

調査レポート

今月のグラフ(2018年8月) マイナス金利政策の出口に向かい始めた日銀

研究主幹 鈴木 明彦

日本銀行が7月31日に決定した「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」は、2016年1月のマイナス金利政策を終わらせるための布石を打ったと考えられる。

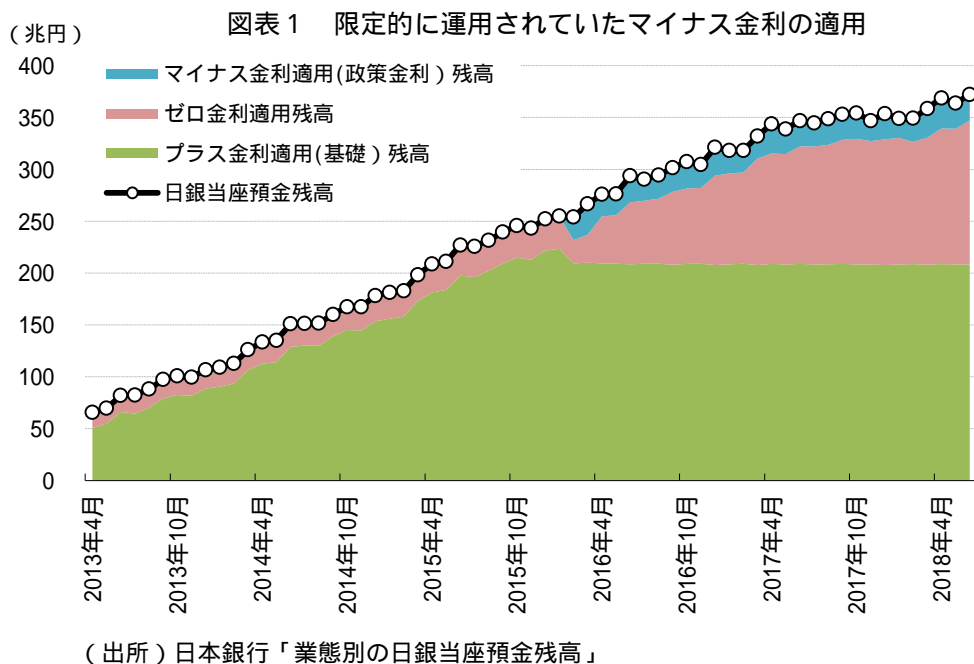
まず、政策金利のフォワードガイダンスだ。「当分の間、現在のきわめて低い長短金利水準を維持する」ということは-0.1%の政策金利は当分動かさないということだが、「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ」ということは、消費税率引き上げが順調に終われば、マイナス金利終了がありうると読める。しかも、2%の物価安定目標とリンクさせていないので、縛りが緩い。

次に、マイナス金利が適用される政策金利残高の見直しが行われ、「長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準から減少させる」ことになった。日銀は、現在10兆円程度の政策金利残高が5兆円程度になるという見込みを示している。もっとも、この見込みは政策金利残高を有する金融機関とゼロ金利が適用されるマクロ加算残高の余裕枠を持っている金融機関との間で裁定取引が行われると仮定した場合の理論値であり、実際の政策金利残高は20~30兆円で推移している。

図表1は、日銀当座預金の推移を適用金利別にみたものだが、マイナス金利政策が導入されたのち、0.1%のプラス金利が適用される基礎残高は凍結される一方、日銀当座預金の増加はゼロ金利適用残高の増加で吸収され、政策金利残高はほとんど増加していない。これまでも、金融機関経営に対する悪影響が考慮され、マイナス金利の適用は限定的に運用され、その存在感は低下していた。今回の残高縮小の決定が実際の残高に及ぼす影響は、さほど大きくないかもしれないが、これまで10兆円という水準を維持してきた残高を意図的に減らすことは、マイナス金利政策の終了を視野に入れたメッセージとも読める

さらに、10年物国債金利はゼロ%程度の誘導目標が維持されたが、「経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうる」とした。黒田総裁は記者会見で、これまでの「概ね±0.1%の幅から、上下にその倍程度に変動し得る」ことを念頭に置いているとした。つまり、ゼロを挟んで-0.2%~+0.2%の変動幅を容認するということだ。もっとも、16年終わりごろからは0%以上で推移していることを考えれば、今後はプラス幅を拡大してくると予想できる(図表2)。これに関して黒田総裁は記者会見で「金利水準を引き上げようという意図は全くありません」と述べている。つまり、市場の実勢で上がってくるのであれば容認し得るということだ。

過去7回の指値オペを見ると0.1%を上限と考えていたようだ。8月1日は0.1%を超えても指値オペを行わなかったということは、誘導目標を上げたということになる。日銀がどこまで容認するかは今後の指値オペで判断することになるが、おそらく0.15%程度が目安になるのではないかと。時間をかけて0.2%程度に上がってくれば、そこはマイナス金利導入前の水準となる。つまり、マイナス金利政策は事実上終わったことになる。



図表3 指値オペの実施状況

オファー日	買入れ対象 (残存期間)	買入れ利回り (指値水準)	応札結果	指値オペ実施の背景となる市場動向
2016/11/17	1年超3年以下 3年超5年以下	-0.09%(新発2年債) -0.04%(新発5年債)	応札なし 応札なし	短中期ゾーンの国債金利上昇に対応
2017/2/3	5年超10年以下	0.11%(新発10年債)	7239億円	長期金利の上昇に対応。2日引値時点で0.11%、3日午前0.15%に上昇
2017/7/7	5年超10年以下	0.11%(新発10年債)	応札なし	長期金利の上昇に対応。当日0.105%に上昇
2018/2/2	5年超10年以下	0.11%(新発10年債)	応札なし	長期金利の上昇に対応。前日及び当日午前0.095%に上昇
2018/7/23	5年超10年以下	0.11%(新発10年債)	応札なし	長期金利の上昇に対応。金融政策変更の思惑から当日午前0.09%に上昇
2018/7/27	5年超10年以下	0.10%(新発10年債)	940億円	長期金利の上昇に対応。当日午前0.105%に上昇。指値金利を切り下げ
2018/7/30	5年超10年以下	0.10%(新発10年債)	1兆6403億円	長期金利の上昇に対応。当日昼過ぎに0.110%に上昇

(出所)日本銀行「金融市場調節」、各種報道より作成

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡ください。