

今後のマイナス金利解除までの道筋の考察

Japan Bond View | 2023年11月1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

日銀は10月30日、31日の決定会合で、**長短金利操作の再修正を決定し、7月会合で10年国債金利の厳格な上限としていた1%を、「目途」に変更した**。10年金利に明確な上限は無くなり、長短金利操作の内、長期金利操作の形骸化、あるいは事実上の撤廃と言える。

今回の修正は、10年国債利回りが1%に接近したことによるオペ運営上の副作用再発防止からの要請というよりも、**将来の正常化、とりわけマイナス金利解除の布石であり、7月以降更に進んだ円安対策の側面が強いだろう**。

今回のレポートでは、今回公表された展望レポートを整理しつつ、今後のマイナス金利解除までの道筋について考察する。

公表された展望レポートを整理する

同時に公表された展望レポート（基本的見解）では、主に以下のような変化が見られた。

- ① **2023年度の成長率が大幅に上方修正された**。ただし、上方修正は、輸入の減少を主因に想定外に高かった第2四半期を織り込んだことが主因と見られ、**海外経済を含め、今後の見通しに大きな変化は無かった**。
- ② **物価見通しには顕著な変化が見られた**。見通しの中央値では、**2023年度及び2024年が大きく上方修正されたほか、2025年度も小幅に上方修正された**。加えて、説明文にも重大な変化が見られた。物価見通しについて、これまで、「（消費者物価は、プラス幅を縮小した後）再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」との表現にとどめていたが、「（プラス幅を縮小した後）見通し期間終盤にかけて**「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる」と踏み込んだ表現に変更された**。2025年度までの見通し期間中に、物価目標の達成が視野に入ったと認識していることが窺える。
- ③ **企業の賃金・価格設定行動**についても、7月の「変化の兆しがみられている」から、「一部に**従来よりも積極的な動きがみられ始めている**」に前進させた。

今後のマイナス金利解除までの道筋をどう見るか

来年の春闘で相応の賃上げが実現し、**日銀が物価目標達成の可能性が高まったことを理由にマイナス金利の解除を行うとの見通しを中心とした推移**が予想される。

ただし、マイナス金利解除の段階では、物価目標達成の可能性は高まったが未だ達成できていない状態であり、達成を確実にするため、**ゼロ金利と量的緩和を継続することが適当との認識が示されると思われる**。その背景は、デフレ脱却ないし物価目標達成は政府、日銀の悲願であり、達成を目前に、より一層慎重になることが想定されるからである。

一方、米国を中心とした海外経済および、特に為替次第では正常化を急ぐ可能性もあるだろう。為替由来のコストプッシュで、春闘での賃上げを相殺してしまう事態は何としても避けたいのではないかと。米国が厳しい景気後退に陥ることは、引き続きリスク要因ではあるが、日銀はその可能性は低下したと見ていると思われる。

今後の注目点

目先は外部環境、特に米金利と為替との相関を高めつつ、日銀のオペ運営姿勢を確認する展開を想定している。植田総裁は会見で、オペ運営について、「根拠の薄い投機的な動きは機動的なオペで抑える」と発言された一方、10年国債利回りは「1%を大幅に上回るとは見ていない」とも発言されている。

現環境を所与とした場合、10年国債利回りの投機的ではない水準は1%台前半までで、1%台半ばに近付く場合には、機動的なオペが発動されるのではないかとみており、状況を注視し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