

政策修正後のマーケットを展望する

Japan Bond View | 2023年7月31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7月27-28日の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロールの柔軟化を決めた。4月の決定会合を受けて発行した前回のレポート執筆時には、「7月に動く可能性は、皆無ではないが、米経済や来年の春闘を展望するには早すぎると考えられる」としつつ、7月の展望レポートでリスク評価に変化があるかどうか注目していたが、今回の展望レポートで、「上振れリスク」に対する日銀の見方が変化していることが読み取れた。

このタイミングでの政策修正には少し違和感が残っているため、今回のレポートでは、政策修正の背景を改めて整理し、今後のマーケットの展望について考察する。

今回の政策修正の背景を整理する

日銀は7月27-28日の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロールの柔軟化を決めた。10年国債利回りの変動幅を「±0.5%程度」から、「±0.5%程度を**目途**」に変更し、連続指値オペの水準を0.5%から1.0%へ引き上げた。「±0.5%程度」と「±0.5%程度を**目途**」の違いは分りにくいですが、主に以下2点から、**事実上の「変動幅の拡大」であり、金利の上昇を前提とした措置**であることが裏付けられている。

- 決定会合公表分の英語版には、「変動幅は参考であり、厳格な上下限ではない」との意味の記述がある。
- 反対票を投じた委員から反対の理由として「企業の稼ぐ力が高まったことを確認した上で行う方が望ましい」との発言がなされた。

政策修正に至った背景としては、各種報道の通り、賃金や物価が日銀の想定以上に上昇し、遠くない将来に物価目標を達成する可能性が従前より高まったとの認識が上げられる。公表文では、「長短金利操作の運用を柔軟化し、上下双方向のリスクに機動的に対応していく」とされ、**上向き方向もリスクに加えられた**。これまで植田総裁は、大規模緩和を続ける理由として、拙速な政策転換で、ようやく見えてきた2%達成の「芽」を摘んでしまうコストは極めて大きく、待つことのコストは大きくないと説明していたが、今般、その評価が変わったことになる。

植田総裁の政策運営姿勢は、物価目標達成確率と正常化時のコストを総合的に判断すると想定しており、今般の修正はその認識に沿ったものではあるが、このタイミングでの修正には違和

感が残るため、以下に、4月あるいは6月の決定会合から今回の決定会合までの間に何が変わったのかを整理する。

① 「上振れリスク」に関する変化

今般公表された展望レポートでは、物価見通しのリスクバランスを、2023年度と2024年度について上振れリスクの方が大きいとした。（4月の展望レポートでは、2023年度は上振れリスクの方が大きいと2025年度は下振れリスクの方が大きいとされていた。）展望レポート〈概要〉のリスク要因の記述では、「海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性はきわめて高い。」と記載され、後段の「企業の賃金・価格設定行動」が今般追加され、上振れリスクを示していると思われる。

② 「米国経済の見通し」に関する変化

米国経済の見通しについて楽観的になった可能性がある。展望レポートで海外経済の見通しが上方修正されているわけではないが、4月展望レポートでの「米欧の金融機関を巡る問題」は削除された。パウエル議長は、追加利上げを決めた7月26日のFOMC後の記者会見で、個人的見解としながらも、雇用を大幅に悪化させることなく、物価目標の達成が可能と述べたほか、スタッフの見通しとして、年後半の減速を見込むものの、もはや景気後退は想定していないことにも言及している。IMFも、7月公表の世界経済見通し改訂版で、引き続きリスクバランスは下方としながらも、「米国の債務上限問題が解決され、米国とスイスの銀行部門の混乱に当局が強力な対応をとったことにより、見通しに対する負のリスクは軽減された。」としている。

③ 為替動向に対する姿勢の変化

昨年12月同様、為替動向を重視した可能性が高い。昨年150円程度まで進んだ円安は、為替介入および10年変動幅の拡大により130円程度まで戻したが、今年に入り再度円安傾向で推移している。そうした中、5月30日には財務省、金融庁、日銀によるいわゆる三者会合が開催された。米国経済が大幅な利上げにもかかわらず想定以上の強靭さを見せる中、硬直的な政策運営は、再度大幅な円安を招き、輸入物価の上昇を通じ国民の不満を高めかねないとの判断があったのではないかと見ている。実際、決定会合公表文では、長短金利操作の運用の柔軟化によって、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティへの影響を和らげることが期待されるとあり、植田総裁は会見で、「その他の金融市場」には為替も含むと発言している。

今後のマーケットをどう見るか

植田総裁は会見で、柔軟化は、「市場の見方が長期金利に反映される余地を広げようという措置」と発言しており、日銀は市場の価格形成をできるだけ阻害しない形でオペを運営と思われる。当面は、日銀のオペ運営を通じ、どの程度まで、どの様なペースでの金利の上昇を容認するのを探る展開が想定され、その際、今般の修正の動機と思われる為替が強く意識されるものとする。前述の三者協議が行われた際のドル・円は概ね140円、日経新聞にも、

「政府内では「140 円台の円安は明らかに行き過ぎ」との声も出ていた。」との記述がある。一方、短観 6 月調査では、全規模・全産業の今年度事業計画の前提となっている為替は、ドル・円で 132 円 43 銭であった。来年度も相応の賃上げを期待する観点からは、130 円を超える大幅な円高も望ましくはないため、**当面は 130 円台前半程度への円高を促すような金利水準が意識されるのではないかと考える。**

もう少し長い目で見ると、柔軟化されたイールドカーブ・コントロール下での 10 年国債利回りの均衡水準は、物価目標を達成するに足る緩和的な水準であり、かつ、物価目標が達成された場合のコストをできるだけ抑制する水準であるはずだ。物価目標の達成が見通せず、マイナス金利と国債の買い入れが続く前提の下では、海外金利および為替にもよるが、**0.6%～0.9%のレンジを想定**する。イールドカーブ・コントロール導入時に日銀が重視したと見られる「均衡イールドカーブ（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 均衡イールドカーブの概念と計測 2015 年 6 月）」による弊社試算では、今年 3 月末時点の 10 年国債利回りの均衡水準は名目で 1%強であり、他の条件に変化がなければ、0.9%へ上昇したとしても緩和的と言えるだろう。

今後の注目点

今回の会合では、イールドカーブ・コントロールの柔軟化が示されたが、実際にどのようなオペ運用で金利の上昇を容認していくのか、そして明らかに行き過ぎとの声が出ている為替水準の是正をどのように促していくのかに注目している。また、修正されたイールドカーブ・コントロール下で、実際にどのように国債利回りが動くのかを綿密に分析しつつ、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