

2024 年 3 月 19 日

特別勘定運用部

## 日銀はマイナス金利政策等の大規模な金融緩和政策の解除を決定

- ◇ 日銀は 3 月 18・19 日に開催した金融政策決定会合で、マイナス金利政策やイールドカーブ・コントロール等の大規模な金融緩和政策の解除を決定しました。
- ◇ 日銀は、賃金と物価の好循環の強まりが確認されてきており、「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったとの判断を示しつつ、現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えているとの認識を示しました。
- ◇ 日銀は当面慎重な政策運営を継続するものと想定されることなどから、目先は国内金利の大幅な上方修正は見込みづらと考えられます。しかしながら今後、賃金と物価の好循環の強まりが一層確認される場合等には、年半ばから後半にかけて追加利上げが実施される可能性も想定されるため注意が必要だと考えます。

### 【日銀は 17 年ぶりの利上げを決定し、大規模な金融緩和政策を解除】

- ・日銀は 3 月 18・19 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を解除し、「マイナス金利政策の解除」や「イールドカーブ・コントロールの解除」、「オーバーシュート型コミットメントの廃止」、「ETF・REIT の買入終了」等を決定しました。

#### ① マイナス金利政策の解除

- 日銀は、▲0.1%としていた政策金利(当座預金の政策金利残高への付利)を、「0～0.1%程度」(無担保コールレート(オーバーナイト物))に引き上げました。
- また、「基礎残高」(付利金利: +0.1%)・「マクロ加算残高」(付利金利: 0%)・「政策金利残高」(付利金利: ▲0.1%)で構成される従来の 3 層構造は廃止され、「所要準備」(付利なし)と「超過準備」(プラス付利)で構成されるマイナス金利政策前の構造に変更されました。

#### ② イールドカーブ・コントロールの解除/オーバーシュート型コミットメントの廃止

- 「10 年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う」とし、「長期金利の上限は 1.0%を目途」とするとされてきたイールドカーブ・コントロールについても解除が決定されました。
- また、「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」マネタリーベースの拡大方針を継続するとされてきた「オーバーシュート型コミットメント」についても、「その要件を充足した」との判断のもと、廃止が決定されました。
- 一方、今後の国債買入方針については、声明文において「これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する」とされ、足元の月間 6 兆円程度の長期国債の買入れを継続する方針が示されました。また「長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する」とされました。

### ③ ETF・REIT の新規買入終了

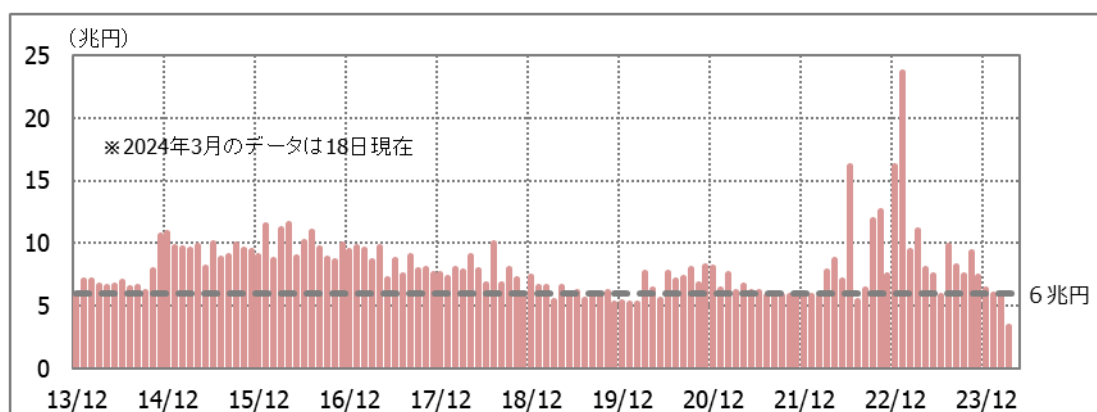
- 「それぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入を行う」とされてきた ETF・REIT の買入についても終了が決定されました。

(図表 1) 国内 10 年国債利回りの推移



(出所) Bloomberg

(図表 2) 日銀・国債買入額の推移



(出所) Bloomberg

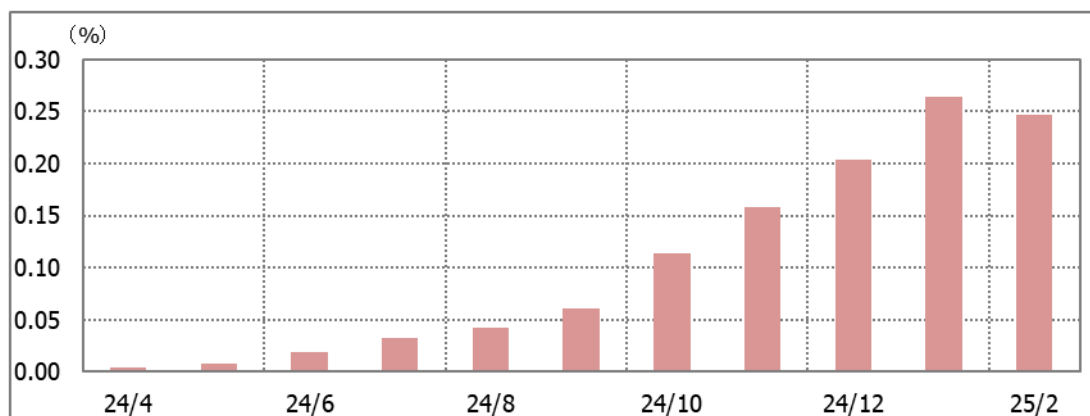
### 【政策変更の背景と今後の政策見通し】

- ・日銀は公表した声明文で、「本年の春季労使交渉では、現時点の結果をみると、昨年に続きしっかりと賃上げが実現する可能性は高く、本支店における企業からのヒアリング情報でも、幅広い企業で賃上げの動きが続いていることが窺われる」ことから、「賃金と物価の好循環の強まりが確認」されてきており、「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」との判断のもと、金融政策の枠組みの見直しを決定したとの認識が示されました。
- ・一方、声明文においては、「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」との認識が示されました。また植田総裁は記者会見で、「予想物価上昇率等のデータはまだ 2%には距離」があり、「2%の「物価安定の目標」実現の確率はまだ 100%ではない」との認識を示し、「現在の見通しを前提にすれば急激な金利上昇の経路は避けられる」と述べたことなどから、日銀は当面慎重な政策運営を継続するものと見込まれます。
- ・しかしながら、植田総裁は記者会見で、「物価見通しが上振れる、もしくは上振れリスクが高まる場合には政策変更の理由になる」とも発言しており、今後、賃金と物価の好循環の強まりが一層確認される場合には、年半ばから後半にかけて追加利上げが実施される可能性も想定されます。
- ・また日銀は、イールドカーブ・コントロールの解除後も現行金額程度の国債買入を実施する方針を示したものの、大規模な金融緩和政策の解除後も市場が安定的に推移する場合等には、将来的に国債買入額の減額等のバランスシート縮小に係る検討を開始する可能性も想定されます。

## 【今後の市場見通し】

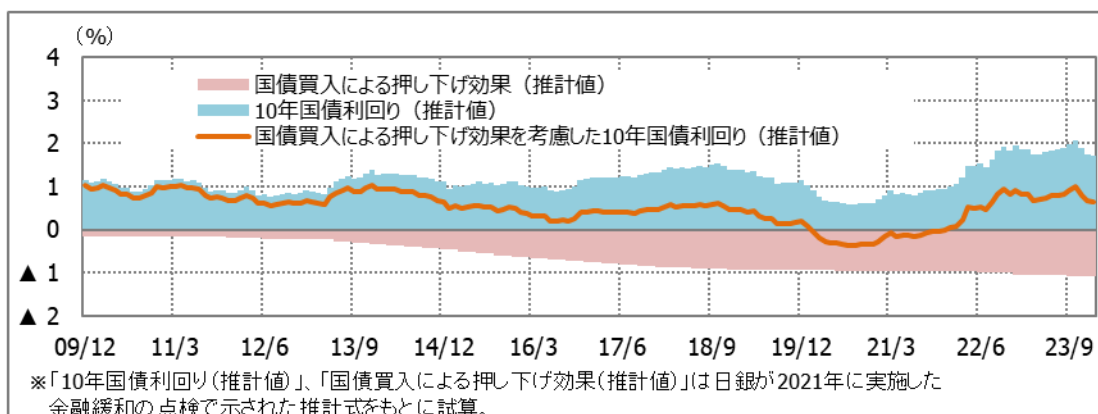
- ・マイナス金利政策解除後の利上げペースや利上げ到達点に関する具体的な見通しは示されなかったものの、上述の通り、植田総裁は記者会見で「現在の見通しを前提にすれば急激な金利上昇の経路は避けられる」との認識を示しており、足元市場で織り込まれている今後1年間で0.25%程度の利上げは、日銀の当面の金融政策スタンスと整合的な水準であると考えられます。
- ・また事前に注目が集まっていたイールドカーブ・コントロール解除後の国債買入に関しても、現行の月間6兆円程度の買入を維持される方針が示され、日銀の国債保有による金利の押し下げ効果は当面維持されると見込まれることなどから、目先は国内金利の上昇余地は限定的となるものと想定されます。

(図表3) 市場で織り込まれている今後1年間の利上げ幅(累積)(2024年3月19日現在)



(出所) Bloomberg

(図表4) 国内10年国債利回り(推計値)の推移



(出所) 日銀、Bloomberg

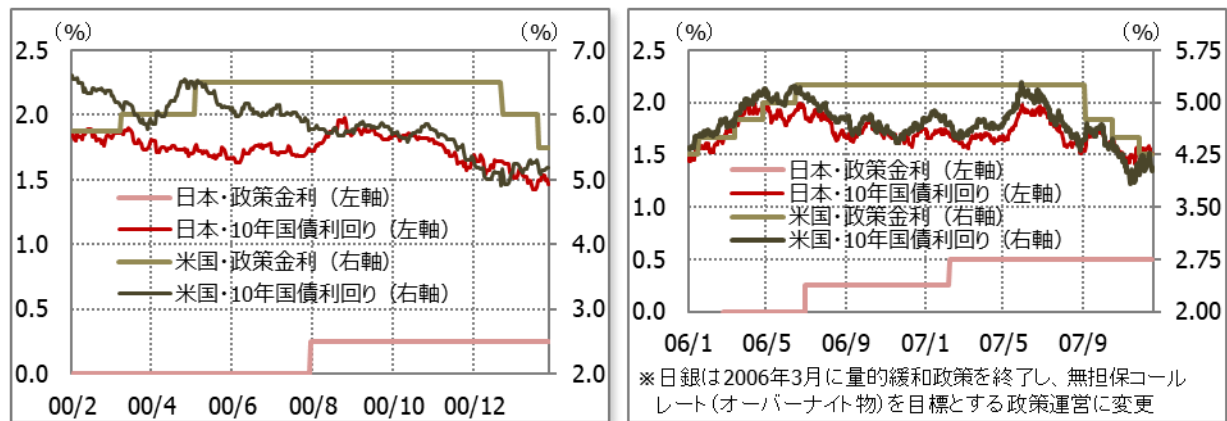
- ・また今後の国内金利を見通すうえでは、米国金利の動向にも注意が必要です。過去の日銀の利上げ局面において、国内金利は米国金利と高い連動性を示していましたが、2000年・2006年の利上げ局面では、米国の景気減速懸念の高まりなどをを受けてFRBが利下げに転じたことなどから、日銀の利上げ幅は限定的となり、国内金利も低下に転じています。
- ・足元では、米国経済は引き続き堅調に推移しており、またインフレ圧力の持続に対する懸念も燦々していることなどから、FRBの早期利下げ開始観測は後退している状況にあります。しかしながら、今後FRBの利上げ再開は見込みづらく、デイスインフレの進行等を背景にFRBは年半ばから後半にかけて利下げに転じるものと想定されるなか、米国金利の低下等を背景に今後国内金利の低下圧力が高まりやすいものと考えられます。

※次ページの「特別勘定特約に関する重要なお知らせ」についてよくお読み下さい。

※本資料は、情報提供を目的とする資料であり、保険募集を目的とするものではありません。

**第一生命保険株式会社**

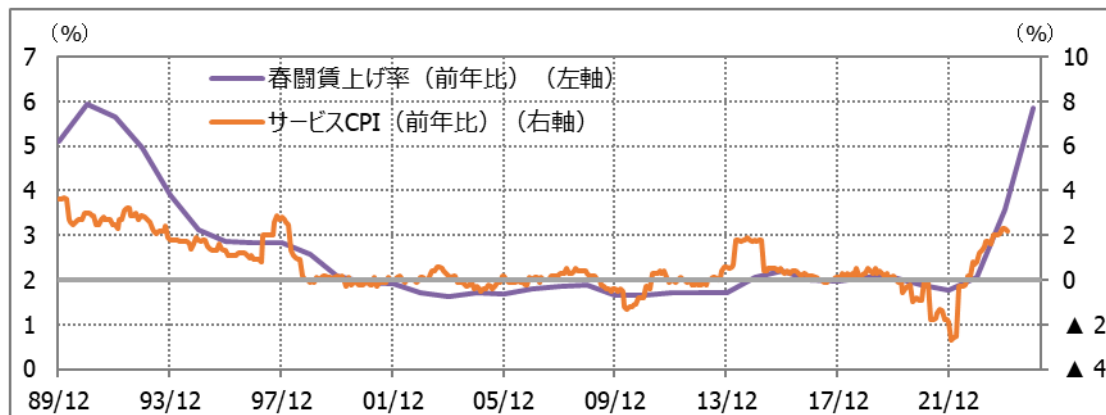
(図表 5) 日銀利上げ局面における国内・米国 10 年国債利回りの推移  
(左: 2000 年 8 月 11 日利上げ実施、右: 2006 年 7 月 14 日利上げ開始)



(出所) Bloomberg

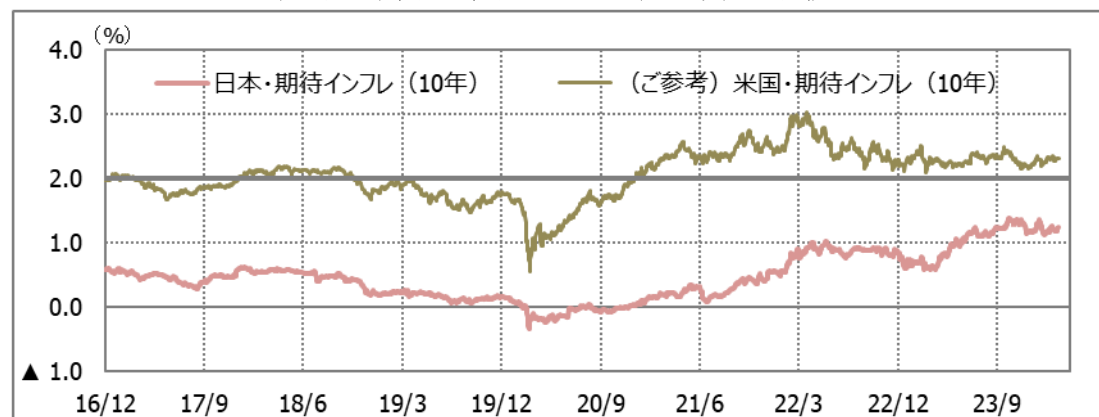
- ・一方、連合が 15 日に発表した春闘・第 1 回集計分の平均賃上げ率は 5.28%と 33 年ぶりに 5%を超える高水準となっており、実質所得の改善による需要の高まりや人件費の価格転嫁等を背景にサービスインフレは上昇幅を拡大する展開も想定されます。また緩和的な金融環境を当面継続するとのスタンスが示されたことにより、今後円安圧力が高まり、輸入物価の上昇等を背景に財インフレが高まる可能性も想定されます。
- ・足元では国内期待インフレの大幅な上昇はみられていないことなどから、現時点では日銀が積極的な金融政策引き締めスタンスに転じるリスクは低いと考えられるものの、上記サービスインフレの上昇等を背景にインフレ上昇圧力が高まる場合等には、日銀の利上げペースの加速等に対する懸念が高まる展開も想定されるため、注意が必要だと考えます。

(図表 6) 春闘賃上げ率とサービス CPI の推移



(出所) 連合、Bloomberg

(図表 7) 国内期待インフレ(10 年)の推移



(出所) Bloomberg

以上