

# 政策変更の背景と今後の展開を考察する

Japan Bond View | 2024年3月21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

3月19日、日銀は金融政策決定会合で、**その役割を果たしたとして、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策を撤廃**した。今後は、無担保コール翌日物を操作目標とする**通常の金融政策に戻る**ことになる。

今回のレポートでは、政策変更の内容と背景を整理し、今後の利上げや保有国債の行方など今後の展開について考察する。

## 政策変更の内容と背景

3月19日の政策変更の内容と背景に関して、以下の通りに整理を行った。

- 経済の現状認識を「一部に弱めの動きもみられる」と、若干ではあるが下方修正する中での上上げであった。展望レポートで点検の上、4月に政策変更を行う選択肢もあったと思われる中で**今回修正に踏み切ったのは、春闘の一次集計が日銀にとっても驚くほど高かったこと、FEDの利下げ期待後退に伴う年初からの円安傾向、そして何より、修正を行った場合でも市場への影響が軽微となる状況が整ったと判断したことが背景ではないかと考える。**
- 公表文には、上述の「**「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策は、その役割を果たした**」の他、「**賃金と物価の好循環を確認、「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判断**」など物価安定目標達成に向けた力強い文言が並んでいる。フォワードガイダンスは、「マネタリーベース拡大方針」や、「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」などのこれまでの文言は削除された。**今回加えられた「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考えている」が新たなフォワードガイダンスということになる。**
- 物価安定目標に向けた確信度の高まりと、緩和的な金融環境継続方針は一見矛盾しているようにも思えるが、これまでの日銀の情報発信と植田総裁の会見を踏まえると、**物価安定目標実現が見通せる状況になったが、実現するためには、なお緩和的な金融環境が必要と判断していると解釈**できる。

## 市場の反応について

政策修正内容は、事前の情報発信もあり概ね市場の想定通りであったと言えよう。ただし、同時に公表された 4-6 月の国債購入予定額のレンジの中心値が、これまでの買い入れ額と変わらなかったことで、金利は低下で反応した。4 月からは国債発行額の減額が予定されており、日銀の買い入れも幾分減額されることを市場は想定していたようだ。金利の低下で、為替は円安、株式は上昇幅を拡大した。TOPIX の業種別騰落率では、不動産が 4.5% 上昇し、円安で恩恵を受けるセクターを上回った。一方で、銀行は僅かながらマイナス圏に沈んだ。「緩和的な金融環境継続」が材料視されたようだ。

## 今後の展開

今後の展望に関して、以下 3 点に分けて考察する。

### ① 今後の利上げに関して

- 日銀は、物価安定目標の達成に自信を滲ませているものの、新たなフォワードガイダンスに謳っている通り、リスクバランスアプローチの下、慎重に利上げを進めていくことになるだろう。日銀の想定通り、展望レポートの見通し期間終盤（2025 年度終盤）にかけて物価安定目標が達成されるのであれば、それに向け緩和的な金融環境を、中立的な金融環境へ修正していくことが想定されるが、日銀が利上げを慎重に進める背景として、物価安定目標達成になお緩和的な金融環境が必要と判断している他に、物価安定目標達成時の中立金利が日銀にも良く分かっていないという事情があると思われる。
- 例えば、昨年 12 月の多角的レビューに 5 つのモデルを用いた自然利子率（≒中立金利）の試算値があるが、（実質）+0.5～-1.0% 程度と幅が広い。日銀の想定通り物価安定目標が達成されるとしても、まずは、試算値の下限、すなわち名目で 1% を超えない範囲での利上げになるのではないか。
- 今後の利上げは、植田総裁が会見で発言されていた通り、物価見通しがはっきりと上振れする、あるいは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った場合に行われると考えられる。その時期を特定するのは困難だが、今般の春闘の一次集計結果は、1 月の展望レポートで想定していた水準を大きく上回ると見られ、その詳細および消費への波及が明らかになる夏頃、7 月あるいは 10 月の展望レポートで物価見通しを上方修正し、追加利上げを行う可能性がある。その先は不確実性が高まるが、賃金と物価の好循環を目指す日銀が、2025 年度終盤に向け物価安定目標の実現が見通せると判断しているということは、来年の春闘においても、2% を超えるベースアップ実現の可能性が高いと判断していると言えるのではないか。

## ② リスクシナリオについて

- **大幅な円安が進む場合**、日銀は、円安は全体としては日本経済にプラスと判断している可能性があるが、政府は家計を重視するだろう。**過度な円安による家計の実質購買力低下を回避、軽減するため、利上げが前倒しされる可能性がある。**
- **物価安定目標が達成されない可能性もある。**外的ショックの他、例えば、消費者物価指数の特性が達成を阻む可能性もある。日本の消費者物価指数では、2割弱を占める家賃（帰属家賃を含む）で品質調整が行われず、公共料金や医療費では価格設定への政府の介入度合いが強い。これらが今後も上昇しないとすると、**2%達成のためには、家賃、公共料金以外が3%以上上昇する必要がある。**基礎的支出割合の高い高齢世帯への影響は軽微かもしれないが、選択的支出割合の高い現役層の負担が大きく、**消費を抑制することになるかもしれない。**

## ③ 日銀のバランスシートについて

- 今般の公表文では、主たる政策手段を短期金利の操作と明記し、量の記載は無くなった。長期国債の買い入れについては、これまでと概ね同程度の買い入れを継続し、長期金利が急上昇する場合には、機動的に買い入れを実施、に改められた。**国債買い入れへの政策手段の割当が、長期金利水準のコントロールから市場の安定に変更された**とすることだろう。今後予想される利上げ時に効果を発揮すると思われる。
- 一方、**バランスシートの規模が政策目標から外れたことで、今後は粛々と保有国債の縮小が行われるだろう。**日銀が国債発行額の50%強を保有する中、そのストック効果から、10年国債利回りは1%程度、そうでない場合に比べ低い水準にあると考えられている。植田総裁は会見で多くを語らなかったが、日銀もそのことは認識しているはずで、**時期を見て、緩やかに進めることになるのではないか。**IRRBBなど金融規制の導入により、預金取扱金融機関の金利リスク許容度が低下しているため、**国債保有縮小後のバランスシートの規模は、量的質的緩和開始前の規模には戻らないだろう。**

今般の大幅な修正で、金融政策の枠組みは簡素化され、これまでの植田総裁を始めとしたコミュニケーションを通じ、**日銀の政策反応関数は分かりやすくなった。**一方、**経済物価情勢については、過去数十年に及ぶデフレ均衡からインフレ均衡へのシフトの途上であり、ある意味分かりやすかった時代から不確実性の高い時代へ移行したとも言える。**今後も政策の動向を注視し、市場への影響を分析しつつ、運用戦略を立てていきたいと考える。

## 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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会