

日本銀行・金融政策決定会合(2023年7月)

長短金利操作(YCC)の運用柔軟化を決定

～要旨～

- 7月の金融政策決定会合では「YCCの運用の柔軟化」が決定された。指値オペで厳格に抑制する長期金利水準は0.5%から1.0%に引き上げられた。実質的なYCCの修正と位置付けられよう。
- 今回の柔軟化措置は、物価の上振れリスクの高まりを睨み、金融緩和の「持続性を高める」ことが目的であり、「粘り強く金融緩和を続ける必要がある」との姿勢に変化はなかったとみられる。
- 展望レポートでは、2024～2025年度の経済・物価見通しに大きな変化はなかった。物価見通しは物価目標の安定的達成を示さず、金融緩和の継続を示唆。ただし、リスクバランスは上振れ方向へ傾斜。
- 2023年度中は、YCCを軸とした金融緩和の枠組みが維持されよう。2024年の春闘で強い賃上げ継続が実現した場合、2024年度の金融政策正常化のプロセス開始が視野に入ってくる。

1. 2023年7月の金融政策運営方針

「YCCの運用の柔軟化」を決定 7月27～28日、日本銀行は金融政策決定会合を開催し、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、以下YCC)の運用を柔軟化することを決定した。具体的には、**図表1**の通り、YCCの長期金利(10年物国債金利)の変動幅について、「±0.5%程度」という基準は不変も、「目途」という形に修正し、柔軟に運用する旨を明示した。指値オペを実施する利回り水準は、「0.5%」から「1.0%」に引き上げた。

図表1 長短金利操作の運用の変更点(「当面の金融政策運営について」より抜粋)

2023年6月 決定会合	長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。
	
2023年7月 決定会合	長期金利の変動幅は「±0.5%程度」を 目途 とし、 長短金利操作について、より柔軟に運用する 。10年物国債金利について 1.0% の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、 共通担保資金供給オペ などを実施する。

(注) 文言に変更があった箇所は青色ハイライトとしている。(出所) 日本銀行より、SBI 新生銀行金融調査室作成

金融緩和の「持続性を高める」目的との説明 今回の「YCCの運用の柔軟化」を決定した背景として、①2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っておらず、②上下双方向のリスクに機動的に対応し、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みによる金融緩和の持続性を高める必要があり、③このためにはYCCの運用を柔軟化することが適当である旨の説明がなされている。

金融政策の枠組み自体は修正なし なお、上記の「YCCの運用の柔軟化」以外の面では、特段の政策修正は行われなかった。すなわち、短期金利(日銀当座預金の政策金利残高)に-0.1%のマイナス金利を適用し、長期金利の操作目標をゼロ%程度とする、YCCの金融市場調節方針自体は据え置かれた。資産買入れ方針や先行きの政策指針に関する記述にも変更はなかった。

2023年度中はYCCの枠組みが維持される公算が高まる 今回の措置は、指値オペで厳格に抑制する長期金利水準を0.5%から1.0%に引き上げたという点で、実質的にはYCCの修正と位置付けられよう。後述の通り、物価の上振れリスクの高まりを睨んだフォワード・ルッキングな対応と考えられる。日本銀行の説明資料において

は、今回の運用柔軟化はあくまでも金融緩和の持続性を高めることが目的であり、「粘り強く金融緩和を続ける」とする従来の姿勢は不変であることを強調していたようにも思える。このような日本銀行のスタンスに加えて、今回の柔軟化措置により、YCC の副作用とされる債券市場の機能低下などが相当に緩和されることを踏まえると、少なくとも 2023 年度中は YCC を軸とした金融緩和の枠組みが維持される公算が高まったものとみている。当面は、日本経済の回復力や物価と賃金の好循環の実現を見極める段階が続くとみられるが、2024 年の春闘で強い賃上げ継続が実現した場合、2024 年度の金融政策正常化のプロセス開始が視野に入ってくる。

2. 日本銀行の経済・物価情勢の展望(基本的見解)

経済見通し：前回から概ね不変、1%台の成長が続く見通し 本会合では、四半期ごとに作成される「経済・物価情勢の展望(以下、展望レポート)」が公表された(図表 2)。2023~2025 年度の経済・物価見通し(政策委員の中央値、以下同)を見ると、実質 GDP 成長率(前年度比)については、2023 年度が+1.3%(前回 4 月見通しでは+1.4%)、2024 年度が+1.2%(同+1.2%)、2025 年度が+1.0%(同+1.0%)の見通しであった。予測期間を通じて、国内の実体経済の見通しは前回から概ね不変であった。

物価見通し：2023 年度を上方修正も、2024・2025 年度は概ね不変 物価見通しを見ると、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、前年度比)について、2023 年度が+2.5%(前回 4 月見通しでは+1.8%)、2024 年度が+1.9%(同+2.0%)、2025 年度が+1.6%(同+1.6%)であった。2023 年度は前回から大幅に上方修正も、2024・2025 年度は概ね不変であった。物価安定目標の持続的・安定的な達成という観点では、引き続きやや距離があることが示されたものと考えられる。粘り強く金融緩和を継続する必要があるとの判断につながっている。

物価のリスクバランスは上振れリスクの強まりを示唆 一方、今回の展望レポートでは、物価見通しのリスクバランスについて、「2023 年度と 2024 年度は上振れリスクの方が大きい」との評価が示された。前回 4 月の展望レポートでは、「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」との評価であったため、2024 年度の物価上振れのリスク認識が高まり、2025 年度の物価下振れのリスク認識は薄れた格好だ。

9 人の各政策委員のリスクバランスの見通しを見ると(図表 3)、2024 年度については、前は「リスクは概ね上下にバランス」との判断が 4 人で最多だったが、今回は「上振れリスクが大きい」との判断が 5 人で最多となった。2025 年度については、「リスクは概ね上下にバランス」との判断が最多である点は変わらないものの、「上振れリスクが大きい」との判断が 2 名に増加している。2023 年度はともかくとして、2024 年度以降も物価上振れに対するリスク認識が高まっていることが示唆される。なお、2024・2025 年度ともに「下振れリスクが大きい」と判断している政策委員は 3 名である。物価下振れリスクへの警戒も相応に大きいと推察される点も留意すべきであろう。

YCC 柔軟化の背景とみられる、物価上振れ方向の不確実性への警戒感 物価上振れリスクへの傾斜の背景を考えると、「賃金上昇率の高まり」、「企業の賃金・価格設定行動における変化の兆し」、「予想物価上昇率の上昇」という上振れ方向の動きが、公表文において挙げられている点が重要であろう。こうした物価の上振れ方向の動きに関する不確実性への警戒があるが故に、今回の YCC の運用柔軟化が決定されたものと考えられる。

図表 2 展望レポートでの政策委員の経済・物価見通し



(注 1) 政策委員見通しの中央値。実質 GDP、消費者物価指数ともに前年度比。

(注 2) 消費者物価指数は生鮮食品を除く総合ベース。

(出所) 日本銀行より、SBI 新生銀行金融調査室作成

図表 3 物価見通しのリスクバランス

(単位:人)

見通し年度	展望レポートの公表時期	上振れリスクが大きい	リスクは概ね上下にバランス	下振れリスクが大きい
2023年度	2023年4月	7	2	0
	2023年7月	5	4	0
2024年度	2023年4月	3	4	2
	2023年7月	5	1	3
2025年度	2023年4月	1	5	3
	2023年7月	2	4	3

※最も多い回答を黄色ハイライトしている

(注) 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合ベース)の見通しにおけるリスクバランス。

(出所) 日本銀行より、SBI 新生銀行金融調査室作成

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社 SBI 新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 10 号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会