

# 日銀の政策修正は限定的に留まる 不確実性は残存、更なる政策修正のハードルは高い

みずほ総合研究所  
調査本部 市場調査部  
03-3591-1249

- 日銀は7月会合でイールドカーブ・コントロールの柔軟化等、緩和策の持続性強化に向けた政策を決定した。展望レポートで物価見通しを引き下げ中、政策修正の内容は限定的なものに留まった
- 政策金利のフォワードガイダンスにより大幅な金利上昇は抑制されるも、10年国債利回りは徐々にレンジを切り上げると予想。イールドカーブはスティーピングする展開を見込む
- 金融仲介機能への副作用にはマイナス金利の解除を含めた対応が必要と考えられるが、フォワードガイダンスにより先送りされた。不確実性が残存し続ける中、更なる政策修正のハードルは高い

## 1. 日銀は、政策の持続性強化に向けた対応策を決定

日本銀行は、7月の金融政策決定会合（7/30・31）でイールドカーブ・コントロールの柔軟化など、緩和策の持続性強化に向けた政策を決定した（図表1）。また、きわめて低い長短金利の水準を当分の間維持するとのフォワードガイダンスが導入された。市場では長期金利目標引き上げへの警戒が高まっていたが、会合後に国債利回りは一旦低下、為替市場では円安が進み、日経平均株価は小幅上昇する結果となった。10年国債利回りは足元0.1%を超えて上昇する動きが見られるが、市場を混乱させずに日銀が政策修正を行えた点は評価できよう。

図表1 7月会合での主な決定事項

・政策金利のフォワードガイダンス	2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。
・イールドカーブ・コントロールの柔軟化	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。
・資産買入れ	ETFおよびJ-REITについては、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうものとする。
・政策金利残高の見直し	マイナス金利が適用される政策金利残高を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させる。

（資料）日本銀行より、みずほ総合研究所作成

イールドカーブ・コントロール柔軟化の狙いは、国債市場での売買高減少など市場機能の低下に対応するとともに、景気回復に応じた長期金利上昇を許容しつつ緩やかに金利を引き上げていく狙いがあるとみられる。櫻井委員は5月の講演で、「金融面からの需要刺激効果の強まりに伴い、需要と供給のバランスに変化が生じ、需給バランスが極端に偏ると、経済の振幅を拡大する恐れがある」と発言した。経済に対する適度な緩和度合いを維持するうえで、市場の金利形成メカニズムを重視するスタンスに転じたと考えられる。もっとも、今次決定において10年国債利回りの目標はゼロ%程度に維持され、大幅な金利上昇には歯止めをかける内容となった。経済・物価情勢の展望（展望レポート）で物価見通しを引き下げるなか、消費増税を控えた政府や、若田部副総裁をはじめとする政策委員会のリフレ派メンバーの理解を得るため、利上げと受けとめられかねない政策修正には踏み込めなかったと考えられる。

展望レポートでは2018～20年度の物価見通しが引き下げられた。これまで物価目標の達成時期としていた2019年度の物価見通し（消費増税の影響を除く）は前年度比+1.8%から+1.5%に引き下げられ、2020年度の見通しも前年度比+1.8%から+1.6%に引き下げられた（図表2）。物価見通しについては下振れリスクが高いとの見方が示されており、黒田総裁は記者会見で見通し期間内での物価目標達成は困難と発言した。日銀は物価目標2%を掲げ続けているが、物価目標を長期目標とし、政策の重点は需給ギャップをプラスとしながら物価上昇のモメンタムを維持する方向にシフトしたと考えられる。

## 2. 10年国債利回りは徐々にレンジを切り上げる展開に

新たに導入された政策金利に対するフォワードガイダンスでは、「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」とされた。消費増税の日本の景気に対する影響を見極めるには、増税後、半年から1年程度の期間が必要になると想定される。フォワードガイダンスによる金融政策の出口論を封じる効果から、短期金利・長期金利両面に低下圧力が掛かり続けることが予想される。

図表2 日銀展望レポート（2018年7月）

（対前年度比、%）

	実質GDP	消費者物価指数 （除く生鮮食品）	
			消費税率引き上げの 影響を除くケース
2018年度	+1.3～+1.5 (+1.5)	+1.0～+1.2 (+1.1)	
4月時点の見通し	+1.4～+1.7 (+1.6)	+1.2～+1.3 (+1.3)	
2019年度	+0.7～+0.9 (+0.8)	+1.8～+2.1 (+2.0)	+1.3～+1.6 (+1.5)
4月時点の見通し	+0.7～+0.9 (+0.8)	+2.0～+2.3 (+2.3)	+1.5～+1.8 (+1.8)
2020年度	+0.7～+0.9 (+0.8)	+1.9～+2.1 (+2.1)	+1.4～+1.6 (+1.6)
4月時点の見通し	+0.7～+0.9 (+0.7)	+2.0～+2.3 (+2.3)	+1.5～+1.8 (+1.8)

（資料）日本銀行より、みずほ総合研究所作成

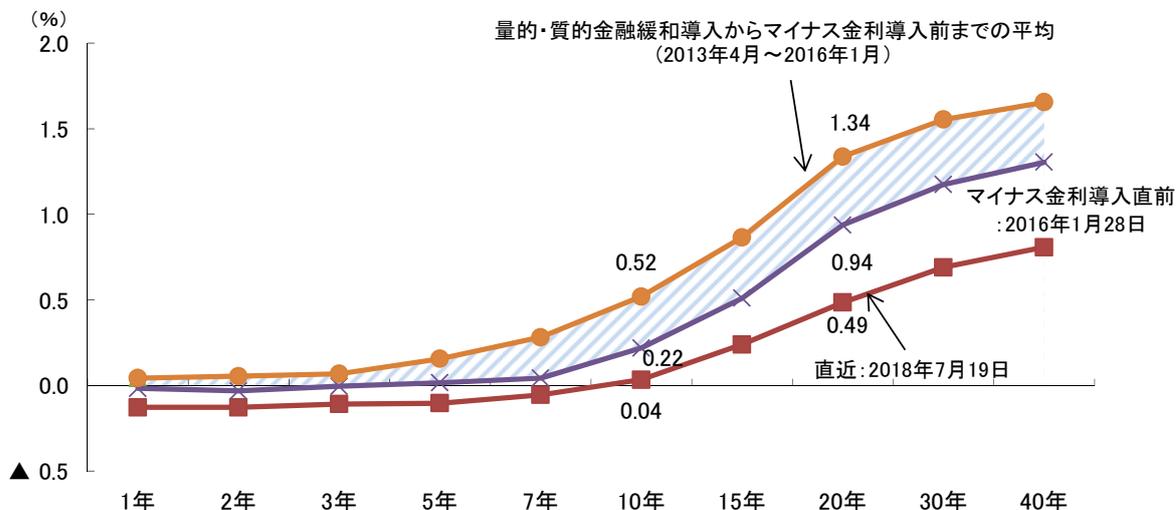
ただし、今次決定においては、イールドカーブコントロールにおける10年国債の変動許容幅について、「経済・物価上昇に応じてある程度変動しうる」とされている。黒田総裁は決定会合後の記者会見において変動幅を「0.1%から倍程度」（±20bp）と発言しており、10年債利回りは今後ある程度上昇することが予想される。長期金利が急速に上昇する場合には迅速かつ適切に国債買入を実施するとの記載から、指値オペにより金利急騰は抑えられと考えられるが、やや長い目で見れば徐々に10年利回りは0%を上振れていくことになるだろう。日銀は7月会合でマイナス金利が適用される政策金利残高を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させることを決定した。今後更に政策金利残高が減少することで短期金利のマイナス幅が縮小していけば、金融機関の短期債への需要が高まる一方、超長期債への需要が低下することで、イールドカーブがスティープニング化する可能性がある。マイナス金利導入直前の10年国債利回りは0.22%程度、2013年の量的・質的金融緩和後、マイナス金利導入直前までの10年国債利回りの平均は0.52%である（図表3）。今後マイナス金利が解除された場合、日銀がイールドカーブ・コントロールを続ける中で、10年国債利回りは0.2~0.5%程度の水準での推移となる可能性がある。

### 3. 不透明感が残存する中、更なる政策修正のハードルが高まる懸念

フォワードガイダンスによれば、経済・物価の不確実性が低下すれば、長短金利の引き上げが可能と読み取れる。しかしながら、消費増税以外にも、米国経済の先行きなど、経済・物価情勢を巡る不確実性は残存し続けるだろう。フォワードガイダンスにより日銀が更なる政策修正を行うハードルは高まった。

黒田総裁は、フォワードガイダンスで記載した消費増税について、「今後の金融政策を取り巻く不確実性の一つの要素として挙げた」と発言している。展望レポートでは、経済のリスク要因として、「米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも含めた新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、地政学的リスク」などを挙げてい

図表3 イールドカーブ



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

る。この中で特に米国経済の先行きは日銀の金融政策に大きな影響を及ぼすだろう。IMFが発表した世界経済見通しでは、米国の成長率について減税効果のはく落などから2020年以降減速する見通しが示されている。仮に景気減速によりFRBが利下げに動けば、日銀の政策修正は封印される。国内では2020年の東京オリンピック後に景気回復が一服する可能性も懸念されており、2021年9月の自民党総裁選後のポストアベノミクスの行方も金融政策の不確実性を高める要因となるだろう。2023年には黒田総裁の任期が満了となる。

不確実性が払拭されなければ、低金利が長期化する一方、金融仲介機能への影響は累積的に高まっていく。黒田総裁は、「現時点で金融仲介機能について全体として大きな問題があるとは考えていない。ただし、低金利環境が長期化するもとの、将来、金融仲介が停滞方向に向かうリスクはあり得る」と発言した。日銀は展望レポートの金融政策運営方針の中に、「金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行う」との一文を加え、副作用への警戒を一段と高める姿勢を示した。しかしながら、今次政策変更は、金融仲介機能に対する副作用への対応としては不十分と見ており、今後、マイナス金利政策の解除を含め、更に長期金利を引き上げ、イールドカーブをスティープニングさせる政策が必要になると考えている。日銀は今後、累積的に高まる副作用のリスクと、経済・物価の不確実性を踏まえ政策運営を行っていくことになる。新たに導入したフォワードガイダンスが政策修正のハードルを高めることが懸念される。

**【共同執筆者】**

市場調査部上席主任エコノミスト	<b>野口雄裕</b>	takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任エコノミスト	<b>殿岡直樹</b>	naoki.tonooka@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。