

日銀新体制における金融政策を考察する

Japan Bond View | 2023年3月14日

著者

丸山 誠二

取締役投資運用本部長兼
CIO 兼債券運用部長、
チーフ・ファンド・マネジャー

米シリコンバレー銀行の経営破綻や3月に発表された米雇用統計を受けて米長期金利が大幅低下したことに加え、日銀が10日に金融政策を据え置いたことなどを背景に、国内債券は買い戻しが進み、長期金利は2カ月半ぶりの低水準となっている。4月から、いよいよ次期日銀総裁として植田氏が就任するが、今回のレポートでは、植田氏による日銀新体制においてどのような金融政策が採られるのかを考察してみる。

これまでと何が変わるのか

これまでの金融政策は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と呼ばれるが、その政策姿勢においては、「マネタリーベースを増やせばインフレになる」といった決定論的立場が取られている。しかし、植田新体制では、この決定論的立場から政策効果と副作用を確率的に捉える確率論的立場へと修正することが予想される。つまり、マイナス金利、イールド・カーブ・コントロール、量的緩和、質的緩和の政策手段を点検し、効果と副作用のバランスを再評価することになるだろう。その中でも、イールド・カーブ・コントロールに対するアクションが効果と副作用を計る観点で特に注目される。

イールド・カーブ・コントロールは、10年国債利回りを、0%を中心に上下一定の変動幅に収める政策で、昨年12月に変動許容幅を±25bpsから±50bpsに拡大した。それでもなお、市場の10年前後の金利水準から想定する10年国債利回りの適正值は0.5%を超えており、イールドカーブは10年近傍で大きく歪み、イールド・カーブ・コントロールの運営上の限界が指摘されている。従って、市場は、イールド・カーブ・コントロールの修正ないしは撤廃による効果として金融政策を柔軟で持続可能な政策に変更できることを期待してはいるが、突然の金利上昇という出口のコストへの懸念も同時に高まっている。

今後の政策変更における重要点

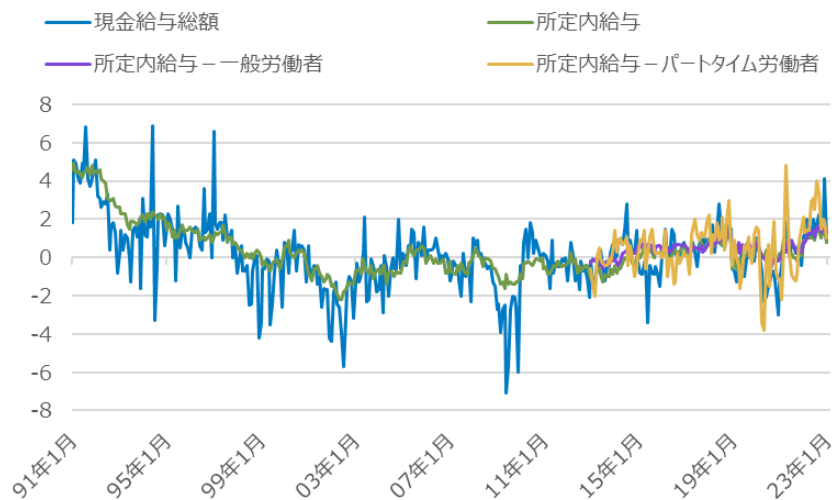
こうした政策の変更を行うにあたって重要なのは、日銀の指摘する通り「賃金の上昇」である。

失われた30年と言われるが、この期間で日本の労働者の一人当たり賃金は殆ど上昇しなかった。賃金が増えなかった原因は一つではなく複合的で、それも時期により異なる。まず90年代はバブル崩壊の影響が大きかったであろう。90年代後半から2000年代には、世界的にイ

インターネット革命が進展、中国の生産国としての台頭、そして、為替が購買力に比べ円高傾向で推移したことから日本企業の競争力が相対的に失われた。競争力の低下に接し、労働者は賃金の上昇よりも雇用の安定を重視した。そして 2010 年代からは、特に高齢者、女性の労働参加率の上昇など、労働力供給の増加の影響が大きかったのではないかと。

しかしここに来て、高齢者については退職年齢が引き上げられれば増加の余地は残されるが、全体としてはいよいよ日本経済における労働市場の供給余剰は解消された可能性がある。労働市場での需給の引き締めは、賃金のみならず、企業の価格設定行動にも影響しているかもしれない。

図：日本の賃金上昇率（前年比%）



出所：厚生労働省（2023年1月時点）

今後の注目イベント

植田総裁候補は、2月24日、国会での所信聴取で基調的な物価見通しが改善するようであればイールド・カーブ・コントロールを見直すと発言した。今後の基調的物価を判断するにあたり、次回提出される日銀展望レポートが注目される。4月27、28日には、新正副総裁の下、初めての金融政策決定会合が開催され、同時に展望レポートが公表される。展望レポート執筆時には、春闘の結果も概ね判明しているだろう。

本資料に関するご留意点

本資料は PGIM ジャパン株式会社の債券運用部が執筆したものです。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル (The Rock) ”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIM ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 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