

2023. 7. 31

【日銀金融政策決定会合（23年7月）】

事実上の変動許容幅の拡大を実施

～当面新たな柔軟化に関する措置は不要に～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 7月27、28日に開催された日銀政策決定会合では、10年国債利回りの変動許容幅（上下±0.5%）は維持したうえで、投機的な動きでない限り、+1.0%までの上昇を容認するとの決定がなされた。
- 投機的な動きと通常の動きを識別して機動的に動くのは容易ではなく、事実上、変動許容幅の上限を+1.0%に拡大するのと同じ扱いになると考えられる。
- これで当面新たな柔軟化措置は不要になった。次なる一手は、来年以降のYCC撤廃となる可能性が高まった。

1. わかりにくかった修正内容

7月27、28日に開催された日銀政策決定会合では、10年国債利回りの変動許容幅（上下±0.5%）を維持したうえで、連続指値オペの水準を0.5%から1.0%に引き上げ、0.5%から1.0%までの緩やかな上昇を容認するとの決定がなされた。わかりにくいのが、単なる変動許容幅の拡大としなかったのは、市場から出口政策の第一歩と受け取られるのを防ぐ意図があったと考えられる。

また、単なる変動許容幅の拡大とした場合、目標水準との距離が開きすぎて、あくまで0%が目標と主張し続けるのは難しくなる。かといって、目標水準を0%から引き上げたり撤廃したりすれば、事実上の利上げと言われるリスクが増す。下限の▲0.5%との兼ね合いも問題になる。これまで、変動許容幅は上下に等しく拡大してきた。しかし、▲0.5%ですらすでに現実味のない水準である。これを▲1.0%まで広げてもほとんど意味がなく、もし下がったときに本当に容認するのか、それはいったいどういう政策なのかという問いに答えられない。かといって、上限だけ広げれば、やはり事実上の引き締めではないと言われてしまう。そこで、変動許容幅はあくまで上下±0.5%との建前を維持したのではないかと考えるとなかなか苦心の作である。

この政策変更によって、10年国債利回りが水準を切り上げる可能性が高い以上、実態としては引き締めに近い。足元の物価上昇率を考えれば実質金利はまだマイナスで、緩和効果はむしろ増しつつあるのが現実だが、物価目標はまだ未達としている以上、日銀の行動として引き締め方向に動くためにはそれなりの説得力のある理由が必要になる。変更のタイミングが7月になったのは、そのための材料を揃えるためだったと考えられる。

市場環境的には、4月の決定会合時も、6月の決定会合時も足元の状況と大差なく、株高、円安、金利安定という、金融政策の微修正を手掛けるにはある意味絶好のチャンスであった。筆者は、こうした環境下でも動かなかった以上、「動きやすいから動く」という発想は植田総裁の念頭にはない」と述べ、7月もすえ置きを予想した

が、誤りだった。もともと植田総裁が YCC（イールドカーブ・コントロール）への問題意識を持っていたのは過去の論考からも明らかで、実際は変更のタイミングを慎重に計っていたのだろう。今回の公表文では政策変更の理由について、「（予想物価上昇率が）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」と述べている。インフレ期待の上昇に伴い、先行きの金融緩和効果を金融市場への悪影響が上回る可能性が高まったという説明だが、7月の展望レポートでは日銀自身、2023年度のコア CPI（消費者物価指数）上昇率予想を大幅上方修正し、展望レポートにおいて予想物価上昇率の判断を上方修正した。4、6月に動くよりはより説得力のある材料を揃えることが可能だったと言える。

2. 0.5%を超える動きへの対処が論点に

ここでポイントになるのは、0.5%以上 1.0%以下の範囲の動きにどう対応するのかという点である。もし、完全に市場の動きに任せるのであれば、変動許容幅を上下 $\pm 1.0\%$ に拡大するのと同じである。会合後の定例会見で同趣旨の質問に対し植田総裁は、「**長期金利形成を市場に委ねるという意図があるのかということですが、程度の問題はありますがイエスで、敷衍しますと、申し上げていますように、経済物価情勢が上振れた場合にそれを反映して長期金利が上がっていくということについては、0.5%と 1%の間でそれを認める**」と、基本的には市場の動きに任せると述べている。一方で、「**ただし完全に自由にすると、それだったら YCC の撤廃に近いわけですが、そうではなくてスピード調整等入れつつ、表現が難しいですけれども、根拠のない投機的な債券売りがあまり広がらないようコントロールしつつ、ベースとしては市場の見方が長期金利に反映される余地を広げようという措置**」とも述べ、投機的な動きは容認しないとのスタンスも示している。

次に出て来る疑問は「投機筋の攻撃による上昇と健全な上昇をどう区別するのか」というものだが、植田総裁は、「**オペレーションの現場で毎日それを識別しつつオペの対応ができるかと言われると、それは極めて難しい**」とし、「**オペデスクが判断しつつ、私達ボードとも連絡をとりながら詰めていくということにならざるをえない**」と、執行部と現場で意見交換しつつ対応するとの方針を示している。確かに、オペを現場のさじ加減に任せてしまえば、その責任と負担が重くなりすぎてしまう。かといって大きな動きがあるたびにいちいち執行部に相談するというのも、実務上ワークするのか極めて怪しい。植田総裁は債券市場の動きの判定のタイミングについて、「**日々か週次か月次かわからない**」と何も決まっていないことを明らかにしている。ただ、振れたとしてもどのみち上下 0.5%の範囲内の動きである。結局は 1%に到達した時点での連続指値オペで止めていくということになるのではないかな。そもそも、日銀の裁量による介入は、市場に余計なノイズを与えることになるためなるべく避けた方がよい。

結局、実際の運営は、事実上の変動許容幅の拡大と同じ扱いになると考えられる。0.5%という水準が今後市場に意識されることはなくなっていくだろう。今回から上下 $\pm 0.5\%$ という変動許容幅は「**目途**」と位置付けられた。どこかで聞いたことのある言葉である。かつての国債買い入れ額 80 兆円の「**目途**」同様、早晚形骸化への道を歩むと考えられる。

3. これが最後の微修正か

日銀としては、今回の変更により、年明けのような大量の国債買い入れや、イールドカーブの歪みに悩まされるリスクがかなり低下した。マイナス圏に沈んでいる可能性が高い日本の実質中立金利や、いまだ限界的な上昇にとどまる「中長期的な」インフレ期待を考えると、ファンダメンタルズに即した動きが続く限り、10 年国債利回りが 1%に到達してなお売られ続ける展開は考えにくい。警戒すべきは植田総裁が言う通り投機的な動きで、相場はしばしばオーバーシュートするが、植田総裁は会見で「**上振れリスクが顕在化してから何か対応**

すると後手に回って混乱してしまったり、あるいは副作用が大きくなる。あるいは最悪の場合いやいや YCC を離脱するリスクもゼロではない。それに対し今回の措置は前もってリスクを考えておくという措置」と、そうなる前に動く必要があったと述べている。これについては、筆者が7月より早い段階で動くと考えていた理由と同じである。

金融政策の柔軟化という意味では、これで当面新たな措置は必要なくなった。これ以上の変動許容幅の拡大は、さすがに YCC 撤廃と同義である。実際、次の一手は、YCC の撤廃となる可能性が高く、物価目標の達成を宣言できてもできなくても、来年以降に実施することになるとみている。

物価目標の達成を宣言するためには、賃金上昇と物価上昇の好循環を確認することが必要と思われるが、そのためには来年の春闘まで確認する必要があるのではないかと。逆に、来年度以降物価上昇率が再び2%を割り込み、物価目標の達成が再び見通せなくなった場合には、「多角的レビュー」の結果を踏まえ、YCC にある意味「見切りをつける」措置を取るとみている。物価目標の達成の可能性は以前より高まっているとはいえ、3:7 くらいで後者の可能性が高いとみる。もっとも、日銀としては「物価目標は達成できなかったけど出口に向かいます」という説明はできるものではない。レビューの内容次第だが、上昇率をレンジで示す形にするなど、物価目標の定義自体を変えて、多少強引でも目標を達成したという建付けにするのではないかと考えられる。

4. 展望レポートで物価の上振れリスクを示す

今回の会合で、景気の現状判断は、1年ぶりに「持ち直している」から「回復している」へと上方修正された（図表1）。個別項目の判断では、金融環境と予想物価上昇率を上方修正、個人消費を小幅上方修正した（図表2）。

展望レポートでは、2023年度のコアCPI見通しが4月の同+1.8%から同+2.5%まで大幅上方修正された（図表3）。4月の時点で、すでに低すぎる予想だったのは明らかで、ハト派的な姿勢を強調するためのなんらかの政策的配慮が働いていた可能性が濃厚だった。2024年度は同+1.9%、2025年度は+1.6%と再び2%を下回る見通しになっており、これが金融緩和策を続ける根拠となっている。

中心的な経済や物価の見通しに対する上振れないし下振れの可能性（リスク要因）は、前回と変わらなかった（図表4）。また、2つの「柱」による点検の部分では、第2の柱の物価見通しの部分で、前回4月は「物価の見通しについては、2023年度は上振れリスクの方が大きい、2025年度は下振れリスクの方が大きい」とされていた部分が、「2023年度と2024年度は上振れリスクの方が大きい」へと変更された。2025年度の下振れリスクが取れ、2024年度の上振れリスクが加わった形で、全体的に上方修正されている。物価目標達成の可能性が以前よりも高まりつつある可能性が日銀自身の見通しからも示されている。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2会合（2ヵ月）連続の下方修正
20年6月16日	きわめて厳しい状態にある	↓	3会合連続の下方修正
20年7月15日	きわめて厳しい状態にある	→	
20年9月17日	持ち直しつつある	↑	3年2ヵ月ぶりの上方修正
20年10月29日	持ち直している	↑	2会合連続の上方修正
20年12月18日	持ち直している	→	
21年1月21日	基調としては持ち直している	↓	5会合ぶりの下方修正
21年3月19日	基調としては持ち直している	→	
21年4月27日	基調としては持ち直している	→	
21年6月18日	基調としては持ち直している	→	
21年7月16日	基調としては持ち直している	→	
21年9月22日	基調としては持ち直している	→	

21年10月28日	基調としては持ち直している	→	
21年12月17日	基調としては持ち直している	→	
22年1月18日	持ち直しが明確化している	↑	10 会合ぶりの上方修正(8 会合ぶりの変更)
22年3月18日	基調としては持ち直している	↓	9 会合ぶりの下方修正
22年4月28日	基調としては持ち直している	→	
22年6月17日	基調としては持ち直している	→	
22年7月21日	持ち直している	↑	4 会合ぶりの上方修正
22年9月22日	持ち直している	→	
22年10月28日	持ち直している	→	
22年12月20日	持ち直している	→	
23年1月18日	持ち直している	→	
23年3月10日	持ち直している	→	
23年4月28日	持ち直している	→	
23年6月16日	持ち直している	→	
23年7月28日	緩やかに回復している	↑	1 年ぶりの上方修正

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

(図表 2) 個別項目の判断

項 目	2023 年 6 月	2023 年 7 月	方向性
海外経済	回復ペースが鈍化している	回復ペースが鈍化している	→
輸出	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	→
鉱工業生産	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている	→
企業収益	全体として高水準で推移している	全体として高水準で推移している	→
設備投資	緩やかに増加している	緩やかに増加している	→
雇用・所得環境	緩やかに改善している	緩やかに改善している	→
個人消費	物価上昇の影響を受けつつも、緩やかに増加している。	物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している	↗
住宅投資	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
公共投資	緩やかに増加している	緩やかに増加している	→
金融環境	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある	緩和した状態にある	↑
予想物価上昇率	上昇したあと、このところ横ばいとなっている	再び上昇の動きがみられている	↑

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

(図表3) 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(%)	22年10月 展望レポート	23年1月展 望レポート	23年4月展 望レポート	23年7月展 望レポート	23年7月展 望レポート(当 社予想)
2023年度	実質GDP	1.9	1.7	1.4	1.3	1.6
	コアCPI	1.6	1.6	1.8	2.5	2.3
2024年度	実質GDP	1.5	1.1	1.2	1.2	1.2
	コアCPI	1.6	1.8	2.0	1.9	1.8
2025年度	実質GDP	—	—	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	—	—	1.6	1.6	1.8

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

(図表 4) 展望レポートにおける経済・物価のリスク要因

<経済のリスク要因>

	2023 年 1 月	2023 年 4 月	2023 年 7 月
第 1	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向
第 2	ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向	ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向	ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向
第 3	内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響	企業や家計の中長期的な成長期待	企業や家計の中長期的な成長期待
第 4	企業や家計の中長期的な成長期待	—	—

<物価のリスク要因>

	2023 年 1 月	2023 年 4 月	2023 年 7 月
第 1	企業の価格・賃金設定行動	企業の価格・賃金設定行動	企業の賃金・価格設定行動
第 2	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

※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。

●照会先● 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