

2023年7月28日

10年金利の上限を事実上1%に引き上げ

日本銀行は7月27-28日に開催された金融政策決定会合において、YCC（イールドカーブ・コントロール）政策の下、1%までの10年金利上昇を事実上、容認する方針を決定しました。これまで0.5%に設定されていた10年金利の上限は名目的には据え置かれたものの、事実上、形骸化したこととなります。金融市場では、日銀の政策修正に対する一定の警戒感があったものの、7月中旬のブルームバーグによるサーベイでは日銀の政策変更を予想していたエコノミストは回答者全体の18%に過ぎなかったことから、今回の日銀の決定は金融市場にとってサプライズであったと言えます。

日銀による今回の措置は、経済・物価情勢についての不確実性が高い中、上下双方向のリスクにより機動的に対応することで、金融緩和の持続性を高めることを狙いとしています。日銀の声明文では、足元で強まってきた物価の上振れ方向の動きがさらに強まる場合に、実質金利が低下することで金融緩和効果が強まってしまう点や、債券市場の機能に影響するおそれが指摘されました。実際、過去1か月程度の間、10年のブレイクイーブン・インフレ率は、1%弱から1.2%程度にまで上昇しており、その分実質10年金利が低下してきました（図表1）。これを放置すると、意図せずして金融緩和政策が強化されることとなります。この課題は、現行の枠組みによるYCC政策の導入時から存在する課題ですが、これまでは金融緩和の出口がまだ遠いとみられていたこともあり、大きな問題とは認識されていなかったように思います。インフレの2%に向けての動きが視野に入りつつあるこのタイミングで10年金利の変動幅を事実上上げることで、市場による調整機能の発揮の余地を拡大させ、より安定的に金融政策を実施することを狙ったものと言えるでしょう。

今後、実質ベースでの10年金利が、足元での低すぎる水準から、1か月前の水準に上昇するだけであれば、それは意図せずして過度に強まった政策の金融緩和度を元の緩和度に戻すだけという解釈も成り立ちます。今回の日銀の措置が日本の景気に及ぼす悪影響は、今後の10年金利の動き次第ですが、外部環境に不透明感が強く、企業による中期のインフレ期待がまだ2%インフレ目標と整合的な水準まで上昇していない状況下で、名目ベースでの10年金利の上昇を容認する今回の措置が、企業や消費者のマインドに及ぼす悪影響が今後顕在化する可能性があります。この点を踏まえると、今回の措置が2%のインフレ目標を目指す日銀の政策として適切であったかどうかという疑問を抱かざるを得ません。



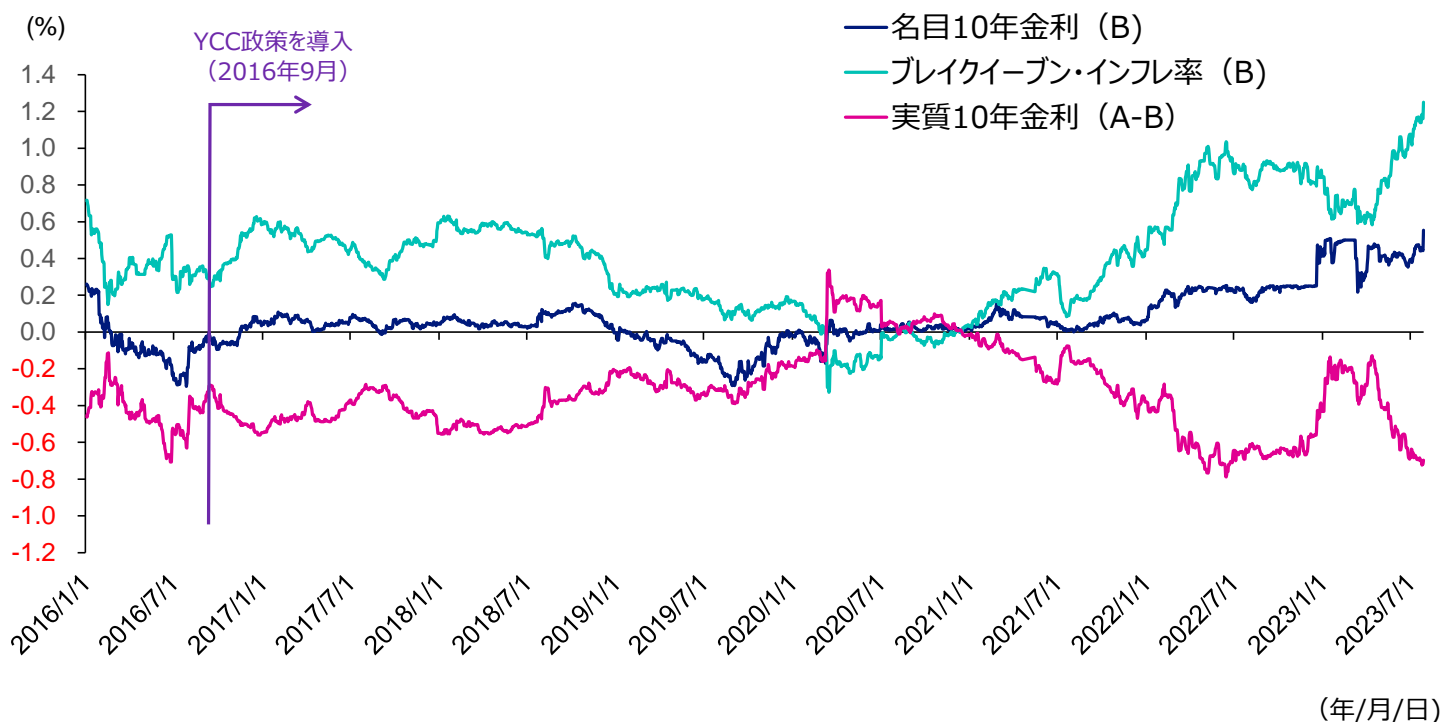
木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

日銀がどの程度まで10年金利の上昇を容認するかに注目

今回の会合では、名目10年金利の上限が、事実上、1%に引き上げられましたが、これが1%以下でありさえすれば、日銀が満足するわけではありません。今回の措置では、日銀による定期的な長期国債の買入れが、これまでよりも柔軟に実施されるという方針が決定されました。日銀は、このオペの増額や減額、そして指値オペ等を通じて、イールドカーブをコントロールしていくことになると思われます。日銀が具体的にどのような条件の下で、どの程度までの10年金利の上昇を容認するのか、金融市場は実際のオペの運用状況をみながら探っていくことになります。

一方、今回の措置が日銀のバランスシートに及ぼすインパクトは、日銀による今後の10年金利オペとそれに対する市場の反応次第です。これまでよりも、0.5%の上限を超えて10年金利が上昇することを容認したことで、必要な国債の買入れ額を少なくできるはずであり、その意味では、以前の方針に比べて、新しい措置の下では日銀が保有する国債残高の増加が抑制されることになります。しかし日銀が望まない水準まで10年金利が上昇する場合には定例の長期国債買入れオペ額が増額されるとみられるほか、10年金利が1%を超えるような状況でも、長期国債の買入れ額が自動的に増加することで、バランスシートが拡大することになります。

(図表1) 日本：名目・実質10年金利とブレイクイーブン・インフレ率の推移



(出所) ブルームバーグ、インベスコ

金融市場への影響と今後の注目点

7月28日の未明に日本経済新聞によって報道された記事は、日本銀行が10年金利の0.5%を超えた水準への上昇を容認するという内容であったことで、日銀による政策の公表前には、10年金利は前日の0.44%から0.5%付近まで上昇し、為替市場では、日米金利差の縮小が材料として織り込まれる形で前日の1ドル = 140円程度から、139円台前半への円高が進行しました。円高や金利上昇が懸念材料となった株式市場では、日経平均株価は前日終値の32,892円から28日の公表前には32,454円半ばまで下落しました。しかし、日銀による実際の政策変更の内容が伝わり、10年金利の1%までの上昇が容認されたとのニュースが伝わると、金融市場ではさらに午前中と同じ方向での振れが拡大し、10年金利は0.538%に上昇、ドル円レートは1ドル = 138.89円へとさらに円高方向に動く一方、日経平均株価は32,413円をつけました（28日2時半現在）。

今後については、短期的には10年金利の動きが日本の金融市場にとって重要となります。10年金利が新たな事実上の上限の1%に向かって上昇する場合には、ドル円レートがさらに円高方向に動くとともに、円高や金利上昇による企業業績へのダメージが織り込まれる形で株価が下落する可能性があります。

もっとも、日本経済は足元で堅調さを維持しており、足元までに観察される日本の長期金利の上昇や円高によってその堅調さが損なわれる可能性は低いと考えられます。一方、日本の長期金利がさらに上昇する場合には、日本の機関投資家による米国債券投資が細ることで、米国の長期金利に対して上昇圧力をもたらす可能性があります。米国時間の27日の段階での日本経済新聞社報道によって既にその影響は顕在化し始めたと考えられますが、28日の日本時間での日銀の決定で1%までの10年金利上昇の可能性が出てきた点は織り込まれていないとみられ、今後の動向が注目されます。

他方、今後の日本銀行の金融政策については、2024年の春闘である程度の賃上げが実施されるとの見方に立ち、賃上げの継続を2%の持続的なインフレの前向きな動きとらえる日銀が2024年4月の政策決定会合において、短期と長期の政策金利をともに引き上げるという見方を継続します。その後、さらなる金融引き締めタイミングにおいて、日銀がYCC政策を撤廃する可能性が高いと予想しています。

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

IM2023-117