

2024. 7. 12



債券市場参加者会合と7月決定会合見通し ～1年後に3兆円までの国債買い入れ減額か～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 日銀の国債買い入れ減額方針について機関投資家に問う「債券市場参加者会合」は意見が大きく割れる結果に。市場にコンセンサスがなかったことはわかったものの、開催意義への疑問符は払拭されず
- 減額幅とペースは、「1年後に3兆円まで減額」がメインシナリオ。7月決定会合で利上げが行なわれるかどうかは為替相場次第。11日にドル売り円買い介入が実施された模様だが、月末までに再度円安が進むようなら、追加利上げと国債減額の同時実施の可能性が高まる
- 展望レポートからフォワードガイダンスが削除されるのかどうかにも要注目

1. 投資家の意見は割れる

日銀が7月末の金融政策決定会合で発表を予定している国債買い入れ減額方針について、あらかじめ機関投資家の意見を問う「債券市場参加者会合」が7月9、10日に開催された。9日は2回に分けてそれぞれ銀行とセルサイド、10日はバイサイドが主たる対象となった。

9日の会合については、同日中に日銀から発表された議事要旨で概要が確認できる。事務局からは、「減額の幅やペース」、「減額のガイダンスの示し方」、「残存期間別の減額の進め方」という3つの大きな質問が提示され、会合の場で投資家の意見を募る形で進められた。ただ、いずれも意見は大きく割れ、買い入れ方針に関する市場の要望に確たるコンセンサスがなかったことが明らかになった。

まず、減額の幅については、「最終的に買入れ額ゼロ」、「月間1～2兆円」、「月間2～3兆円」、「月間4兆円」、「5兆円まで減額の後様子見」と、0から5までの1兆円単位のすべての数字が登場したほか、「具体的な減額幅に言及しない」と数字を示すこと自体不要との意見もあった。減額のペースについては、「一定額を速やかに減額」、「一定額を速やかに減額した後、段階的に緩やかな減額」、「2年程度かけて徐々に減額」、「段階的な減額は不要」といった具合で、具体的な数字を示した意見は少なかったものの、速やか、緩やか、減額不要とやはり幅広い意見が出ている。

減額のガイダンスの示し方については、「レンジ方式でその中央値を徐々に引き下げる」、「レンジ方式でその幅を徐々に狭める」、「固定値で示すべき」、「固定値で機動的に対応できる余地を残す」と、レンジ方式と固定値両方に支持があったほか、固定値でも運用は柔軟にとの意見もあった。残存期間別の減額の進め方については、「短中期ゾーン中心」、「中長期ゾーンを優先」、「10年以下のゾーンを優先」、「超長期ゾーンの減額を優先」、「市場中立的な買い方」と、短期から超長期まですべての年限が出そろったほか、優先付けは不要との意見もある。総じて百家争鳴といった状態であった。

これだけ意見が割れると、はたして市場に意見を聞く意味自体あったのかという疑問が湧く。6月14日の総裁定例会見で記者から指摘された、「国債減額の計画を決めるに当たって、市場参加者の意見を聞く場をわざわざ設けるということの意義」を、今回の参加者会合が明らかにできたとは言い難い。

2. 大手金融機関は減額に積極的

日銀の資料では発言者の属性までわからないが、大手通信社の報道によれば、銀行等との会合では、メガバンク3行のうち1行が早い段階で大きく減額すべきと主張、1行が最終的に月間1兆円への減額を主張、もう1行は3兆円に減額すべきと主張したという。体力のあるメガバンクは相対的に早い段階での縮小を主張した一方、地銀からはより慎重な意見が示された模様である。セルサイドとの会合では、複数の社が8月に即時に3兆円に減額した上で1年間継続するよう要望したほか、1年をかけて徐々に3兆円に減らすことを求めた社も複数あったとのことである。セルサイドに関しては、1年後に3兆円という点では一致している。

6月会合後に同じ大手通信社が行なったアンケートでは、2年後に3兆円程度まで圧縮との見方がコンセンサスになっていたことから、これよりもペースがかなり速い。大手の意見がより採用されやすいという前提に立つなら、1年後に3兆円まで減額というのが一つの目安になりそうである。植田総裁の「相応の規模になる」との発言と照らしあわせても、2年後に3兆円ではいかにもペースが緩慢との印象は拭えない。

もし、7月の決定会合で利上げはせず、国債の買い入れ減額だけで為替相場に影響を与えようと日銀が目論むのであれば、このペースが最低ラインとなるだろう。金融市場はすでに織り込みにかかっており、これ以上ペースが遅ければ円安要因になるとみる。ただその場合、地銀が、「結局メガバンク寄りの決定を下すなら我々を呼んだ意味は何か」との不満を強めるかもしれない。こう見ると、わざわざ関係者を一堂に集めて会議形式で意見を求めるよりも、文書で意見を集めるにとどめるか、あらかじめ日銀が選択肢を提示してそれぞれへの賛否を問う形にするか、いずれにせよ非公開で意見を集める形にした方が良かったかもしれない。

3. 7月利上げの有無は介入効果の持続度次第

7月の決定会合で、国債買い入れ減額と追加利上げを同時に発表する可能性があるかどうかは為替相場次第である。どうやら11日に為替介入が入った模様であり、ドル・円相場は157円/ドル台まで大幅に円高が進んだあと、12日朝の時点では159円/ドル台まで戻している。今後円高傾向が続くのであれば、あえて日銀が動く必要はない。しかし、月末時点で再び160円/ドル台に乗っているようなら、追加利上げに動く可能性はかなり高いとみている。

7月に入ってから、日銀からの目立った情報発信はないが、もし7月利上げの線で動いているのだとしても、市場にさらなる情報発信は必要ない。今回は追加利上げであり、マイナス金利の解除のような大きな政策転換ではない。さすがに露骨なサプライズだと、コミュニケーションの失敗との批判を浴びるが、植田総裁はすでに6月の定例会見で、「経済・物価情勢に関するデータないし入ってくる情報次第で、短期金利を引き上げて金融緩和度合いを調整するということは当然あり得る」と述べている。6月18日の参院財政金融委員会でも「入手する経済・物価・金融情勢のデータ次第だが、場合によっては十分あり得る」と同趣旨の発言を繰り返した。その後追加的な情報発信がないのであれば、このスタンスは変わっていないということである。「データ次第」との留保条件はついているものの、これまでの例を見ても、理屈は後からついてくるのが現実である。いつものこととは言わないが、賞与の大幅アップや強めの設備投資計画等、理由探しに苦労はしないはずである。日銀としても、円安対策で何度も利上げに追い込まれる展開は避けたいところで、多少はサプライズ気味の方が、為替相場への効果という点ではより大きな効果が期待できる。

植田総裁の発言を、円安阻止のための単なる口先介入と見ることもできるが、これにより市場の利上げ期待

を多少なりとも押し上げたのは事実であり、利上げ見送りによる円安加速リスクは軽視できない。7月30、31日の日銀決定会合で利上げがないことを見極めたうえで、再度円売りを仕掛けようと待ち構えている投資家が多く控えていても不思議ではない。次回9月の決定会合は、自民党総裁選と時期が重なるため動きにくくなるという事情もある。介入効果がいつまで残るかは不透明だが、再び160円/ドル台に戻るような展開となれば、財務省も介入のタイミングに苦慮することになり、日銀にも協力を求めたいとの機運が盛り上がるだろう。元はといえば、植田総裁の4月26日の定例会見における記者との会話のキャッチボール上の齟齬で円安が加速し、財務省が直後に円買い介入に動かざるをえなくなった経緯もある。財務省はいわば日銀に貸しがある。

11日の介入（まだ確定ではない）は、米国の6月消費者物価指数が予想比弱めとなったことで、米連邦準備制度理事会の9月利下げ見通しが一段と広がり、ドル売り円買いが進む過程で追い打ちをかけるように入った。介入効果を高めるため、過去にもしばしば取られた手法だが、ここまでの根強い円売り圧力をみると、これで相場のトレンドが変わるかどうかは心もとない。流れに掉さず形で日銀の利上げが続けば、円売り圧力を完全に封じ込めるチャンスは広がる。まだ決定会合まで20日弱あることから、財務省と為替相場の動き、および日銀からの情報発信には引き続き注目である。

4. 2024年度のCPI見通しは下方修正へ

展望レポートの経済・物価見通しについては、まず、自動車の認証不正問題による生産停止期間の延長や、4-6月期のGDP2次速報の下方改定によりいわゆるゲタが低くなったことを受けて、2024年度の実質GDP成長率が前年比+0.8%から同+0.6%まで下方修正されると予想する（図表）。反動で2025年度は同+1.0%か

（図表）展望レポートにおける見通し（政策委員の大勢見通しの中央値）

	前年比(%)	23年7月展望レポート	23年10月展望レポート	24年1月展望レポート	24年4月展望レポート	24年7月展望レポート(当社予想)
2024年度	実質GDP	1.2	1.0	1.2	0.8	0.6
	コアCPI	1.9	2.8	2.4	2.8	2.5
2025年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2
	コアCPI	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9
2026年度	実質GDP	-	-	-	1.1	1.1
	コアCPI	-	-	-	1.9	1.9

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

ら同+1.2%へ上方修正されるとみる。消費者物価指数に関しては、政府による電気・ガス補助金が再開されることになったことを受け、2024年度のコアCPI（生鮮食品を除く総合指数）が、前年比+2.6%から同+2.3%に下方修正されるとみる。2025年度は反動で上方修正されるとみるのが自然だが、現在の見通しは同+1.9%で、これを上方修正すると2%に乗ってしまうため、物価目標を達成するとみているのかどうかという余計な議論（日銀にとっては）を惹起することになる。従って、2025年度については、ロジック的には多少無理があっても同+1.9%ですえ置く可能性が高いとみる。2026年度の実質GDP成長率の同+1.1%、物価見通しの同+1.9%に変更はないとみる。

5. フォワードガイダンスにも注目

6月の会合では、公表文から、先行きの金融政策の方向性を示す、いわゆる「フォワードガイダンス」が記載されたパラグラフが削除された。これまで、展望レポート発行時は展望レポートに掲載され、それ以外の会合では通常公表文の最後のパラグラフに示されていた部分である。例えば4月会合では、展望レポートの最後で、「以上のような経済・物価の見通しの実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」と書かれていた。フォワードガイダンス自体、オリジナルは審議委員時代の植田氏にある。政策金利の下げ余地がなくなった状態でさらなる緩和効果を得るため、将来的な緩和政策のおおまかな方向性を言葉で示すことで、ターム物の金利の引き下げ効果を狙った政策であった。その後、長年にわたり市場との対話ツールとして機能していたが、

金融引き締め局面ではその意義が薄れたとの判断に至った可能性がある。7月展望レポートには残るのか、歴史的役割は終わったとのことでやはり削除されるのかは、7月会合における注目点の一つである。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411