

日銀金融政策決定会合（2023年7月）

政策修正はサプライズだが、今後の不透明感は後退

2023年7月31日

お伝えしたいポイント

- 今後の金利動向には要注意だが、金融政策の不確実性後退が期待出来る
- 日銀はYCCの運用柔軟化を金融緩和の持続性向上のためと説明
- 金融引き締め策が立て続けに実施される可能性は低いだろう

今後の金利動向には要注意だが、金融政策の不確実性後退が期待出来る

7月27～28日に行われた金融政策決定会合において日本銀行（以下、日銀）は、YCC（イールドカーブ・コントロール）の運用を柔軟化することを決定しました。28日早朝に一部の新聞で報じられた内容に沿ったものでしたが、27日までは市場で想定されておらず、今回の政策修正はサプライズといえます。

新聞報道を受け、28日の金融市場は値動きの荒い1日となりました。政策修正の影響を最も受ける10年国債利回り（以下、長期金利）は27日の0.4%台半ばから28日は0.5%台半ばまで上昇したほか、為替は対米ドルで円高が進行しました。一方、TOPIX（東証株価指数）や東証REIT指数は寄り付きで下落したものの、午後には下値を切り上げる動きが見られ、終値はTOPIXが前日比▲0.2%、東証REIT指数が同▲0.5%と比較的小幅な下落率に留まりました。当面は長期金利がどの程度で落ち着くのかを見極める必要があるものの、0.5%をやや上回る程度の水準で安定的に推移すれば、追加的な政策修正思惑の後退、つまり金融政策の不確実性低下をもたらし、リスク資産にポジティブに作用することが期待されます。

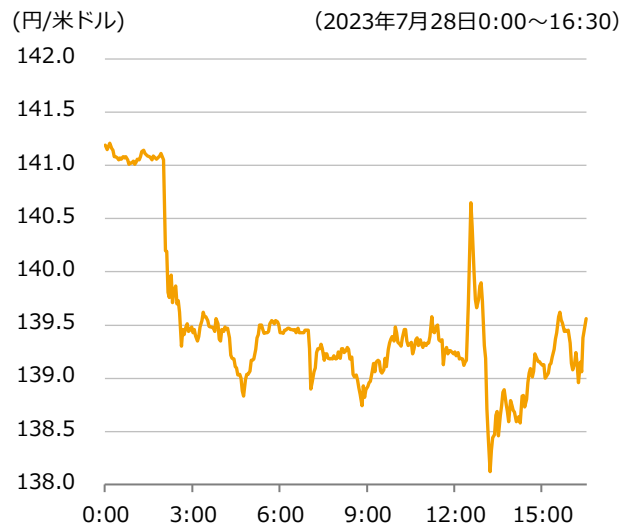
7月28日のTOPIXと10年物国債利回りの動き



※3分足、値のない時刻は直前値を使用

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

7月28日の米ドル円の動き



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

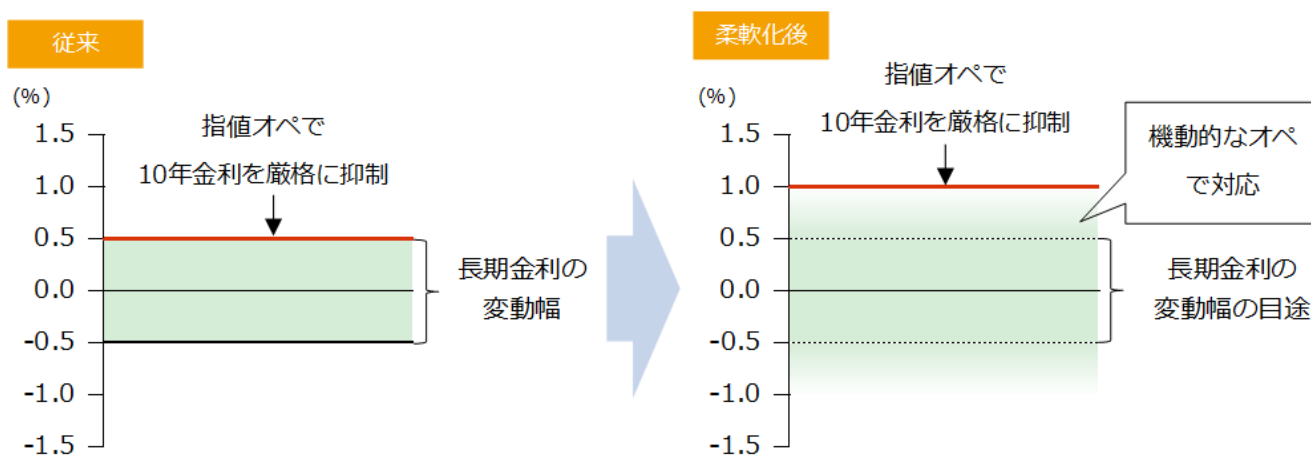
日銀はYCCの運用柔軟化を金融緩和の持続性向上のためと説明

28日の政策決定におけるポイントは、(1)YCCにおける長期金利の変動幅である「 $\pm 0.5\%$ 程度」を「目途」との位置付けに変更したこと、(2)毎営業日実施している指値オペの利回りを0.5%から1.0%に引き上げたこと、(3)声明文において機動的に実施すると言及した項目に、これまでの買入れオペの増額と指値オペに加え、共通担保資金供給オペ（以下、共担オペ）を追加したことです。このうち、(1)と(2)がYCCの運用柔軟化に相当します。その概念図は下図の通りであり、これまで長期金利を上限0.5%で厳格に抑制してきた金利操作を、0.5~1.0%は一定程度許容するというものです。(3)は金利操作の手段として共担オペも活用することをより明確化したものです。共担オペは、日本銀行に差入れられた担保を裏付けとして金融機関に対して資金を貸付ける資金供給オペレーションで、今年1月にはより長い期間の貸出が出来るように制度が拡充されています。低利の資金を供給することで金融機関に対して国債の買入れを促します。これにより日銀が国債を買入れなくても金利を抑制する効果が期待出来ますが、その背景には日銀が国債買入れを抑制したい意図があると思われま

す。植田総裁は28日の記者会見において、長期金利が0.5~1.0%のレンジで推移することをどの程度許容するかについて問われた際、「長期金利の水準や変化のスピードに応じて対応する」との回答に留め、具体的な水準等への言及はありませんでした。今回の施策は、実質的にYCCにおけるレンジの上限が0.5%から1.0%に引き上げられたことを意味し、長期金利形成をより市場に委ねる意図を有しています。7月31日以降、国債買入れオペの金額に変化が見られるかが注目される一方、急速な金利上昇が発生した場合には、日銀は各種オペを活用し、金利を抑える措置を講じてくる可能性が高い点には注意が必要です。

また、このタイミングでの意思決定を行った理由について植田総裁は、金利の上振れリスクが顕在化してから対応を行うと混乱が生じ副作用が大きくなること、場合によってはYCCを撤廃せざるを得なくなる可能性があること、日銀の物価目標達成にはまだ時間が掛かるため政策の持続性を高める必要があること、を挙げました。声明文においても「金融緩和の持続性を高めることが適当」との文言が記載されており、今回の政策修正が金融引き締め策の第1歩ではなく、金融緩和策の持続性を高める意図であることを日銀は強調しています。

■ イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用の柔軟化について



(出所) 日本銀行

金融引き締め策が立て続けに実施される可能性は低いだろう

今後のポイントは、短期的には長期金利がどの程度で落ち着くのか、中期的には日銀の物価見通しに更なる変化が生じるかです。

目先の注目点は、今回のYCCの運用柔軟化を受けた長期金利の反応です。左下図は長期金利と10年OIS（オーバーナイトインデックス・スワップ）の推移を見たものです。OIS金利は、YCCの影響が反映されないため市場の自然な価格形成と解釈することが可能です。その10年OISは2023年3月下旬以降、概ね0.6%前後で推移してきました。このため、日銀が今後、買入れオペの金額を大きく減額することがなければ、長期金利は0.6%程度で推移することが一つの目安として考えられます。28日の長期金利は0.5%を既にやや上回っており、31日以降の長期金利が落ち着きを取り戻すのかが注目されます。

中期的な注目点は、マイナス金利撤廃を中心としたさらなる金融政策修正に対する市場の思惑が高まるかであり、そのポイントは日銀の物価見通しです。28日の展望レポートで日銀が示した経済・物価見通しは右下表の通りです。注目された政策委員の物価見通しは、除く生鮮食品の消費者物価指数の予想中央値で、23年度が前年度比+2.5%と前回予想から大きく上方修正されたものの、2024年度は+1.9%、2025年度は+1.6%と2%を下回る予想が示されました。物価予想のリスク評価を見ると、2024年度予想は9人中5人が上振れリスクが大きいとしており、今後、2024年度予想が切り上がるリスクがある点には注意が必要です。しかし、2025年度予想は、日銀の物価目標である2%からまだ距離があり、日銀は当面、持続的・安定的に物価目標を達成する状態にはないと、これまでの見方を維持することが予想されます。

今回の金融政策決定会合におけるYCCの柔軟化はサプライズであったものの、この政策決定が金融引き締めへの転換となり、今後、さらなる金融引き締め策が立て続けに実施される可能性は低いと考えます。

10年物国債物利回りと10年OIS金利



※OIS：オーバーナイトインデックス・スワップの略で金利スワップの一種

(出所) ブルームバーグ

日銀政策委員の経済・物価見通し

(2023年7月時点)

	実質GDP	消費者物価指数	
		(除く生鮮食品)	(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)	+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)	+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)	+1.0~1.1 <+1.0>	+1.6~1.9 <+1.6>	+1.8~2.0 <+1.8>

※下段の<>は中央値

(出所) 日本銀行

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。