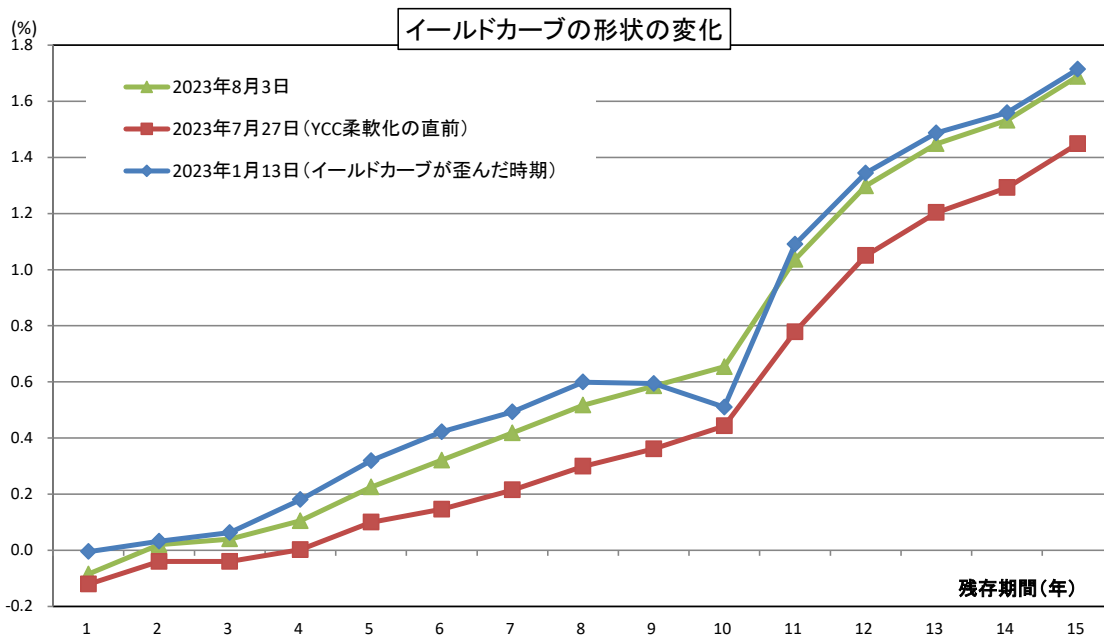


(日本)YCC の運用柔軟化と当面の金利見通し

7月27～28日に日本銀行が開催した金融政策決定会合において「長短金利操作(YCC)付き量的・質的金融緩和」の枠組みは継続したうえで、YCCを柔軟に運用することが賛成多数で決定された。具体的には、長期金利(10年物国債金利)の操作目標を0%程度、変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、0.5%を上回って推移することを容認することとなった。ただし、1%超にはならないよう、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、実施することとした。植田総裁は、長期金利が0.5%から1%の範囲では、水準や変化のスピード等に応じて機動的に国債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ことで、過度な金利上昇圧力を抑制する、と述べている。



(資料)財務省

このように、長期金利の変動幅を「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した22年12月の決定会合に続き、投機的な動きなどと認められない限り、1%までの金利上昇を許容したということで、実質的な「利上げ」の決定となった。しかし、日銀としては大規模金融緩和の正常化に乗り出したわけではなく、あくまでも金融緩和の持続性を高めるための決定ということを強調している。また、金利上昇圧力に晒されて後手に回って対応したわけではなく、前もってリスク対応を施した、との説明をしている。

マーケットでは、こうした内容が事前に報道されたこともあり、決定会合の内容が明らかになる前から長期金利は0.5%を上回るなど、上昇圧力が高まった。そして足元までじわじわと金利の上昇が続いている。これに対して、日銀は臨時の国債買入れオペを31日と3日に実施したが、無理に抑え込むというよりは上昇テンポを緩和することに注力した印象である。

直近の10年金利のフェアバリューは「0.7%～0.8%」程度との見方もあり、その水準までに緩やかに上昇することについて日銀は容認していると思われる。植田総裁は1%まで上昇することは想

定していないとの見方を示したが、仮に 1%に迫るようなことがあれば、「力づく」で抑え込む方針とみられる。また、米国債格下げの影響も、中長期的には投資家サイドで何かしらの投資方針の見直しがあり得るものの、短期的には大きくないとみられ、日本への波及も小さいだろう。

なお、今回の会合後に公表された展望レポートによれば、23 年度の経済成長率について 1.3%としているが、8 月 15 日に公表される 4~6 月期 GDP が高めの成長率が見込まれていることを前提とすれば、残りの 3 四半期は低成長が続く可能性が示唆される。また、物価見通しは 23 年度について上方修正されたとはいえ、年度下期は鈍化が明確となり、24、25 年度と 1%台になる、つまりは 2%物価目標の持続的・安定的な実現は厳しいとの見方も踏襲されている。海外に目を向ければ、中国経済はゼロ・コロナ政策の後遺症が癒えていない。米国経済は深刻な景気後退は回避できるとの意見は多いが、これまでの金融引締め効果が浸透して当面は低成長が続くとみられる。こうした状況で、国内長期金利に継続的な上昇圧力がかかる可能性は薄く、10 年金利は 0.8%程度が当面の上昇余地と予想する。内外経済の減速傾向が明確になれば、再び 0.5%を割り込む可能性もあるだろう。

展望レポート：2023~25年度の政策委員の大勢見通し（2023年7月）

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023年度	+1.2~+1.5 <+1.3>	+2.4~+2.7 <+2.5>	+3.1~+3.3 <+3.2>
4月時点の見通し	+1.1~+1.5 <+1.4>	+1.7~+2.0 <+1.8>	+2.5~+2.7 <+2.5>
2024年度	+1.0~+1.3 <+1.2>	+1.8~+2.2 <+1.9>	+1.5~+2.0 <+1.7>
4月時点の見通し	+1.0~+1.3 <+1.2>	+1.8~+2.1 <+2.0>	+1.5~+1.8 <+1.7>
2025年度	+1.0~+1.2 <+1.0>	+1.6~+2.0 <+1.6>	+1.8~+2.2 <+1.8>
4月時点の見通し	+1.0~+1.1 <+1.0>	+1.6~+1.9 <+1.6>	+1.8~+2.0 <+1.8>

(資料) 日本銀行

(注) 対前年度比、%。

「大勢見通しは、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもので、その幅は見通しの上限・下限を意味しない。

なお、内田副総裁は講演で、マイナス金利の解除に関しては、「実体経済面で需要を抑制することで、物価の上昇を防ぐことが適当」と判断した場合とし、そうした判断に至るまでにはまだ大きな距離があるとしている。そのため、今後とも何かしらの副作用が意識される場面では YCC の運用が再び修正される可能性はあるが、ゼロ金利解除までにはまだ時間がかかるだろう。

最後に、為替レートへの影響である。植田総裁は、今回の措置は円安圧力が高まっていることへの対応ではないが、外国為替市場のボラティリティへの影響も念頭に入れたとしている。本来であれば、実質的な利上げを意味する措置であったが、実際の為替レートは一旦円高に振れたものの、再び円安圧力が高まった(足元は米国債の格下げの影響で円安圧力は一服)。日銀が持続的・安定的な 2%の物価上昇は見通せる状況にはないとの認識を日銀が重ねて示したこともあり、当面は大規模緩和からの正常化には動かず、日米金利差の存在が改めて意識された、といえるだろう。当面は米国経済の先行きも不透明感が高く、イベントや経済指標の発表毎に見通しが揺れ動く状況であり、しばらくは追加利上げの余地、利下げ転換時期などを巡る思惑といった米国側の要因がドル円レートの主要な材料であると思われる。