

日銀サプライズ修正の背景と今後のシナリオ

経済調査室 米谷 友利

要旨

- 日銀は2022年12月会合で長期金利の変動幅を拡大するサプライズ的な政策修正を実施した。黒田総裁は緩和の持続性を高める措置と説明するが、金融緩和の出口の第一歩を踏み出したとの見方も多い。
- イールドカーブの歪みや、その是正のための国債大規模買入、社債調達環境の悪化、為替変動の増幅など、低インフレの環境下では目立たなかったYCCの副作用が強まっている。
- 1月会合後に市場の圧力は一時和らいだが、この春にかけて、米国の利上げ打ち止め観測、日銀総裁人事、春季賃上げなどを材料に、政策修正観測が再び強まる可能性がある。

2022年は、米国などの利上げにより国内金利にも上昇圧力が加わったほか、急激な円安が進行し、輸入物価上昇によりインフレ率は40年ぶりの高さとなった。この中でも日銀は異次元緩和の修正観測を一貫して否定してきたが、12月の金融政策決定会合で長期金利の許容変動幅拡大を決めた。黒田総裁は、市場機能の低下を是正する措置との説明に終始したが、市場ではインフレ高進に伴い金融緩和の出口の第一歩を踏み出したとの見方も多い。本稿では、サプライズとなった12月会合の要点やその背景を整理しつつ、現状維持を決めた1月会合も踏まえ、今後の論点を考えてみたい。

1.日銀は長期金利の変動幅を±0.5%に修正

日銀は、12/19、20の政策決定会合で、イールドカーブコントロール(YCC)下での長期金利の変動幅を±0.25%から±0.5%に拡大した。併せて、急激な金利上昇を抑制するための国債買入の増額、イールドカーブの歪み解消を目指した指値オペの対象年限の拡大を決めた(図表1-1)。日銀は、債券市場などの機能低下を是正し、緩和の持続性を高める措置と説明する。ただし、0.25%を超える変動幅拡大は設備投資を下押しする「事実上の利上げ」であり、2%物価目標達成がみえるまで修正は不適切との説明を直前まで繰り返しており、今回の決定はサプライズとなった(図表1-2)。

図表1-1 ドル円と日米金利差

長短金利操作 (YCC)	短期: ▲0.1%(当預の政策金利残高に適用) 長期: 0%、変動幅は±0.25%⇒±0.5% 毎日10年債の指値オペ⇒10年以外の年限も
量的質的金融緩和 (QQE) +コロナ対応	1.金融市場の安定化: 国債買入、ドル供給オペ 長期国債の買入額を月間7.3⇒9兆円に増額 2.ETFやJ-REITの買入(必要に応じ実施) 3.資金繰り支援: CP・社債の買入、コロナオペ(コロナオペは23年3月に終了予定)
フォワードガイダンス	➢ オーバーシュート型コミットメント(2%の物価目標を超えるまで緩和継続) ➢ 当面の長短金利は現在の水準以下を想定

(備考) 日本銀行により日本政策投資銀行作成

図表1-2 長期金利の変動幅拡大に対する日銀の説明

12月会合前	21/3:政策点検、22/4:黒田総裁 ➢ 変動幅が±0.25%であれば、設備投資に悪影響ない 22/5/10:内田理事、22/6/1:若田部副総裁 ➢ 変動幅拡大は「事実上の利上げ」
	22年9月会合、22/9/27:黒田総裁 ➢ 当面は利上げしない、変動幅拡大は金融引き締め
12月会合後	➢ 利上げや金融引き締め、出口のいずれでもない ➢ 変動幅拡大により市場機能が改善し、むしろプラス ➢ 足元の期待インフレ率上昇により実質金利が低下しており、緩和的な金融環境が形成されている

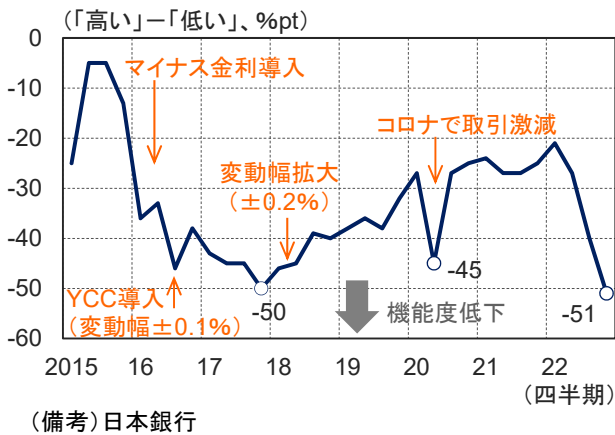
(備考) 日本銀行により日本政策投資銀行作成

2.12月は政策修正の好機だったとも考えられる

長期金利は22年に入って上昇し、許容変動幅の上限である0.25%に張り付く状況が続いていた。また、米国の利上げが進み、急速な円安が進んだ夏頃から政策修正の思惑が強まる中、新発10年債の取引不成立が頻発し、社債も10年債の発行が減るなど市場機能は一段と悪化した(図表2-1)。

ただし、市場機能の低下はかねてより指摘されており、12月に突如政策を修正した背景は他にも考えられる。長期金利操作の修正を事前に示せば急速に国債売りが強まるためサプライズにせざるを得なかったとの指摘のほか、米国の利上げペース鈍化が意識される中で外的要因が比較的小さく、国内景気が堅調で、かつ為替も追加的な円高の余地があったことを考えると、12月は政策修正の好機だったとも考えられる(図表2-2)。

図表2-1 債券市場の機能度判断DI



3.YCC死守でイールドカーブは歪み、国債保有比率は5割を超える

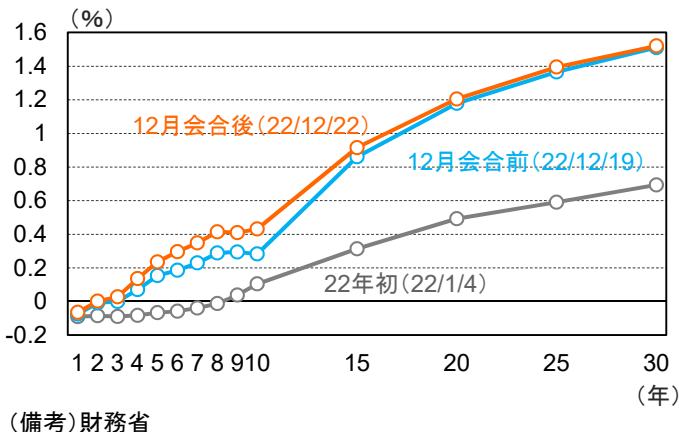
2022年後半は、政策修正観測を受けて海外勢などの国債売り圧力が強まる中、日銀が10年金利の上限を堅持したことで、その前後の金利が上昇する形でイールドカーブに歪みが生じた。12月の修正でこれは一時的に緩和したが、日銀が2、5、20年を指値オペによるコントロールの対象に加えたことで、市場機能はむしろ低下したとの指摘もみられる(図表2-3)。1月17~18日の会合前には、再び市場機能低下を理由にしてYCCを撤廃するとの観測が浮上し、過去最大規模の国債買入が行われており、国債買入を抑えながら長短金利を安定させるというYCC導入当初の目的に反する政策運営を余儀なくされた。日銀の国債保有比率は9月末時点で5割を上回り、23年は1月会合前の買入によって一段と高まったとみられる(図表2-4)。なお、日銀は国債大規模買入は金融政策上の目的であ

図表2-2 12月会合で変動幅拡大を決めた要因

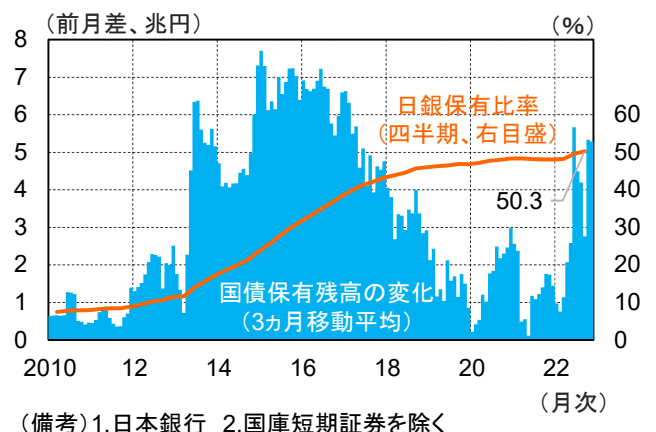
政策運営	<ul style="list-style-type: none"> 修正観測による金利変動圧力を抑えるため、長期金利操作の変更はサプライズ的にならざるを得ない 23年4月の新体制発足後に修正すれば、引き締めへの移行が強調されやすい
海外要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国経済の景気悪化は緩やか 米金利が低下し、国内金利への上昇圧力は小さい 外国人投資家がクリスマス休暇入りし、変動要因小
国内要因	<ul style="list-style-type: none"> (日銀の説明)低下した金融市場の機能改善 国内景気は堅調、物価・賃金が上昇 円安は130円台に修正も、円高圧力のバッファーあり

(備考)識者意見などにより日本政策投資銀行作成

図表2-3 イールドカーブの変化



図表2-4 日銀の国債保有残高と保有比率



ると説明し、財政ファイナンスとの指摘を退けるほか、金利上昇による短期的な含み損や赤字は、通貨発行能力を有する点などから問題ないとしている。

4.1月会合後も修正圧力は続く

また、日銀の政策変更は為替への影響を増幅した。22年春から急速に利上げを進めた米国では、10月以降に利上げ鈍化観測が強まり、日本との金利差拡大を主因に進んだ円安も反転した。12月には日銀が政策修正を行ったことで円高がさらに進んだ。1月会合では、事前の追加修正観測で円高に振れるとともに、予想に反して政策が現状維持となると、円安に戻した。こうした為替の急変動は、実体面でも企業の計画策定などにマイナスとなり、YCCの修正や出口における副作用の一端ともなりえる(図表3-1)。

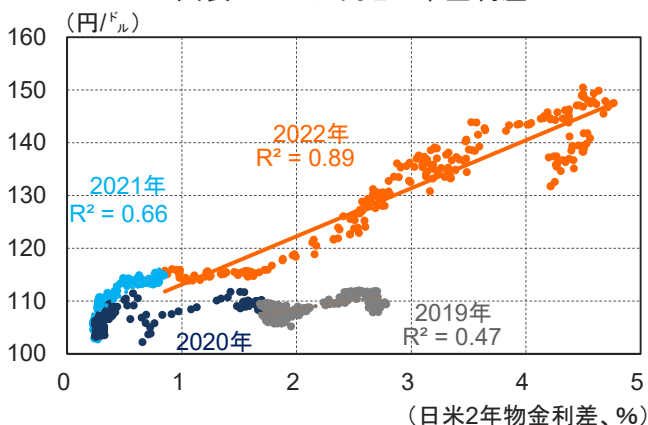
また、22年春以降の政策修正観測を受け、10年物スワップレート(日本円OIS)は、長期金利からかい離して上昇した。特に12月会合後は、かい離が埋まらなかったばかりか、1月会合前にはスワップレートが一時1%を超えるなど、市場はさらなる変動幅拡大や、長期金利ターゲットの撤廃などを織り込んだ。1月会合で導入された共通担保オペの拡充は、裁定取引によって国債市場だけでなく、スワップ市場などの金利低下を促す狙いがうかがえるが、政策修正観測がくすぶり続けられれば、金融機関はやがて国債の大規模購入をためらう可能性もあり、市場を安定させる効果が十分かつ持続的に発揮できるかは課題となっている(図表3-2)。

5.今後の論点

現状維持が決まった1月会合後は、投機的なポジションの巻き戻しの影響も報じられており、一時的に市場の圧力が和らいでいる。しかしこの春にかけても、①米国のインフレ率鈍化を受けた利上げ打ち止め観測(2/1と3/22にFOMC結果公表)による国内金利への上昇圧力低下に加え、②日銀総裁人事(2月に国会に提示)、③春闘賃上げ率の高まり、といった材料によって修正観測が高まる可能性がある。

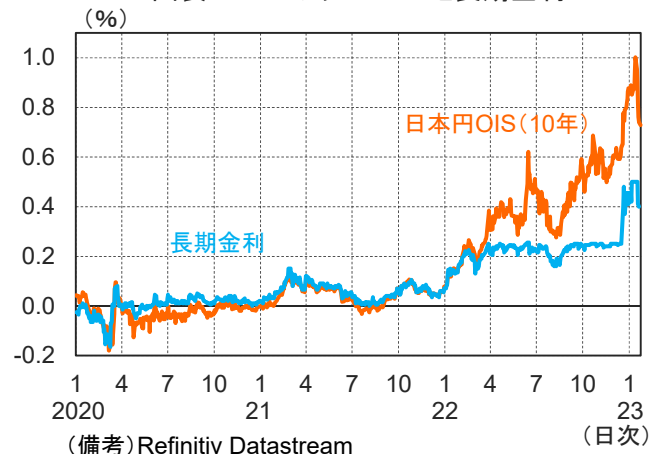
ただし、日本経済は回復が続く見通しとはいえ、当面は海外経済の減速などのリスクが懸念される状況にある。また、23年の春闘では例年のない賃上げが想定されるものの、ベアを除いた賃金上昇率は1%台にとどまる可能性があり、2%物価目標の持続的達成が視野に入るわけではなく、現在の政策ロジックに沿って考えれば、まずは政策維持が模索されるとみられる。他方で、黒田総裁の下での10年間にも、状況に応じた政策枠組みの見直しが行われてきている。目標達成に向けた政策的支援を続けつつも、持続可能性などを加味した見直しが行われる可能性は引き続き注目を集めることになる。

図表3-1 ドル円と日米金利差



(備考)Refinitiv Datastream

図表3-2 スワップレートと長期金利



(備考)Refinitiv Datastream

(日次)

©Development Bank of Japan Inc.2023

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp