

2022年12月22日

日銀が政策を引き締め方向に修正

日本銀行は12月19-20日に開催された金融政策決定会合において、① 10年金利の許容変動幅の拡大（従来の± 0.25%から± 0.5%へと拡大）、② 日銀による月間の国債購入額の増額、③ 対象とする国債の年限拡大など指値オペの機動的な対応、を軸とする政策変更を決定しました。金融市場にとって大きなサプライズとなったのが変動幅の拡大（①）であり、これはイールドカーブ・コントロール（YCC）政策において設定する長期金利水準の事実上の引き上げとなりました。

日本銀行が、今回変動幅を変更したロジックは、海外金利の上昇による日本のイールドカーブのスティープ化によって国債の市場機能が低下した（具体的には、イールドカーブが10年物近傍のみで相対的に低い水準になるという歪みが生じた）ため、それを改善するために変動幅を拡大する（上記の①）、と言うものでした。国債買入れ額の増額措置（上記の②）と、対象とする国債の年限拡大など指値オペの機動的な対応（上記の③）は、①の実施に伴って必要となった措置と考えられます。②については、金利変動幅の拡大だけでは今回の措置が金融引き締め措置であるとの印象を強めてしまうので、「金融引き締めではない」ことを示すために決定された面があると考えられます。そもそも国債買入れ額を月間7.3兆円から9兆円程度へと増額させるだけでは、イールドカーブ全体を押し下げる効果は非常に限定的です。この点を踏まえると、今回決定された政策は明らかに引き締めの政策であったと言えるでしょう。

対象とする国債の年限拡大など指値オペの機動的な対応（上記の③）については、私は、今回の事実上10年金利引き上げ措置がきっかけとして10年超の金利が大幅に上昇する動きが金融市場で顕在化するのをけん制する意図があったのではと思います。一方、YCCは金利水準を政策的に決めて、その達成のために柔軟に国債買入れ額を調整する政策であり、国債の買入れ額を予め決めてしまう政策とはあまり馴染みません。この点も、指値オペを機動的に実施する政策につながったと思われます。

ドル円レートの動きと総裁任期が政策変更に影響か

それでは、日銀はなぜこのタイミングで政策変更を実施したのでしょうか。イールドカーブが10年物近傍でのみ低めとなる形で市場機能が損なわれるのは、今に始まったことではありません。このタイミングで政策変更が実施されたのは、おそらく、①ドル円為替レートの動き、②黒田総裁の任期一が背景にあると考えられます。大幅な円安の進行中に今回の政策を決めていれば、「円安是正のために金融政策を変えた」との認識が市場で広まり、10年金利の事実上のさらなる引き上げを狙って円売りを仕掛ける投機的な動きを助長するリスクがありました。



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

円安の動きが落ち着いてきた、今のタイミングであれば、そうした投機的な動きが生じるリスクは低いと見て、今回の金融政策決定会合で政策が修正された可能性があります。一方、2023年4月の任期満了が近づくなか、黒田総裁が後任の新総裁指名前のタイミングで自らが導入した政策の歪みを改善しておき、新総裁が政策を遂行するうえでの自由度を高めたかった面があったと考えられます。

以上のように捉えると、今回の政策変更は、「出口政策とか、出口戦略の一步とかそういうものでは全くありません」という、黒田総裁による記者会見での発言通りと言えます。私は、今回の政策変更の公表直後に円高方向に大きく振れたドル円レートがその後円安方向に戻したのは、この考え方が認識された部分があるように思います。

今後、同じ理由で変動幅が拡大される可能性は低い

それでは、今後変動幅がさらに拡大される可能性、あるいは金融引き締め方向への政策変更があるのでしょうか。米国の長期金利は2022年9月中旬以降低下傾向で推移しており、12月15日のFOMC（米連邦公開市場委員会）における米金融政策のタカ派化後も、米国の景気後退への懸念が強まったことで、長期金利低下のトレンドには大きな変化がありません。今後、何らかの理由で日米の長期金利差が拡大しない限りは、日銀が今回と同様の理由で長期金利の変動幅を拡大する可能性は低いと考えられます。このため、今回の日銀政策の決定後に生じたドル安、原油高などの動きは一時的な動きにとどまる可能性が高く、グローバル金融市場へのこれ以上のインパクトは限定的と予想されます。

ただし、欧米の長期金利上昇などによって、日本のイールドカーブが、さらにスティープ化するようなことがあれば、新たに引き上げた0.5%という10年金利の水準がイールドカーブにおいて相対的に低過ぎる状況が生じる結果、日銀が10年金利変動幅をさらに拡大させる可能性があります。これは2023年中に生じうるリスクとして認識したいと思います。

日銀政策の柔軟性は増した

他方、日銀が今回の会合で長期金利の事実上の利上げを実施し、金融市場がそれを消化したことで、日銀が今後、何らかの形で引き締め措置を講じる際のハードルは下がるでしょう。また、日銀が市場機能の低下を強調する形で、YCCを修正したことで、今後の政策変更は予見しにくくなった点も指摘できます。欧米景気の悪化など、外部環境が悪化する中、日銀としては、企業による賃上げ加速を促進する観点から現行政策を当面維持すると考えられます。しかし、外部環境の悪化が限定的なものにとどまったり、内需が想定よりも好調になったり、消費者や企業のインフレ期待がさらに大きく高まるなどの状況が生じる場合、日銀は短期金利のマイナス金利の修正や10年金利の引き上げなどの引き締め措置を、これまで市場で想定されていたよりも実施しやすくなるとみられます。今後の日銀政策をみるうえでは、日本のインフレやインフレ期待、内外需の動き、米国の長期金利動向、新総裁の下での政策スタンス変更の可能性に引き続き注意したいと思います。

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

IM2022-087