

## 日本銀行・金融政策決定会合(2024年3月)

### 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを一挙に見直し

#### ～要旨～

- 2024年3月金融政策決定会合では、「物価目標の実現が見通せる状況に至った」として、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを、一挙に見直した。今後の政策運営は短期金利操作に回帰。
- 長期国債の買入れ継続方針を示す等、緩和的な金融政策の継続を示唆。ただし、名目の政策金利水準で見た場合、少なくとも0.5%程度までは「緩和的」と見做される公算が大きい。
- 賃上げ加速等を背景に、先行きの内需回復期待も高まっており、基調的物価やインフレ期待は底堅く推移すると見込む。2024年10月会合での追加利上げをメインシナリオに修正。

#### 2024年3月の金融政策運営方針: マイナス金利政策とYCCの撤廃を決定

3月18日～19日、日本銀行は金融政策決定会合を開催、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを見直し、金融政策運営を大きく転換した。「2%の物価安定の目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」との判断を示した上で、マイナス金利政策とイールドカーブ・コントロール(YCC)については、「その役割を果たした」とし、撤廃した。今後は、短期金利操作を主たる政策手段とする金融政策運営に回帰、政策金利は「無担保コールレート(オーバーナイト物)」とし、金融市場調節方針として、同レートを「0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した。日本銀行は大規模な金融緩和の枠組みからの正常化に踏み出した格好となる。なお、今回の決定は、事前の一連の観測報道等に沿った内容であり、サプライズはなかった。

#### 金融政策運営の変更点: ①マイナス金利解除、②YCC撤廃、③ETF買入終了、④フォワードガイダンス廃止

今回の主な政策修正の内容は大きく4点。1点目は、マイナス金利政策の解除である。日本銀行当座預金は、マイナス金利導入時に3段階の階層構造に分割され、うち政策金利残高の部分には-0.1%の付利金利を適用していた。今回の決定では、こうした階層別の当座預金のスキームは撤廃され、所要準備額相当部分を除く、日本銀行当座預金の超過準備部分に、0.1%の付利金利が適用されることになった。これは、上述の無担保コールレートの誘導目標を実現するための措置となる。

2点目は、YCCの撤廃である。YCCについては、昨年、運用面での柔軟化措置が進められたことにより、実質的には形骸化していた。今回の決定で、長期金利(10年物国債金利)の誘導目標(0%程度)や上限目途(1%)といった、YCCの枠組み自体が完全に撤廃された。また、マネタリーベース拡大方針の継続を約束する「オーバーシュート型コミットメント」についても、その要件を充足したとの判断の下で、廃止された。

そのほか、3点目として、ETFとJ-REITの新規買入れ終了を決定。また、4点目として、「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」とした、緩和バイアスを含むフォワードガイダンスの文言が削除された。

#### 歴史的な政策転換となるも、緩和的な金融政策運営の継続を示唆

今回の決定は、2016年9月から続けてきた「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを抜本的に見直す内容であり、歴史的な政策転換と言えよう。その一方で、先行きの政策について、「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続する」との政策指針が示された。また、長期国債の買入れ方針については、「これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する」とされたほか、長期金利が急激に上昇する場合には、「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」旨が示された。YCC撤廃後も、政策の不連続な発生の回避を企図し、長期金利を一定程度コントロールする方針自体は維持されるとみられる。指値オペ等の強力な政策手段も場合によっては用いられることが示唆されており、金融環境の急激な変化を回避し、緩和的な金融環境を維持する政策運営が当面は続くと思定される。

## 今年の春闘賃上げ率の強さが今回の判断に大きく影響

会合後に開かれた、植田総裁の記者会見(注:以降の総裁発言は筆者聞き取りに基づく)では、今回の政策修正に至った背景として、「春季労使交渉(春闘)の第1回の回答結果が大きな判断材料になった」旨の発言があった。3月15日に連合から公表された、春闘の第1回回答集計の賃上げ率は5.28%となり、事前予想から大幅に上振れし、非常に強い結果となった。

## 緩和的な金融環境が続く背景として、予想物価上昇率や基調的物価上昇率の2%未達を挙げる

植田総裁は、今回の判断根拠として、「大規模緩和の解除に必要なある種の閾値を超えた」とも説明している。一方、今後の利上げペースについて、「現在、手元にある見通しを前提にすると、急激な上昇というのは避けられるとみている」とし、公表文同様、当面は緩和的な金融環境を維持するスタンスを示した。その理由として、「予想物価上昇率は2%には多少距離がある」旨や、「基調的物価上昇率はまだ2%には達していない」との判断が示された。日本銀行は、物価目標達成を「見通せる」状況には至ったが、現状では物価目標達成は「実現していない」と判断しているものと考えられる。なお、緩和的な金融環境がどういった状況を意味するかという点については、「現実の金利が中立金利よりも低い状態が緩和的な金融環境」との説明があった。

## 中立金利の水準は明言を避けるも、現在の政策金利水準は「はっきりと金融緩和的」

中立金利については、具体的言及を避けた格好となった。ただし、政策変更後の名目金利水準として、コールレート(オーバーナイト物)が0.1%ないし0.1%をちょっと下回る水準となり、予想物価上昇率が1%を超えているという前提では、(名目金利から予想物価上昇率を差し引いて計算される)実質金利はかなり大きなマイナスになるという点を挙げ、「実質の中立金利が非常に大きくマイナスでない限り、現在の実質金利は中立水準の実質金利をかなり下回っている、そういう意味で現状でははっきりと金融緩和的な環境にある」との見解が示された。

## 物価見通しや物価を巡るリスクに照らした政策運営を示唆

今後の利上げについては、経済・物価次第との姿勢を示し、「基調的な物価が上昇していけば、緩和の程度は縮小していく」旨の説明がなされたほか、「おおまかには、物価見通しがはっきり上振れるとか、中心見通しがそれほど動かないまでも上振れリスクが高まることがあれば、政策変更の理由になる」旨の説明がなされた。今回の政策変更後の政策金利水準を維持することが絶対ではなく、物価見通しや物価上振れリスクの大きさ次第では、少なくとも緩和的と考えられる領域において、政策金利は引き上げられ得ると想定される。

## 当面の金融政策見通し:2024年10月の追加利上げをメインシナリオに変更

日本銀行は、春闘で賃金上昇の持続性を確認したことを大きな判断材料として、今回の大幅な政策転換に踏み切った。一方、今回の公表文および総裁会見からは、当面は緩和的な金融政策を継続するスタンスであると考えられる。もっとも、植田総裁が中立金利の質疑応答の際に示した点を考慮すると、実質中立金利水準は幅を持って解釈する必要があるとはいえ、少なくとも0.5%程度までの名目中立金利水準であれば、緩和的な金融環境であると位置付けられるのではないかとみている。したがって、物価情勢次第では、緩和的と考えられる領域において、政策金利が段階的に引き上げられる可能性があると考ええる。

加えて、植田総裁の記者会見でも言及があったが、法人企業統計の結果を踏まえて、2023年10-12月期のGDPベースの設備投資が上方修正されたことや、今回の春闘の賃上げ率の上振れにより、個人消費が早期に持ち直す蓋然性が高まっていること等、実体経済(特に内需)を見通す上で明るい材料が出てきている。先行きの基調的物価やインフレ期待の高まりを見通す上でも前向きな動きであろう。従来、筆者は国内家計の実質賃金のプラス転化は2024年度後半とみていたが、今回の春闘の結果から、2024年度前半に前倒しとなる可能性が高まったと考えている。昨年の動きを見る限りは、賃上げの広がりや、消費への波及という観点で不確実性が大きく、2024年度以降のデータを見極める必要があるが、個人消費は徐々に持ち直しに向かうと見込まれる。

筆者は従来、マイナス金利政策解除後の利上げを想定していなかったが、以上の点を踏まえ、2024年度前半にかけての個人消費の回復と物価の基調の底堅さを確認できれば、2024年10-12月期、展望レポートが公表される2024年10月会合において、追加的な利上げが行われるとの見方に変更する。具体的には、無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標の0.25%への引き上げを想定する。ただし、その後も経済・物価情勢が堅調に推移するとしても、2%物価目標達成のハードルは引き続き高いとみており、2025年以降にかけての政策金利の上限は、緩和的と見做される0.5%にとどまると見込む。

- 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