

# 今後の日銀金融政策をどう見るか

Japan Bond View | 2023年5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

植田新総裁のもとで初めてとなる4月の日銀金融政策決定会合では、これまでの金融政策が維持された。正副総裁の就任会見や事前の報道等から政策は据え置かれることがコンセンサスであったと見られるが、公表文書に加えられた変更は、今後の日銀の政策運営を占う上で極めて重要な意味を持つと考えている。今回のレポートでは、4月の決定会合の内容を整理し、日銀が今後どのように政策運営を行っていくのかを考察する。

## 今回の決定会合を整理する

4月27、28日に行われた金融政策決定会合では、政策を据え置く一方、金融政策運営について、幾つかの変更が加えられた。展望レポートで新たに加えられた2025年度の物価見通しは1.6%に留まったが、2023、2024年度の物価見通しは上方修正された。物価目標達成の可能性は、かつてよりも高まっている中で、植田総裁が「内外経済や金融市場を巡る不確実性は極めて高い。引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きいと判断」と発言したことは重要である。

金融政策運営については、公表文から「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。」が削除された一方で、「内外の経済や金融市場を巡る不確実性が極めて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。」が加えられた。加えられた文章は、今後の政策運営を占う上で、極めて重要な意味を持つ。

### ① 「不確実性が極めて高い」に関して

リセッションが懸念される米国を中心とした海外経済を指していると思われる。「不確実性が極めて高い」は、1月の展望レポート、3月の公表文にもリスク要因として記載があったが、金融政策運営に織り込むことにより、下方リスクを強く警戒し、リスクの大きさを政策判断で重視することがより強調されたと見ている。

## ② 「機動的に対応」に関して

おそらく為替が念頭にあると考える。昨年は海外金利が上昇する中、日銀の硬直的な政策運営が大幅な円安の一因とされた。12月に市場機能回復を理由にイールドカーブコントロールの変動許容幅（レンジ）を拡大したが、目的は大幅な円安に対する対応であったと思われる。

## ③ 「賃金の上昇を伴う形」に関して

過去に黒田前総裁が会見で述べていたが、今回、公表文に明示された。おそらく来年の春闘が念頭にあると思われるが、植田総裁は、来年の春闘を確認するまで動かないということではなく、見通しが立てば動く可能性があるとの趣旨の発言をしている。一方、賃金上昇率の水準については、明言を避けている。

# 今後の政策運営をどう見るか

現段階では、今後以下のような政策運営が行われるのではないかと予想する。

## ① 政策変更のタイミング

経済物価見通しは言うに及ばず、政策判断では「不確実性の見極め」が重要になるため、**政策変更は展望レポートを纏める決定会合で行われる可能性が高い**と見ている。物価見通しが2%弱に維持されていても、不確実性が低下、あるいは想定していたリスク要因に改善がみられれば、政策変更が近いと考えるべきである。時期は早くて年後半、以下のような条件が確認できた場合に、**まずはイールドカーブコントロール（YCC）の修正を行うと予想**している。

### 変更に必要な条件の例

- 米国を中心とした世界経済の減速が軽微であること
- 今年度企業業績が良好で、来年の春闘でも相応の賃上げが実施されると見通せること

## ② YCCに関して

YCCに関する変更は、物価見通しが改善したことを理由に、**10年0%±50bpsを、0.25%±50bpsへ引き上げる形**で行われるとみている。

YCC撤廃を予想する声もあるが、国債購入は「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう」行われており、YCCを撤廃すると国債を買う理由が無くなるため、撤廃の可能性は極めて低いと考える。

変動許容幅（レンジ）に関しては、現状の±50bpsを再拡大する可能性は低いとみている。一方、公表文に追加された「機動的」がレンジの拡大を念頭に置いている可能性はあり、物価目標達成の確信度が高まる前に、再度大幅な円安になる場合などは、レンジの再拡大は起こり得る。

### ③ 多角的レビューに関して

日銀は、今回の会合で、植田総裁は会見で、1年から1年半程度の時間をかけて多角的なレビューを行うことを決めた。期間がなぜ1年から1年半なのかとの質問に対し、植田総裁は「5年の任期中に結果を出して、それを残りの任期で役に立てたい。」と答えている。単なる歴史書ではなく、政策的含意を持つものと想定される。例えば、将来発生する副作用を評価し、バランスシート縮小に向かう際の理論的根拠として活用するかもしれない。その場合、物価目標の達成が見通せない場合であっても、緩和策の縮小が検討され、バランスシート縮小の開始に先立ち、マネタリーベース拡大方針のオーバーシュート型コミットメントを削除する、などの展開も考えられる。

## 今後の注目点

今回の会合では、新執行部が就任直後に能動的に政策変更に動く可能性が低いことが再確認された。次回6月の政策決定会合で動く可能性も、現段階では低いと考えざるを得ない。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。

前述のように、懸念されている不確実性に確実な改善が見られることが、政策変更の条件とみられることから、7月の展望レポートでこういったリスク評価に変化があるかにどうか注目したい。

## 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