

2023. 11. 1

【日銀金融政策決定会合（23年10月）】

10年国債利回りの操作目標は事実上撤廃 ～マイナス金利の解除は来年4月がメインシナリオ～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 10月30、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、YCCのさらなる柔軟化に向けた措置が決定された
- $\pm 0.5\%$ 程度を目途としていたレンジを撤廃、上限の目途のみ $+1.0\%$ として残す。ただし、ファンダメンタルズに沿った動きと認められれば $+1\%$ を超える上昇も認めるというもの
- 今回の変更は、事実上の10年国債利回りの操作目標撤廃と言える。マイナス金利の解除については、来年の春闘の集中回答日の結果等を見極めたうえで、2024年4月に実施と予想

1. 10年国債利回りの操作目標は事実上撤廃

10月30、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、イールドカーブ・コントロール（YCC）のさらなる柔軟化に向けた措置が決定された。具体的には、 $\pm 0.5\%$ 程度を目途としていたレンジを撤廃し、上限の目途のみ $+1.0\%$ として残す。これまでは $+1.0\%$ で連続指値オペを実施していたが、今後は必要に応じ実施する形に改める。急速な動きには臨時オペ等の手段も活用して対応するが、ファンダメンタルズに沿った動きと認められれば、 $+1\%$ を超える上昇も認めるというものである。

通信社の市場関係者へのアンケートでは、会合のつい1週間前まで、すえ置きとの見方が大勢を占めていたが、その後の日銀界隈からの情報発信や新聞報道などから、会合の前日までにはなんらかの修正に動くとの見方が優勢になっていた。具体的な変更方法としては、連続指値オペの水準を 1.5% に引き上げるなど、明確な上限は残すとの見方が多かったように思われるが、これで明確な上限はなくなった。「目途」という表現が日銀にとってさほど重みを持たないことは、かつて「80兆円を目途」という年間の国債買い入れペースの目標値を、現実の買い入れ額が大幅に下回るなかでも相当の期間残した実績から明らかである。10年国債利回りの操作目標の水準はあくまでゼロだが、事実上の利上げとの指摘をかわすために残さざるを得なかった措置であり、変動許容幅を $\pm 0.5\%$ に広げた時点ですでに有名無実化している。長期金利の動きを完全に市場に委ねるにあたり、「ここを変えなければできない」といった規定はもはや存在しない。今回の変更は、事実上の10年国債利回りの操作目標撤廃と言ってよいだろう。

2. 予想以上に早かった「次なる一手」

日銀はこれで、金融政策の正常化に一段と前進した。決定会合の採決におけるリフレ派委員の目立った「反

乱」を見ないまま、ここまで順調にこぎつけたことに関しては意外感もある。筆者自身、7月の政策変更時は、これで当面新たな変更は必要なくなったとみていたが、日銀の動きは予想以上に早い。植田総裁は、今回の会合後の定例会見で、政策変更の理由について、「**私どもの物価見通しが上振れてきたということ、それから、こちらの方が大きいかもしれませんが、米国の金利上昇が非常に大幅でそれが我が国の金利にも及んできたこと**」と説明している。とはいえ、金融緩和が看板の安倍政権時代なら、こうした動きは政府サイドからの強いけん制を受けていた可能性が否定できない。アベノミクスの残滓にこだわるより円安対策への協力を望む岸田政権、日銀に金融緩和を求める社会的圧力の消滅、こうした空気に乗じ市場機能の回復を急ぎたい日銀プロパーの思惑等があいまって、こうした流れが加速したと考えられる。これでマイナス金利も解除されれば、「金利のある世界」がいよいよ本格化する。個人的には歓迎したい動きである。

3. 長期金利が1%を大幅に上回る可能性は低い

長期金利の落ち着きどころについて、植田総裁は日銀の政策方針も踏まえたうえで、「**長期金利に上昇圧力がかかるなかでも、1%を大幅に上回るとは見ていません**」と述べている。あるいはマイナス圏にあるとされる日本の実質中立金利や、限界的な上昇にとどまる中長期のインフレ期待、日銀の直接コントロール下にはない超長期債の金利水準を考えれば、妥当な見方と考えられる。

会見では、ファンダメンタルズに基づいた動きと投機的な動きの判別方法についての質問も出されたが、「**現実問題としてオペを担当する市場局あるいは執行部が、毎日といった短期の時限で両者を的確に識別することはなかなか難しいと思います。現実の運用としては、その時の長期金利の水準とか、上がっていくときのスピードを見ながら少しずつブレーキをかけて、ある程度時間が経ったところでまとめて見てもう一回判断することを繰り返していくしかない**」と、その時々水準や動きの早さで判断していく姿勢を示している。長期、超長期の国債利回りはしばらく振れやすくなる展開が予想されるが、オペを通じた日銀と市場の対話のなかで、徐々に落ち着きどころを探っていくと考えられる。

4. マイナス金利解除までの手順は

次の注目点はマイナス金利の解除の時期ということになる。YCCの柔軟化については、事実上の意味合いはともかく、日銀にとって利上げではないとの建前を維持することは可能だが、マイナス金利の解除は利上げそのものであることから、実施のためには物価目標の達成を宣言できることが条件になる。今回の会合では、市場の過度な織り込みが進まないよう随所に工夫を凝らしている。まず、公表文のフォワードガイダンスは今回も変更されなかった。以前から市場で変更観測がくすぶっていた「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との一節もすえ置かれた。いまや「緩和」と「引き締め」が逆でもすんなり読めてしまうほどだが、ここを少しでも変えれば市場におけるマイナス金利の早期解除観測が加速するのは必至で、変えるに換えられない部分と考えられる。フォワードガイダンスについては、いじるにしても、マイナス金利解除の直前の会合になるのではない。

また、展望レポートの物価見通しでは、足元までの実績に鑑み2023年度を大幅上方修正、足元の物価上昇率を▲1%程度押し下げている政府の激変緩和措置の終了を見込むことで、2024年度の水準も大幅上方修正した。ただし、2025年度の見通しは引き続き2%以下と置き、物価目標の達成には至っていないとのスタンスを示す形とな

(図表1)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10月 展望レポート	23年10月 展望レポート (当社予想)
2023年度	実質GDP	1.7	1.4	1.3	2.0	1.6
	コアCPI	1.6	1.8	2.5	2.8	3.0
2024年度	実質GDP	1.1	1.2	1.2	1.0	1.2
	コアCPI	1.8	2.0	1.9	2.8	1.9
2025年度	実質GDP	-	1.0	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	-	1.6	1.6	1.7	1.6

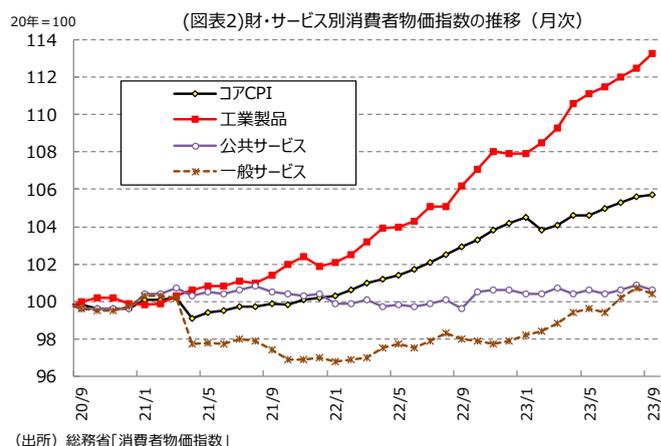
(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

っている（図表 1）。ここも、解除と同時か、あるいは直前の会合で 2%以上に修正するということになるだろう。

5. 賃金との好循環をどう見極めるか

物価上昇の質も問題となる。植田総裁は会見で、物価上昇圧力の背景について、「**第 1 の力は、輸入物価の上昇が国内物価に及んでいくところ、第 2 の力は国内の賃金と物価が好循環で回っていくところ**」と整理し、足元までの上昇は、「**第 1 の力が長引いていることや、このところの原油価格の上昇**」が大きいとしている。公表文でも、物価見通しの 7 月からの上振れについて、「その主因は、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である」と、要因が需要サイドではなく供給サイドにあることをあえて強調する一文を挿入している。植田総裁が第 2 の力を反映していると位置付ける基調的な上昇率については「見通し期間終盤にかけて 2%に向けて徐々に高まっていく」としたものの、「その際には賃金と物価の好循環が強まっていく必要がある」と、植田総裁の従来からの主張である賃金との好循環を改めて公表文のなかでも強調する形となっている。

植田総裁は好循環の具体的な基準について、「**物価上昇が、すでに今年 1 回ありましたが、賃金上昇に跳ね返るといふこと。これが続いていくということ。賃金が上がったことが、物価、特にサービス価格を引き上げていくということ。この両方がぐるぐる、物価で言えば 2%に近いところで回り続けるということが必要、あるいはそういう風になりそうだという見極めが必要かと思っています**」と述べている。ここでのポイントは二つで、まずはサービス価格の上昇が確認できること、また、そうなりそうだという「見極め」がつけば必ずしも実績を待つ必要はないということである。統計を見る限りでは、サービス価格についてはややハードルが高いように見えなくもない。今のところ上昇率は財価格に比べればはるかに鈍く、一般サービスについてはようやくコロナ前の水準を取り戻したあたりである（図表 2）。ただ、直近のサービス価格の上昇率は、民間、一般を合わせた合計ベースで曲がりなりにも 2 カ月連続で 2.0%に乗せてきている。あと 1 回の春闘の経緯を確認したうえで、「見極め」をつけることは可能なレベルと考えられる。



6. マイナス金利解除は来年 4 月がメインシナリオ

春闘の最終結果を見るまで動けないのかという質問に対し植田総裁は、「**完全なデータを得るまでには来年も相当先までいかないと入ってこない。その前の段階でどれくらい賃金の上昇を見通せるかという点については、賃金のデータ、ヒアリング情報含めまして、経済情勢次第だと思えます**」と、最終結果まで必ずしも待つ必要はないとのスタンスを示している。このうち、「賃金のデータ」に関しては、実質賃金が前年比マイナス圏で推移している限りさすがに動けないのではないかとみられる。ただ、今後の物価動向次第で年明けにはプラス圏に浮上する可能性は十分ある。賃金関連の主要統計である毎月勤労統計はサンプル替えによる振れが大きく、共通事業所ベースで見ればプラス転換の時期はさらに早まる可能性が高い。

春闘については、最終回答の水準は途中経過から大きくぶれないため、最終結果を待つ必要がないのは確かである。とはいえ、少なくとも集中回答日の結果までは確認する必要があるだろう。当方としては、来年 3 月に

フォワードガイダンスを変更、4月の会合で2025年度の物価見通しを2%超に上方修正するとともに、マイナス金利を解除するというのがメインシナリオである。これが3月に前倒しされる可能性も少なからずあるが、春闘の結果がまだはっきり見通せない1月の段階ではさすがに難しいだろう。

7. 景気の見方に大きな変化はなし

今回の会合における景気判断は「緩やかに回復している」が維持された（図表3）。項目別の判断は、予想物価上昇率を小幅上方修正した以外は、前回9月の会合と同じだった（図表4）。ちなみに、9月会合では全項目を7月と同じ判断にすえ置いていた。リスク要因については、経済のリスクの2番目が「ウクライナ情勢の展開やそのもとの資源・穀物価格の動向」から「資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向」へと変わったが、輸入物価の上昇をリスクと認識しているという点では同じである（図表5）。政策修正を進めるなかでも、景気や物価の見通しが大きく変わったわけではないことが確認できる。

（図表3）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
23年9月22日	緩やかに回復している	→	
23年10月31日	緩やかに回復している	→	

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表4）個別項目の判断

項目	2023年9月	2023年10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、幅広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、幅広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、幅広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、幅広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、緩やかなペースで着実に増加している	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	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	再び上昇の動きがみられている	緩やかに上昇している	↑

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

(図表 5) 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4月	2023年7月	2023年10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の資源・穀物価格の動向	資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向
第3	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	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4月	2023年7月	2023年10月
第1	企業の価格・賃金設定行動	企業の賃金・価格設定行動	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