

今後の金融政策と国債市場

— 「正常化」が如何に大変なチャレンジか —

2024年11月26日

愛宕伸康

楽天証券経済研究所

チーフエコノミスト

(東京財団政策研究所 主席研究員)



Step 1 長期金利 manipulation の停止（YCC撤廃）

- ➡ 2022年12月・・・長期金利変動幅の拡大（±0.5%）
- ➡ 2023年 7月・・・YCC運用を柔軟化
- ➡ 2023年10月・・・YCC運用のさらなる柔軟化（上限の目途1.0%）

Step 2 プラス金利への復帰（マイナス金利解除）

- ➡ 2024年1月・・・能登半島地震
- ➡ 2024年3月・・・マイナス金利解除（政策金利0～0.1%）

Step 3 中立金利への利上げとバランスシート圧縮

- ➡ 2024年7月・・・利上げ（政策金利0.25%）、国債買入れ減額開始
- ➡ 2026年?? ...中立金利へ

■ 難題その1

「見通し期間の後半」に「物価安定の目標」は実現するのか

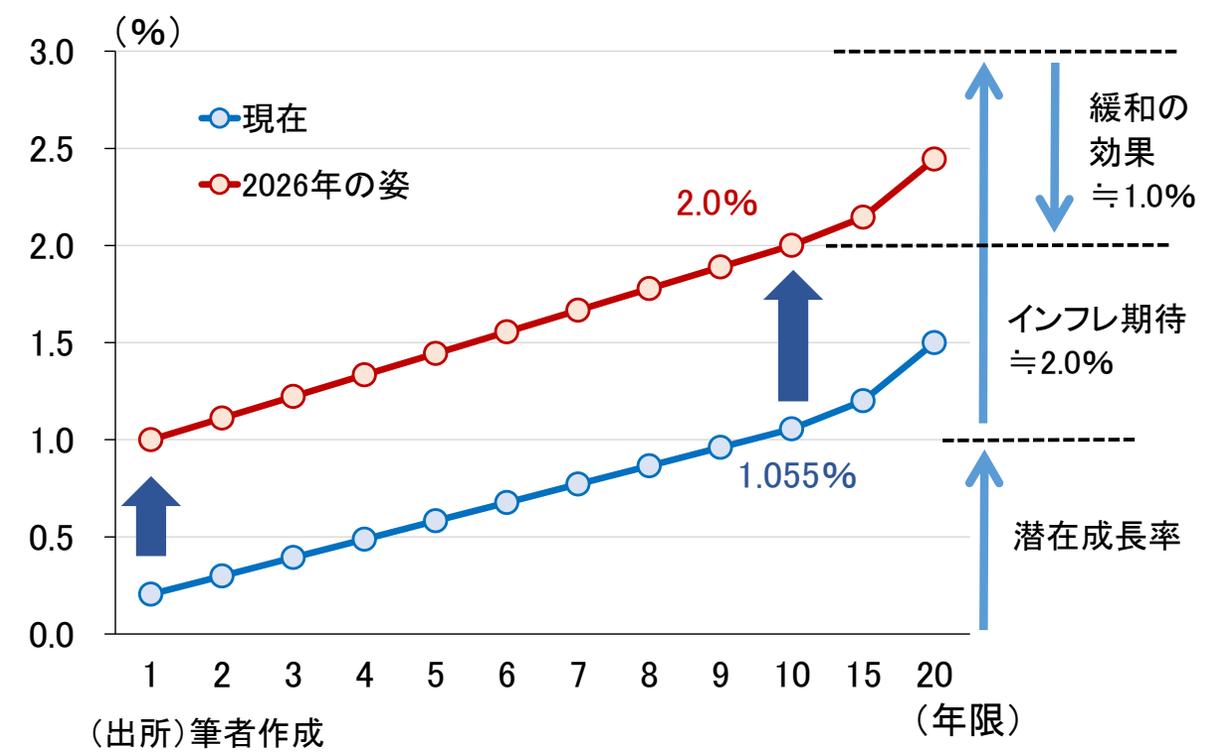
【総裁記者会見での発言(4月26日)】

- ✓ 見通し期間の後半にかけて、この通りの姿になっていくとすれば、政策金利もほぼ中立金利近辺にある。
※中立金利とは、経済に引き締めの的でも緩和的でもない金利水準のこと(1%程度か?)。

日本の10年金利



「見通し期間の後半」のイールドカーブ

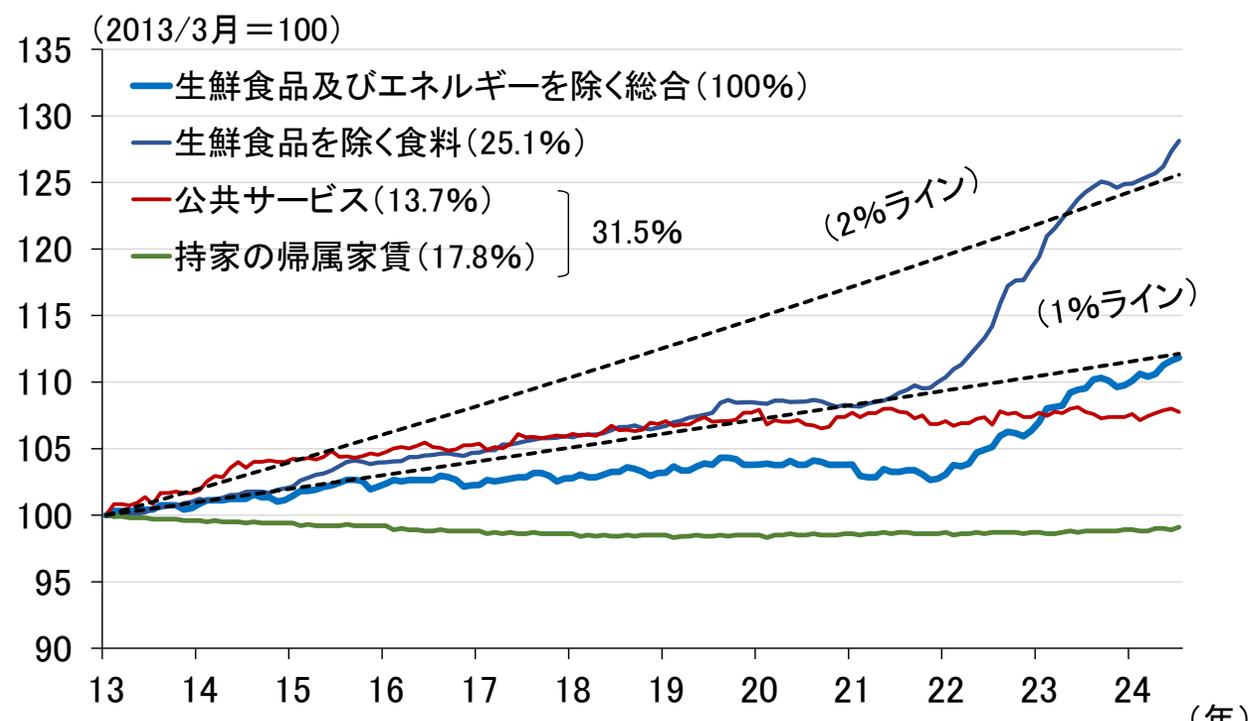


■ 難題その1

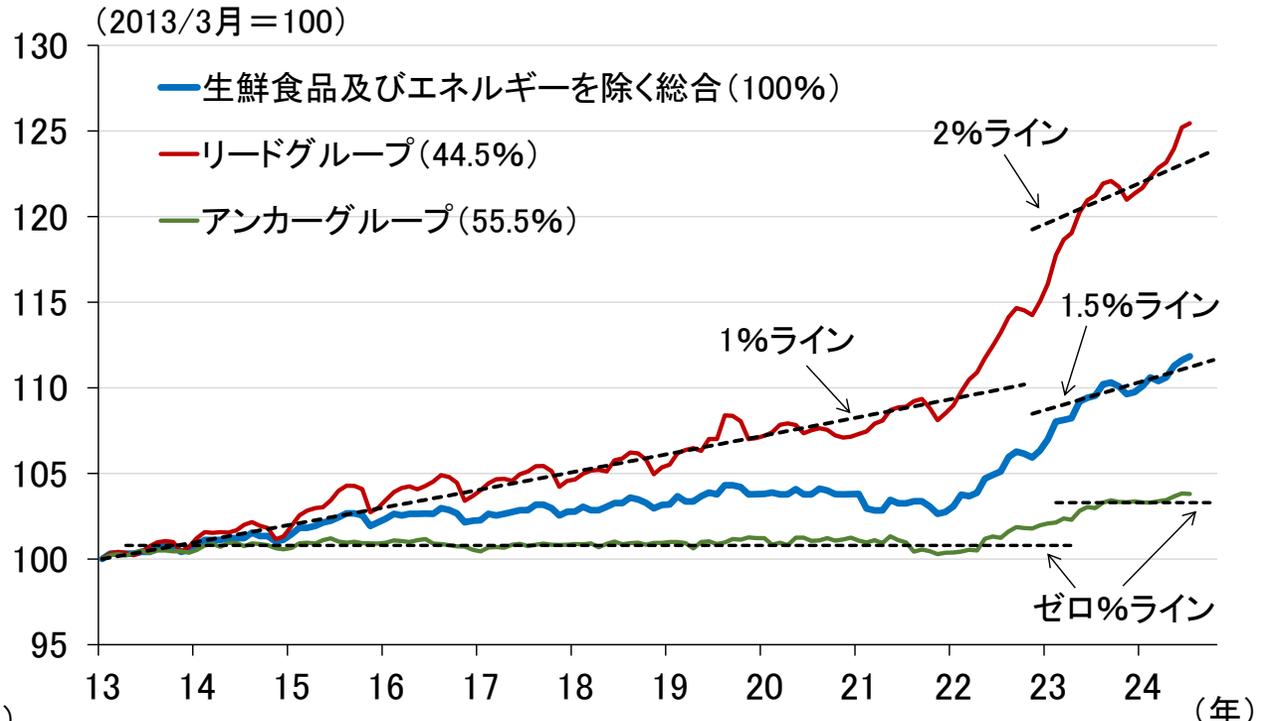
「見通し期間の後半」に「物価安定の目標」は実現するのか

✓ 消費者物価指数の品目には動き難い品目が存在する。そうしたゼロ%近辺で動かない品目が2%まで上昇するか、もしくはそれ以外の品目が大幅に上昇する必要がある。

消費者物価の動きやすい品目と動き難い品目



リードグループとアンカーグループ

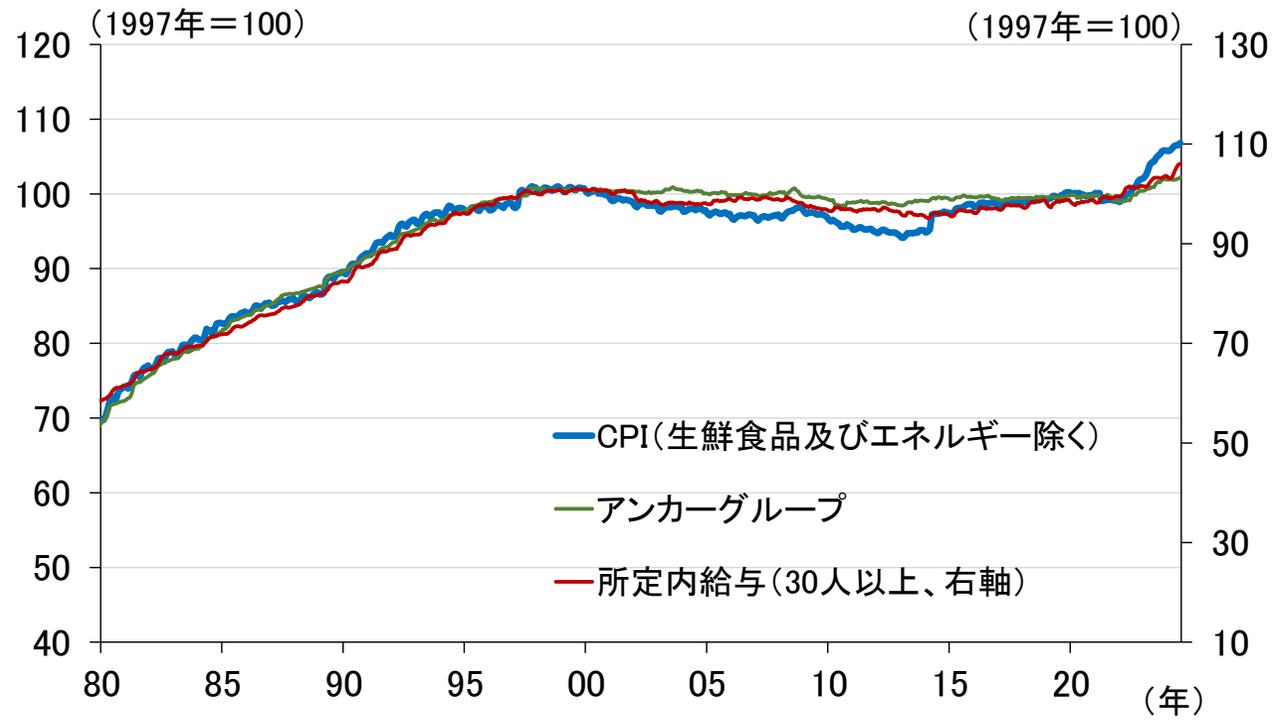


■ 難題その1

「所定内給与と3%で物価2%」は本当か

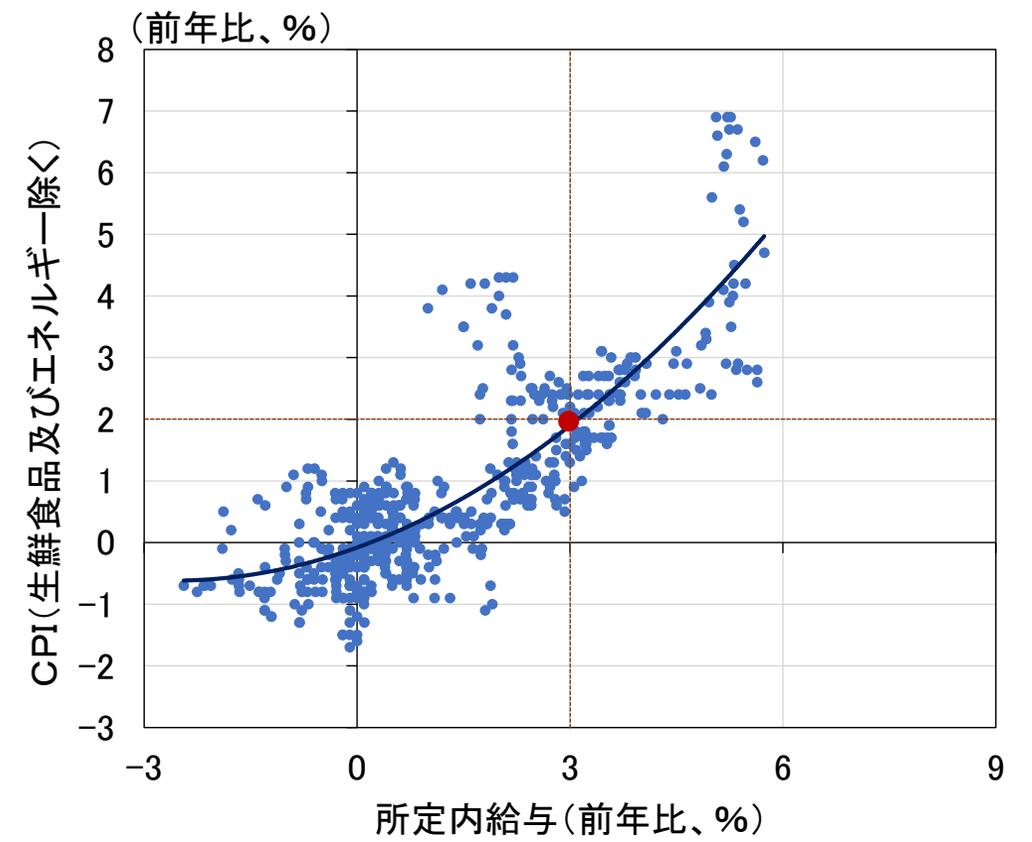
- ✓ 1980年～1997年までは、所定内給与が年率3%上昇し、消費者物価指数は年率2%上昇していた。
- ✓ ただし、1980年～1997年の労働生産性は年率3%、近年は年率0.8%と大幅に低下している。

所定内給与と消費者物価



(出所)総務省、厚生労働省、筆者作成

「所定内給与と3%で物価2%」は本当？



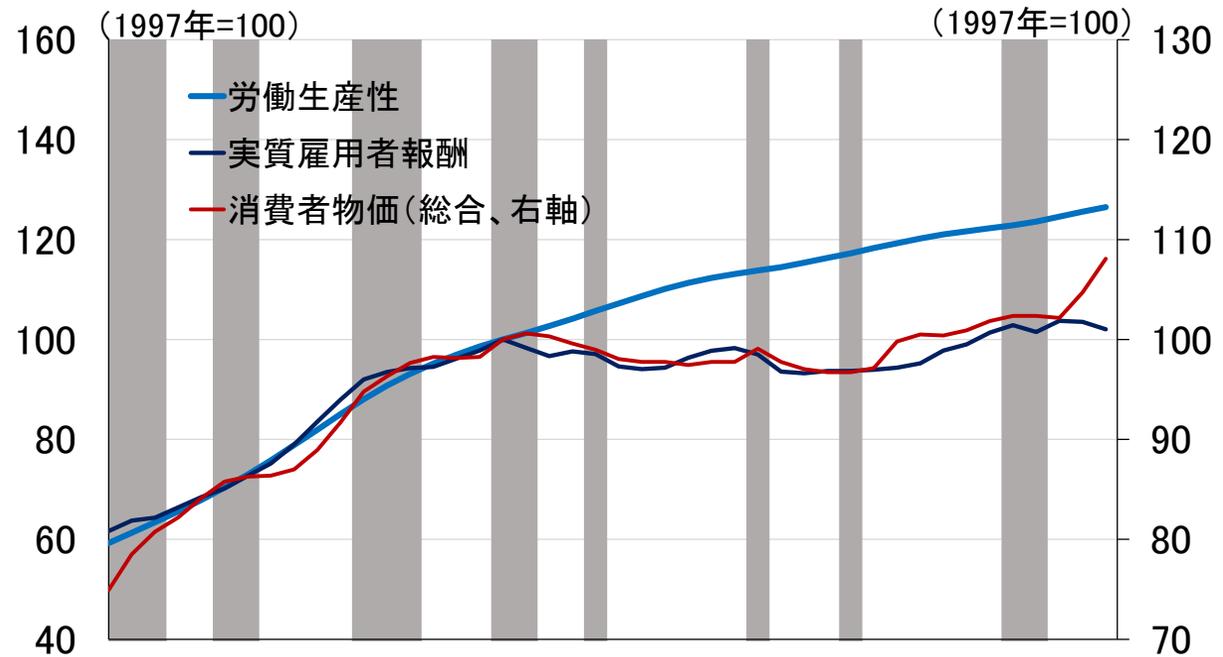
(出所)総務省、厚生労働省、筆者作成

■ 難題その1

名目雇用者報酬の伸びは物価上昇率の2倍？

- ✓ 日本の消費者物価は「実質雇用者報酬」(名目雇用者報酬÷CPI)と連動して推移している。
- ✓ すなわち、「名目雇用者報酬」の伸びは物価の2倍であることを意味する(米国も同様)。

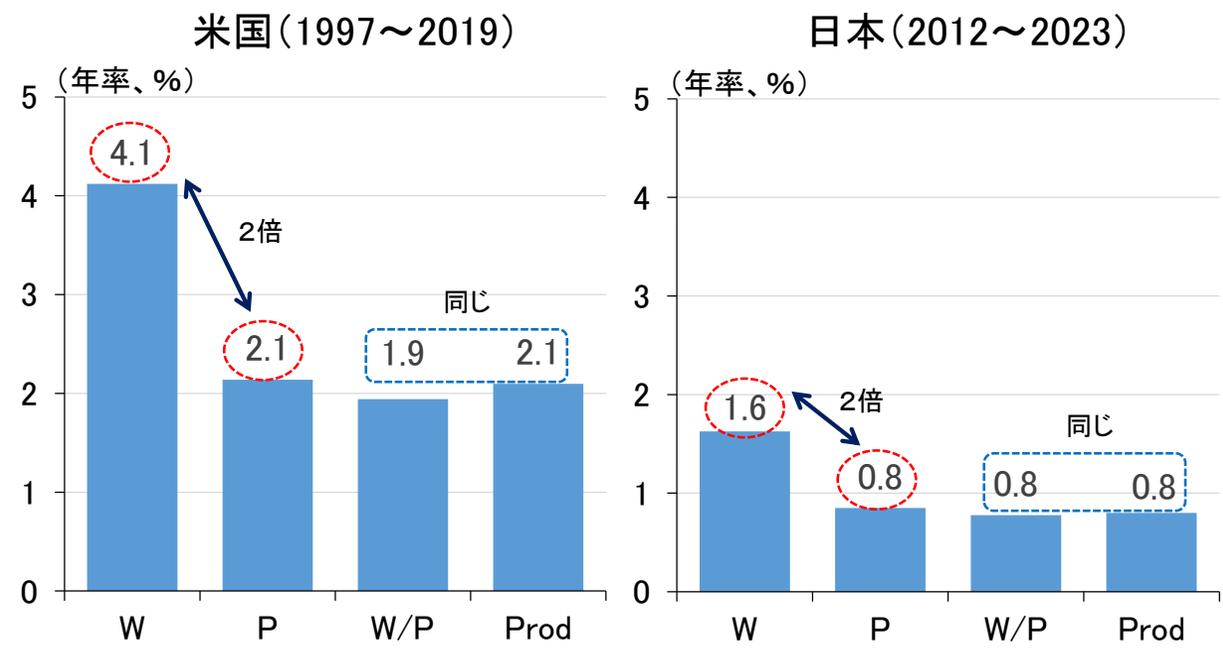
実質雇用者報酬と消費者物価



80 82 84 86 88 90 92 94 96 98 00 02 04 06 08 10 12 14 16 18 20 22 (年)

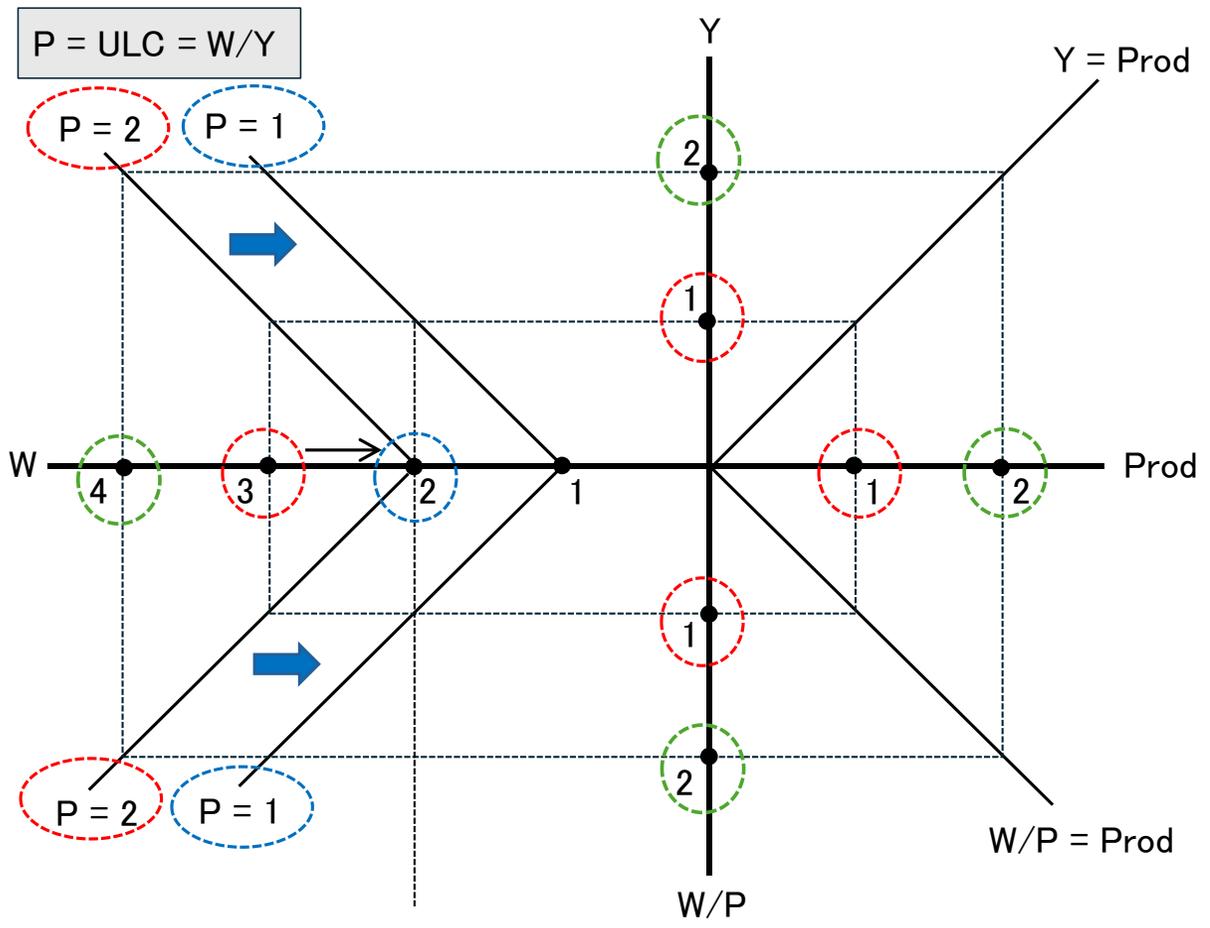
(注) 実質雇用者報酬は名目雇用者報酬を消費者物価(総合)で割って算出。
 シャドーは景気後退期。
 (出所) 総務省、内閣府、筆者作成

名目雇用者報酬の伸びは物価の2倍

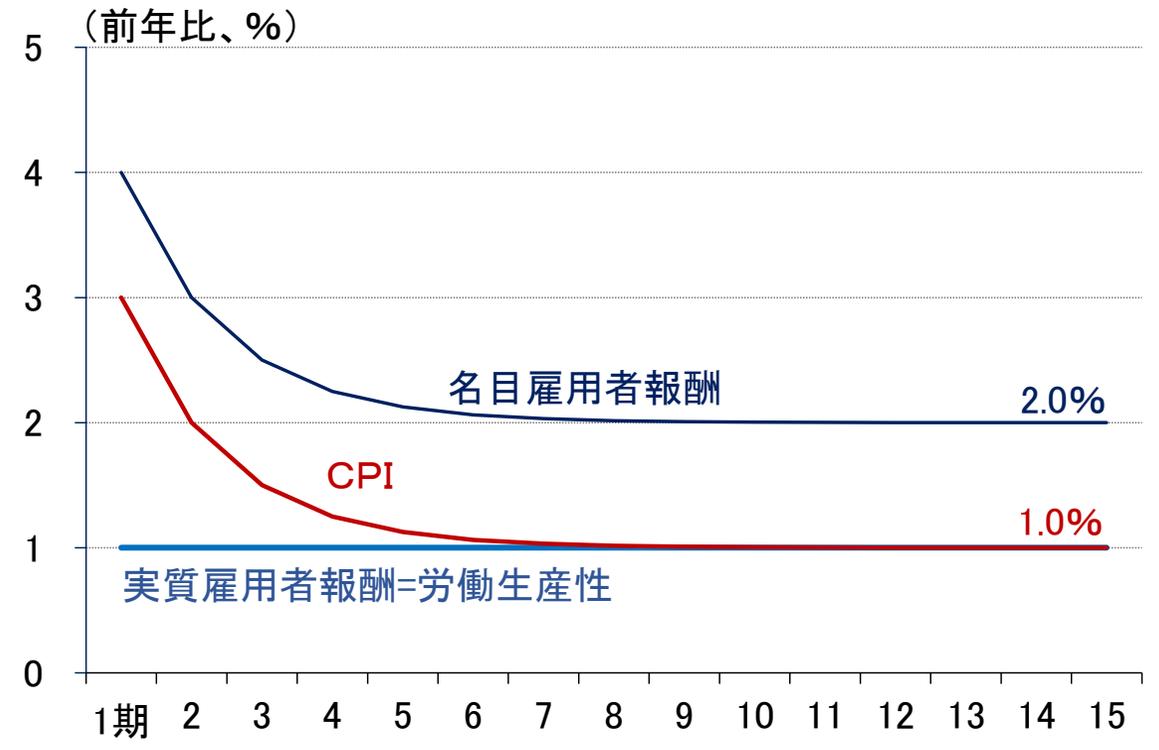


(注) Wは名目雇用者報酬、Pは消費者物価、W/Pは実質雇用者報酬、Prodは労働生産性
 (出所) 米BEA、米BLS、米CBO、総務省、内閣府、筆者作成

賃金と物価のダイアグラム



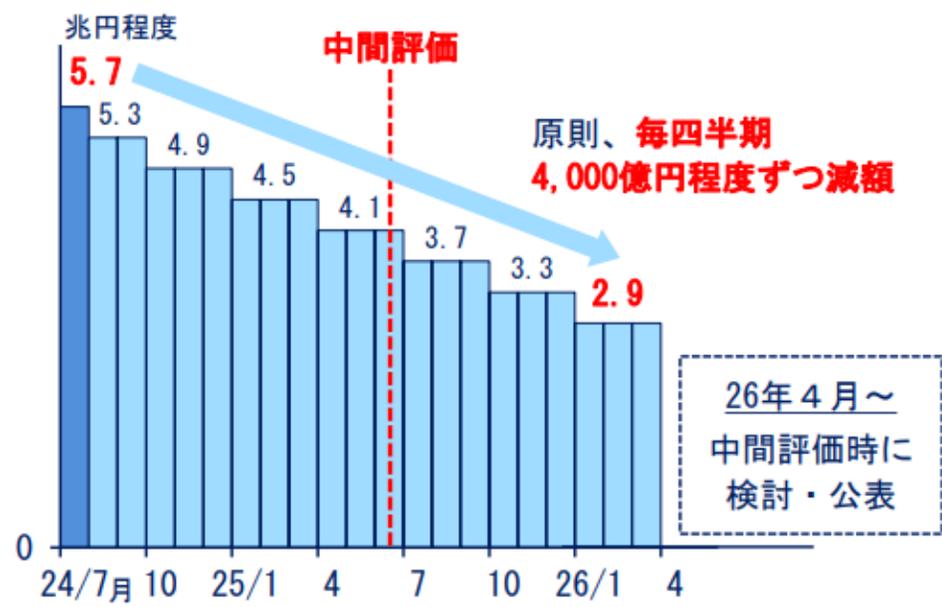
労働生産性と物価



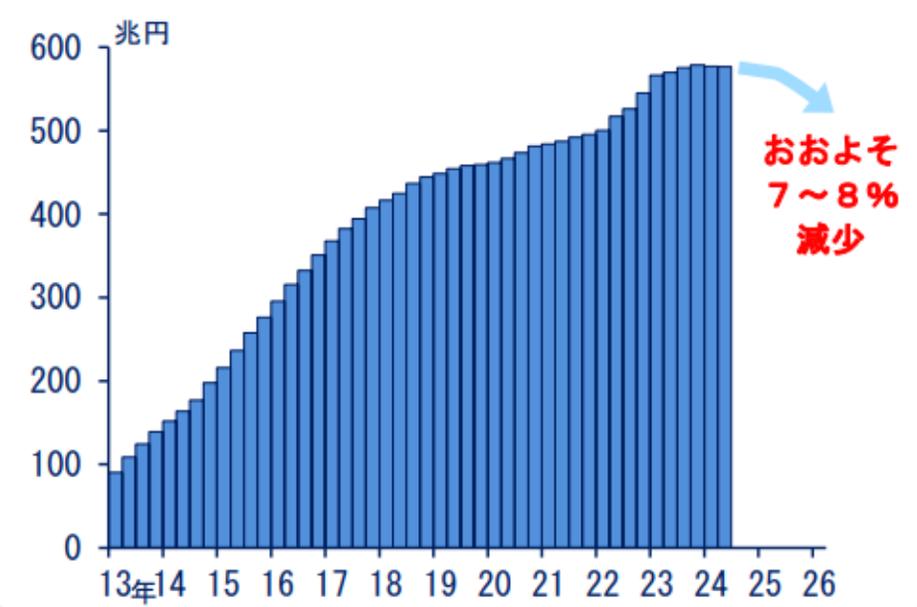
(出所)筆者作成

< 予見可能な形での減額 >

月間の買入れ予定額



日本銀行の保有国債残高



< 柔軟性の確保 >

- ① 来年6月の金融政策決定会合で中間評価を実施
- ② 長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入れ額の増額等を実施
- ③ 必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直す

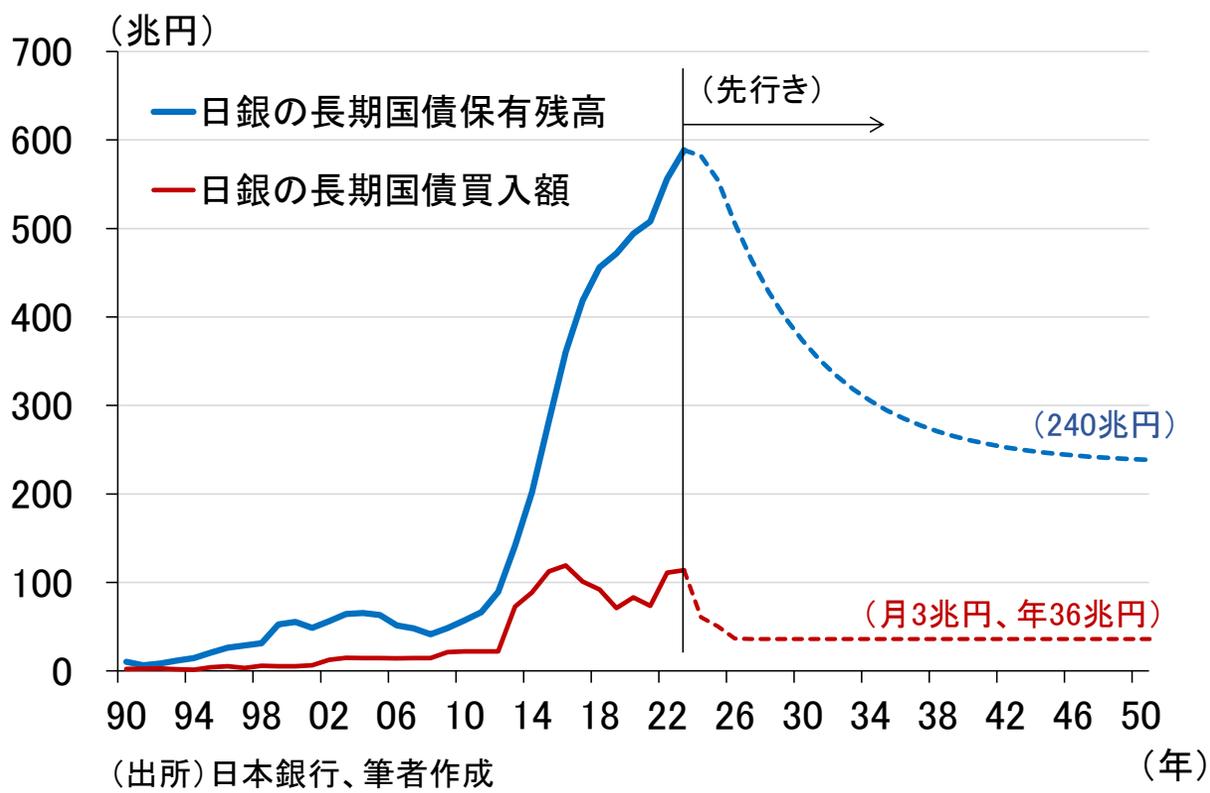
(出所) 日本銀行

■ 難題その2

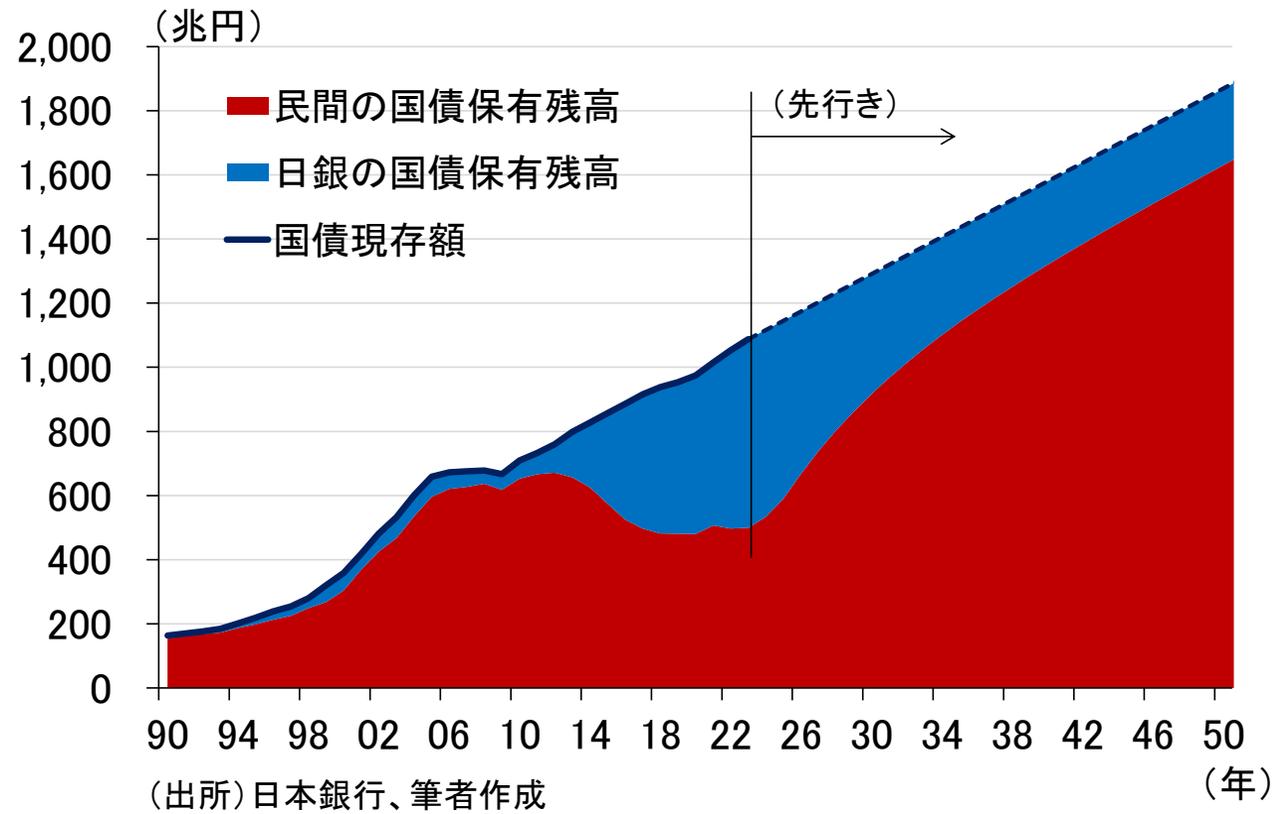
日銀が買わなくなった国債は誰かが買わなければならない

- ✓ 日銀が国債買入月額3兆円を続けると、保有国債残高は240兆円程度に縮小して行く。
- ✓ 国債現存額が過去10年と同じペースで拡大した場合、民間主体の国債保有残高は激増する。

日銀保有国債残高の先行き (買入額3兆円)



国債現存額と民間主体の国債保有残高

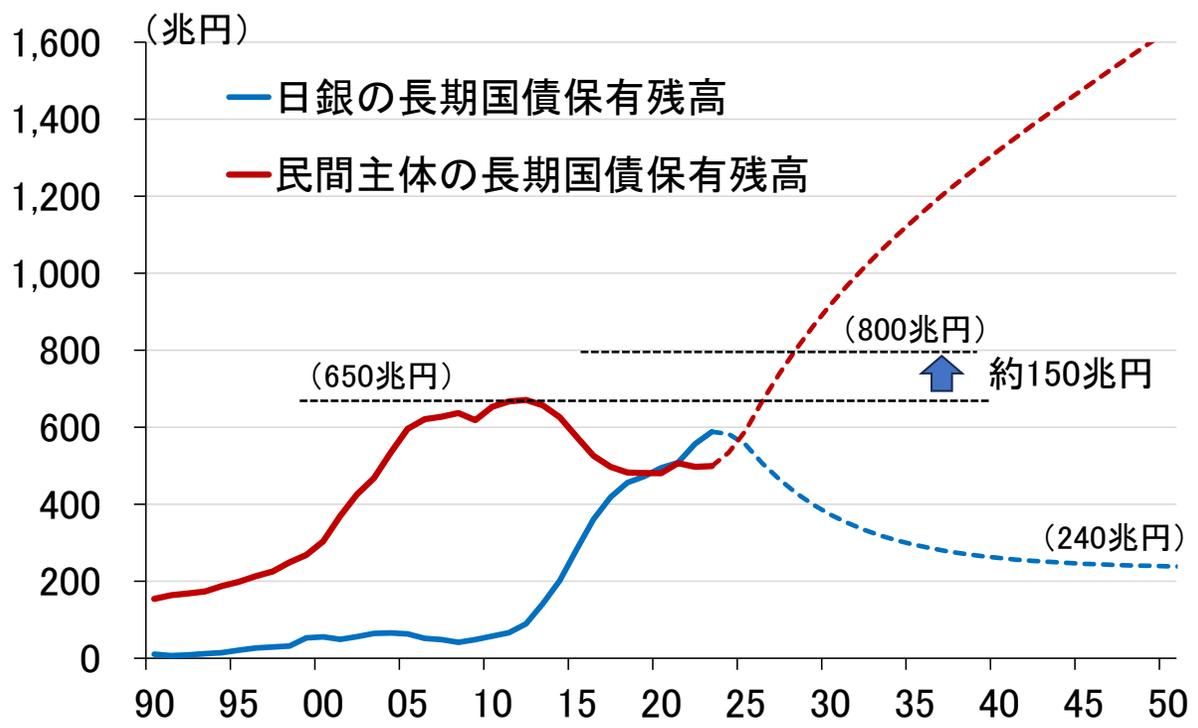


■ 難題その2

民間主体の国債買入れ余力が限界に達すると？

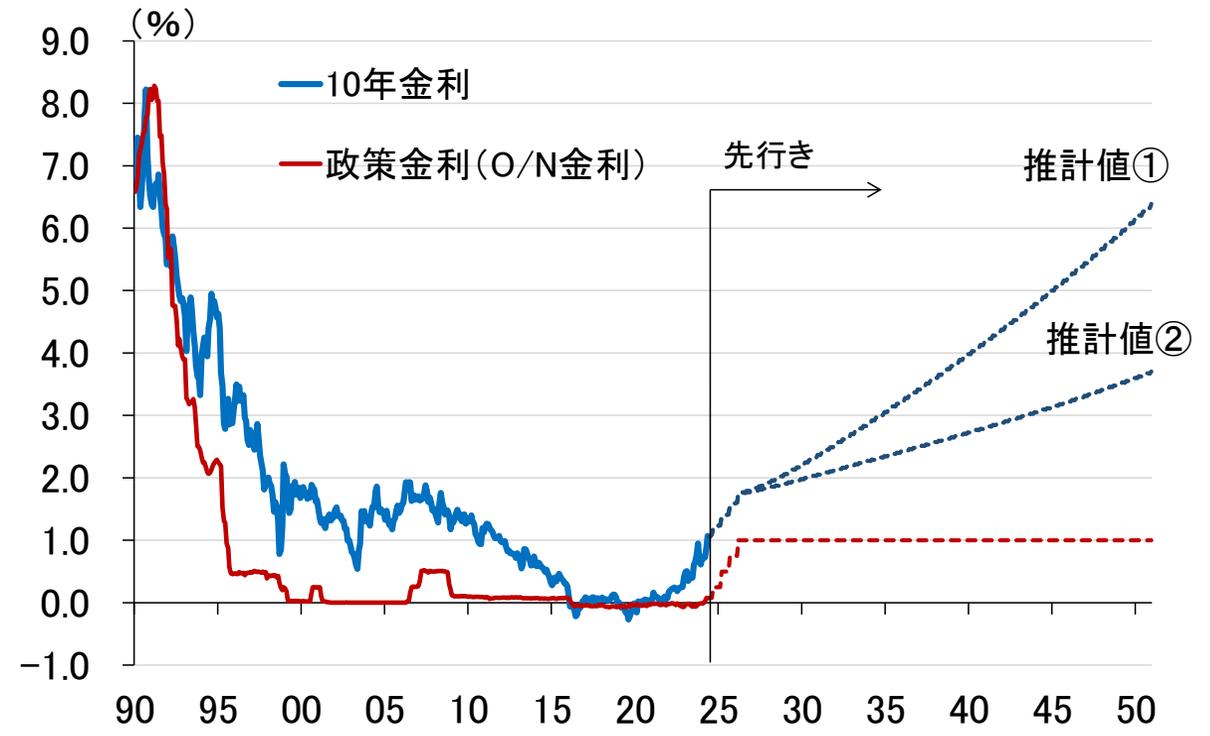
- ✓ 民間主体の国債買入れ余力が限界に到達すると長期金利が高騰するモデルを推定(詳細は次ページ)。
- ✓ 民間主体の国債買入れ余力が過去のピーク650兆円で限界を超える場合、長期金利は6%を超える。

日銀と民間主体の国債保有残高



(出所) 日本銀行、筆者作成

長期金利のシミュレーション



(注) 推計値①は民間の長期国債購入余力の上限を650兆円としたケース、推計値②は民間の長期国債購入余力の上限を800兆円としたケース。

(出所) 日本銀行、内閣府、Bloomberg、筆者作成

■ 難題その2

長期金利の推計結果とシミュレーションの前提

被説明変数	日本の10年金利（月次データ）					
推計期間	1990年1月～2024年5月					
標本数	413					
自由度修正済みR ²	0.951			0.952		
説明変数	係数	t-値	P-値	係数	t-値	P-値
定数項	1.204	20.040	1E-62	1.297	22.117	1E-71
O/N金利（政策金利）	0.473	16.024	4E-45	0.466	16.454	6E-47
潜在成長率	0.215	2.387	0.017	0.189	2.169	0.031
CPI	0.165	6.499	2E-10	0.153	6.098	3E-09
日銀の国債買入額	-0.072	-6.568	2E-10	-0.072	-6.779	4E-11
日銀の国債保有残高	-0.002	-10.315	3E-22	-0.002	-9.792	2E-20
民間の国債保有残高①	2E-06	7.705	1E-13			
民間の国債保有残高②				4E-06	8.593	2E-16

（注）CPIは食品及びエネルギー除くベース（消費税調整済み）の前年比（3ヶ月移動平均値）。
 潜在成長率は内閣府推計値（四半期データ）を月次分割。

説明変数の「民間の国債保有残高①」は、 $(850 - \text{民間の国債保有残高})^2$ 、

「民間の国債保有残高②」は、 $(650 - \text{民間の国債保有残高})^2$ とそれぞれ設定した。

（出所）日本銀行、内閣府、Bloomberg、筆者作成

シミュレーションの前提

1. 政策金利は2026年3月に1.0%まで引き上げた後、横ばいと想定。
2. 潜在成長率は2024年6月以降1.0%で横ばいと想定。
3. 消費者物価指数は2025年から前年比2.0%で横ばいと想定。
4. 日銀の国債買入額は2026年4月以降、月額3兆円で横ばいと想定。
5. 国債現存額は過去10年と同じペースで拡大していくと想定。

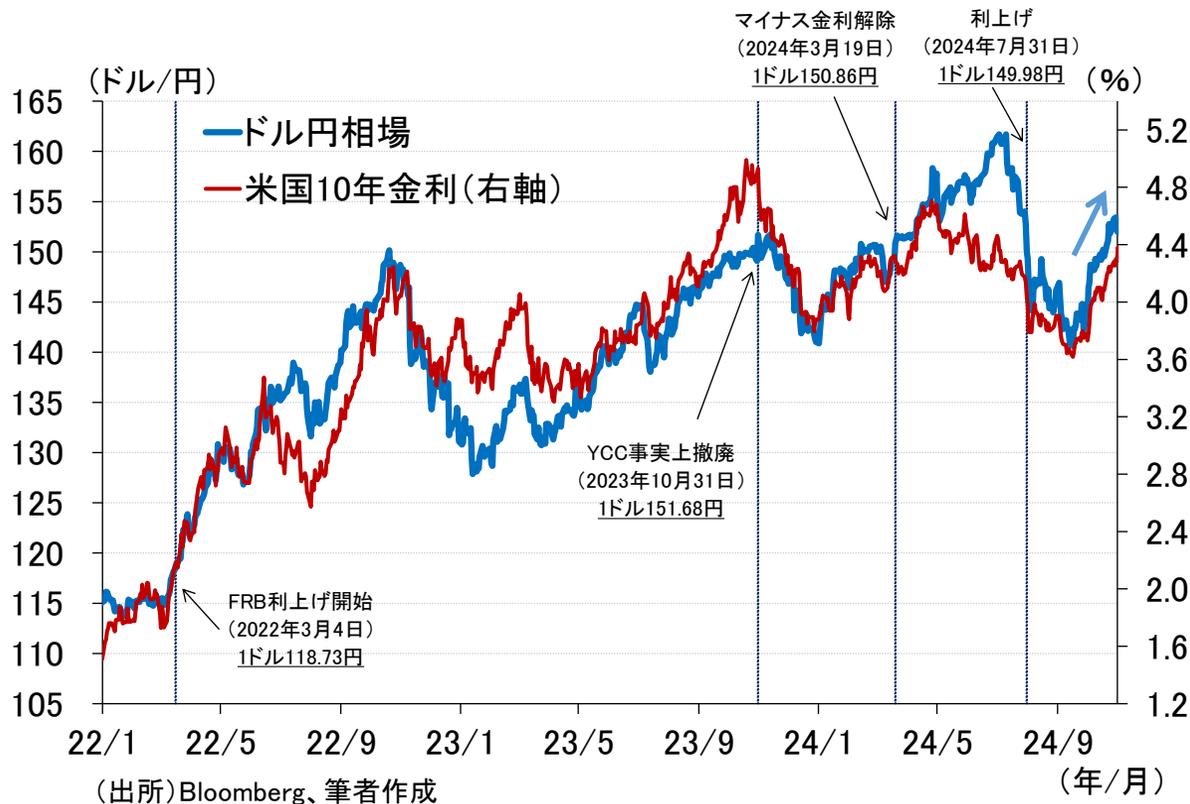
1. 金融危機や新型コロナ禍を経て、流動性確保の観点から、準備預金に対する金融機関のニーズが大幅に高まった。ただし、準備預金を多く抱えれば、そのデメリット、すなわち金融機関の流動性管理能力の低下などのコストも顕在化する。それらのバランスするポイントがPMRR (the Preferred Minimum Range of Reserves、「望ましい最低準備預金」) である。しかし、PMRRを数値化するのは難しく、銀行に準備預金の需要がどの程度か直接聞くのが出発点となる。
2. PMRRに到達した後、金融安定性を維持しながら、金融政策を運営するために必要な準備預金の裏付けとなる資産の構成をどうするかという問題に直面する。重要なのは、金利リスクを中央銀行のバランスシートでどの程度引き取るか。QE(量的緩和)のような強い政策的根拠がない限り、金利リスクは民間金融部門で管理され、分散されるのが最善だ。
3. 決定は明確で一貫した原則に基づくべきであり、現在、①金融政策と金融安定の責務に従うこと、②我々のバランスシートに与えるリスクを最小化すること、③市場の歪みを最小限にとどめること、④透明性と説明責任、を満たす枠組みを検討中である。

■ 難題その3

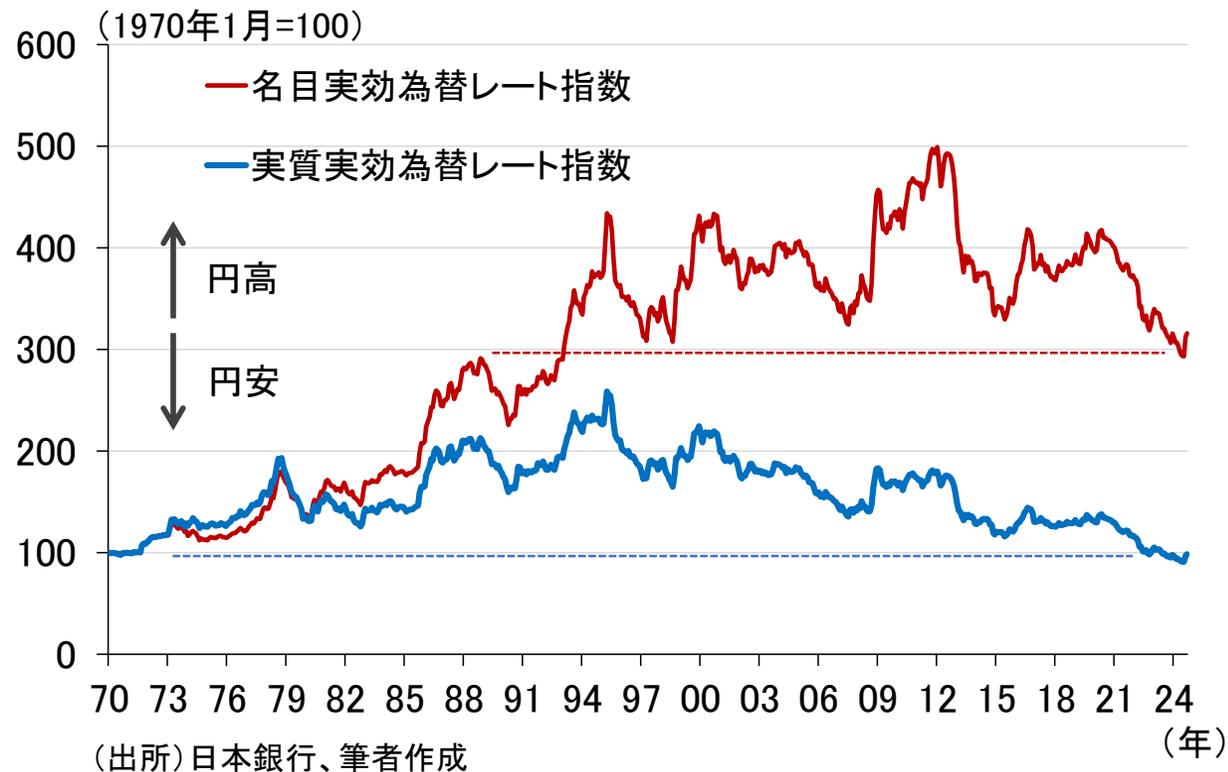
日銀は為替とどこまで付き合うべきか

✓ 海外中銀が引き締めに向かうときに最も緩和効果が出ると言われていた異次元緩和。背景は円安。まさにそれが起きたわけだが、逆にいき過ぎて世論から利上げを催促されることに。

ドル円相場と米国の長期金利



名目・実質実効為替レート

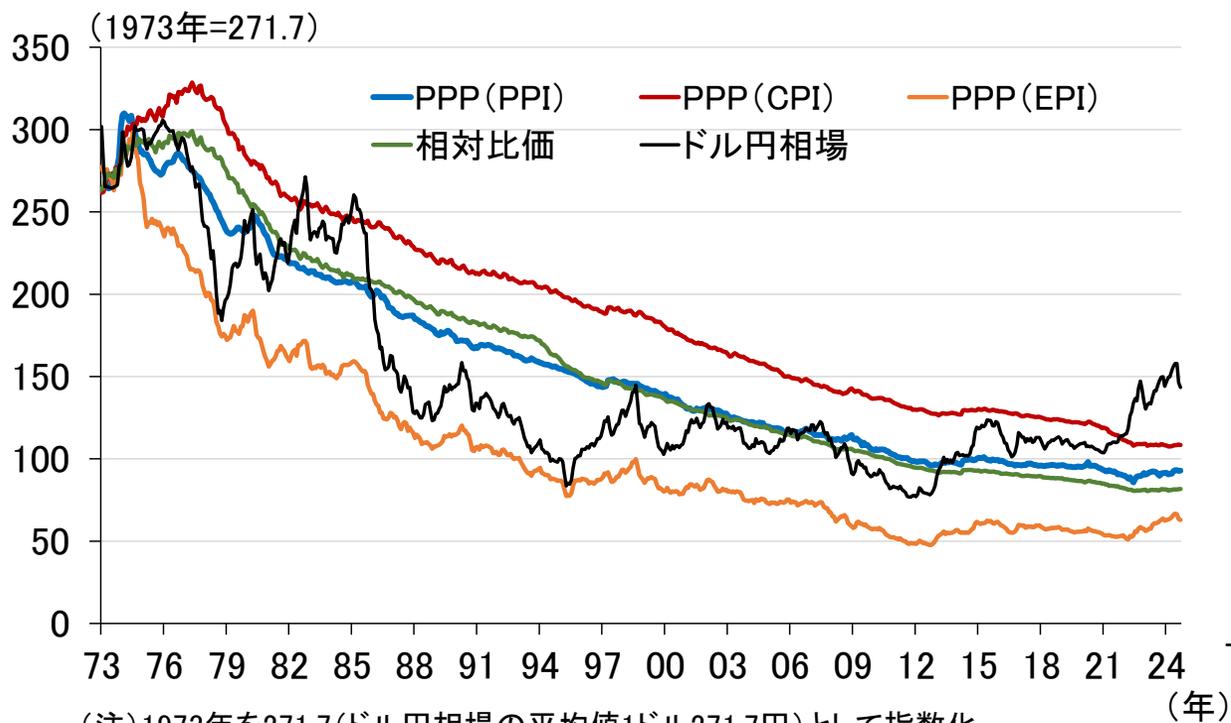


■ 難題その3

購買力平価から逸脱する円相場

- ✓ 近年、日本の購買力平価は下げ止まり、むしろ前年比は1970年代後半以降で初めてプラスに。
- ✓ 購買力平価の観点からは、円高方向に転換する圧力が小さくなっている可能性がある。

購買力平価とドル円相場

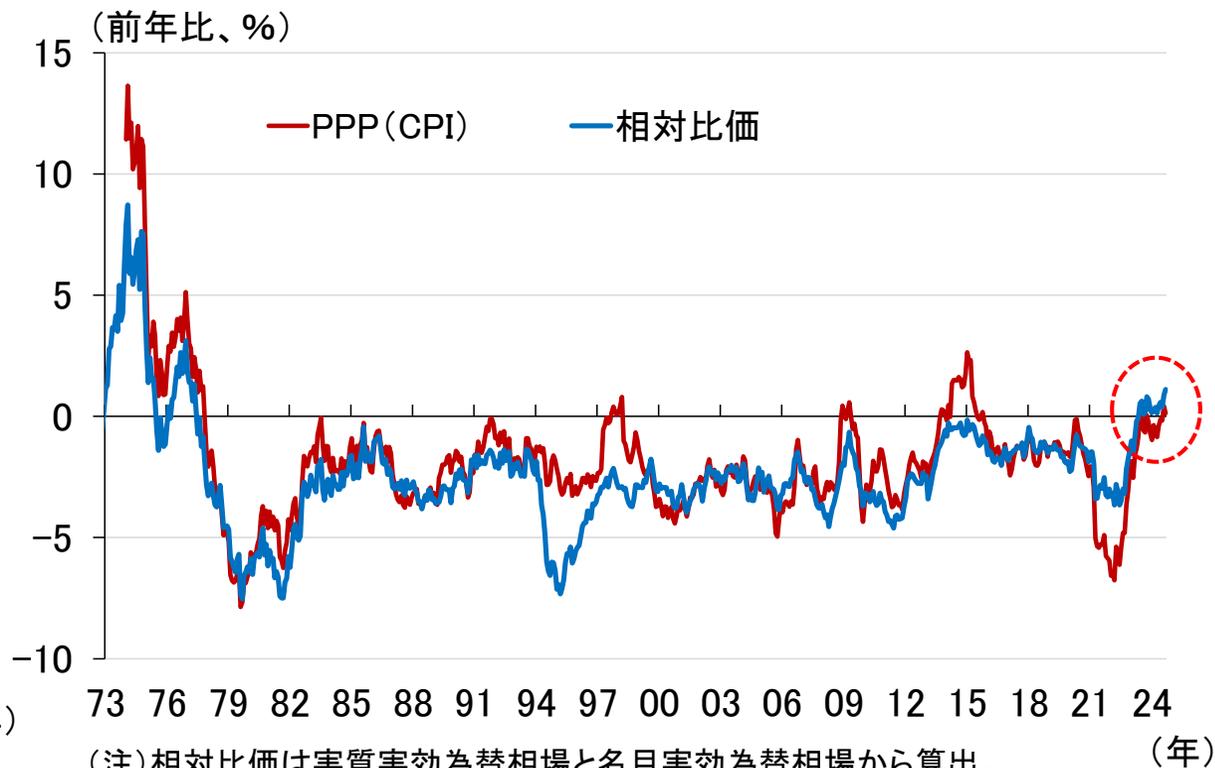


(注) 1973年を271.7(ドル円相場の平均値1ドル271.7円)として指数化。

相対比価は実質・名目実効為替相場から逆算して算出。

(出所) 日本銀行、国際通貨研究所、筆者作成

相対比価の前年比がプラスに



(注) 相対比価は実質実効為替相場と名目実効為替相場から算出。

(出所) 日本銀行、国際通貨研究所、筆者作成

ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。

投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。

また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいようをお願いいたします。