインフレ見通しは依然として2%を下回っており、植田総裁は記者会見で「現時点で持続的・安定的な物価目標実現を十分な確度で見通せない」と述べたことなどから、今後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なるまで日銀は慎重な政策運営を継続するものと見込まれます。

（図表 2）2023 年 10 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		
	10月時点	7月時点	変化	10月時点	7月時点	変化	10月時点	7月時点	変化
実質GDP 成長率	2.0%	1.3%	+0.7%	1.0%	1.2%	▲0.2%	1.0%	1.0%	±0.0%
消費者物価指数 （除く生鮮食品）	2.8%	2.5%	+0.3%	2.8%	1.9%	+0.9%	1.7%	1.6%	+0.1%
消費者物価指数 （除く生鮮食品、 エネルギー）	3.8%	3.2%	+0.6%	1.9%	1.7%	+0.2%	1.9%	1.8%	+0.1%

（出所）日銀

【今後の見通し】

- ・7月のイールドカーブ・コントロールの運用柔軟化決定以降、国内金利は長期ゾーンを中心に米国金利との連動性が高まっています。FRBは堅調な米国経済等を背景に引き締め的な金融政策スタンスを長期間維持する方針を示しており、国債発行増加や量的引き締めなどを背景に需給悪化懸念もくすぶっていることなどから、米国金利が目先低下トレンドに転じる展開は想定しづらい状況です。
- ・また市場では今後、10年国債利回りが上昇するにつれてイールドカーブ・コントロールの運用がさらに見直されるのではないかとその思惑が高まり、イールドカーブ・コントロールの早期撤廃も意識されやすくなると考えられるほか、賃金上昇等を背景としたインフレ圧力の持続等を受けてマイナス金利政策解除等の政策正常化に対する注目も集まるものと考えられます。
- ・しかしながら米国では、長期金利上昇等を背景に金融環境が引き締まっているなか、超過貯蓄の減少等も背景に今後景気の減速感が強まり、FRBの2024年の利下げ観測の高まりなどをを受けて金利はピークアウトしていく展開も想定されます。また日銀は粘り強く金融緩和を継続する意向を示しているほか、植田総裁は記者会見で「長期金利の厳格な上限は設定しないが、長期金利に上昇圧力がかかる場合であっても1%を大幅に上回るとはみていない」と述べており、国内10年国債利回りが1%程度まで上昇する場合には大規模な国債買入れや機動的なオペが実施されるものと考えられます。
- ・そのため国内10年国債利回りは、目先は米国10年国債利回りが5%を大きく上回る場合等には1%を試す展開も想定されるものの、1%を大幅に上回る水準までレンジを切り上げる展開は見込みづらいものと考えられます。ただし今後の日銀のオペ運営には不確実性が残り、またインフレ圧力の持続等を背景に政策正常化観測が高まる展開には注意が必要です。

以上