

金融市場パネル 2023年3月会合 (事務局資料)

シニア研究員 井上 哲也

株式会社野村総合研究所
金融デジタルビジネスリサーチ部

2023年3月

NRI

Share the Next Values!



1. 物価と経済の動向

想定される論点

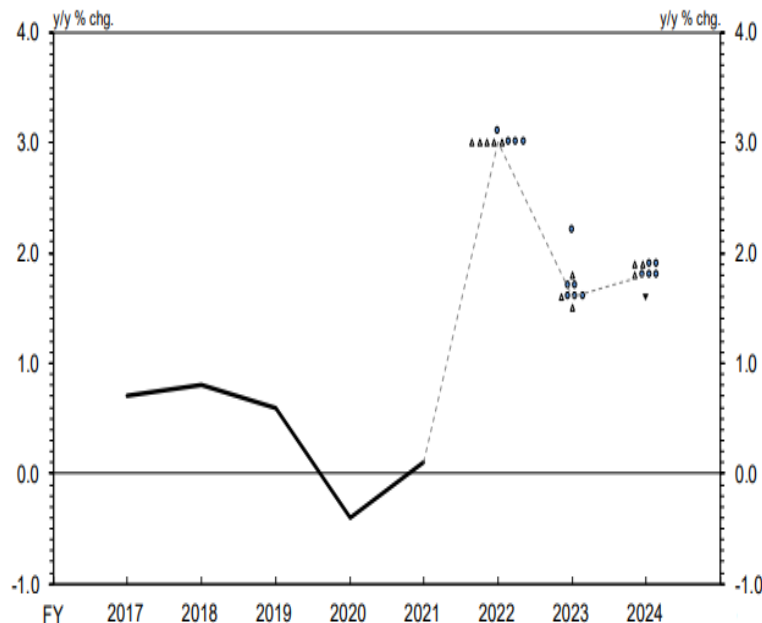
- 物価上昇圧力はどのように推移しつつあるか
- 賃金動向や景気の先行きなど、物価に影響する要素はどう展望できるか
- 物価見通しとそのリスクをどうみればよいか

物価の見通し

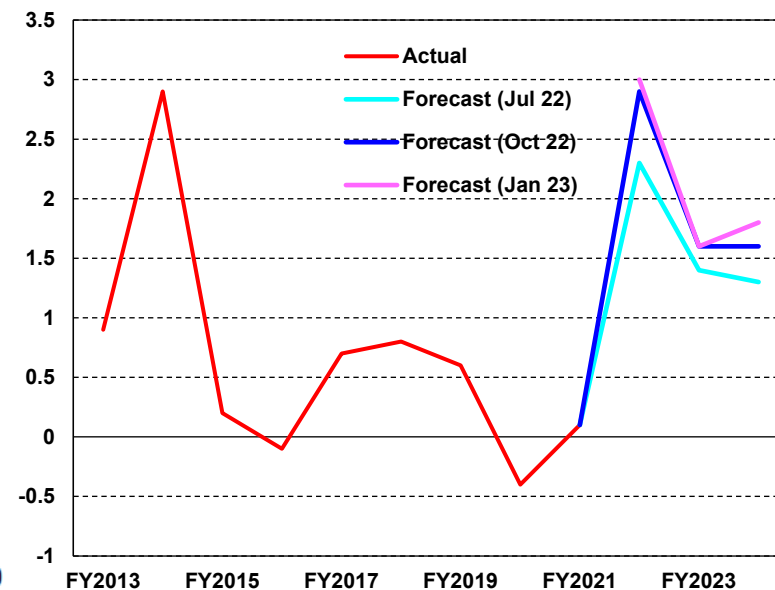
- MPMメンバーによる1月時点での物価見通しは、今年度中の高いインフレ率は持続可能ではなく、来年度中盤にかけて1%台中盤まで減速するとの見方を維持した。減速の要因としては、国際商品市況の既往の下落効果の波及に加えて、政府によるエネルギー価格抑制策の効果を挙げた。
- もっとも、MPMメンバーは見通しに対する上方リスクも意識しており、展望レポートは、①企業による賃金や価格の設定行動の変化、②国際商品価格の今後の推移を主たるリスク要因として指摘している。

消費者物価コアの上昇率見通し (1月時点：前年比%)

	中心レンジ
2023年度	+1.6%~+1.8%
2024年度	+1.8%~+1.9%



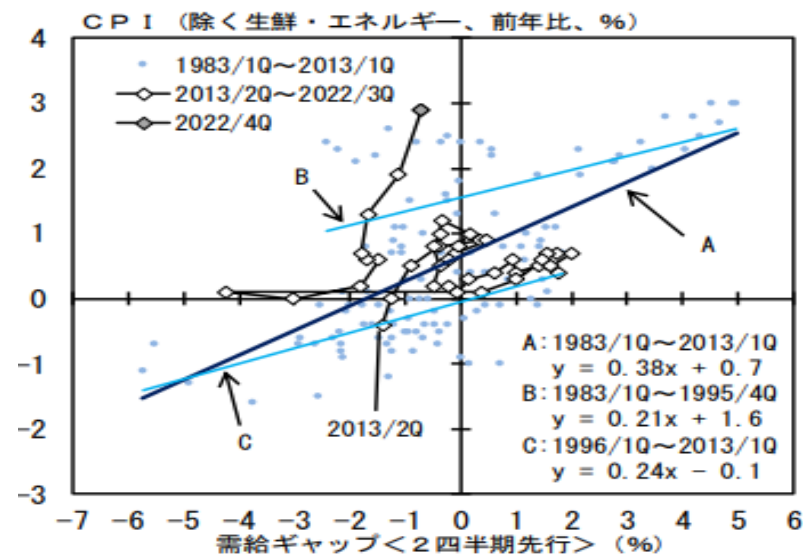
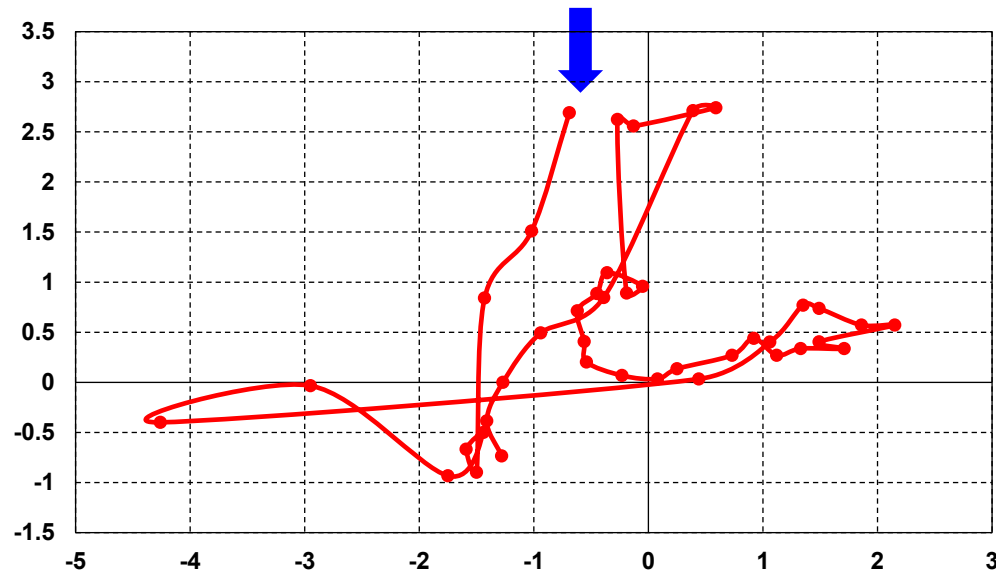
消費者物価コアの上昇率見通しの推移 (前年比 %)



フィリップスカーブ

- 本年入り後のようなフィリップスカーブの上方シフトや傾きの変化が相応に定着すれば、GDPギャップがプラスに転じた時点では2%のインフレ目標の達成も可能となりうる。
- フィリップスカーブの位置は家計や企業のインフレ期待に主として依存するとみられ、傾きは企業や家計による賃金や価格の設定行動に主として依存するとみられるだけに、フィリップスカーブの変化が持続性を持つ上では、これらの要素の推移が重要となる。足元のデータや情報はそうした可能性を示唆するが、先行きについては不透明性も残っている。

フィリップスカーブ（縦軸：コアコアCPIインフレ率・前年比％）（横軸：実質GDPギャップ・2期先行％）
 <左> 2012年第1四半期以降、<右> 長期（日銀推計）

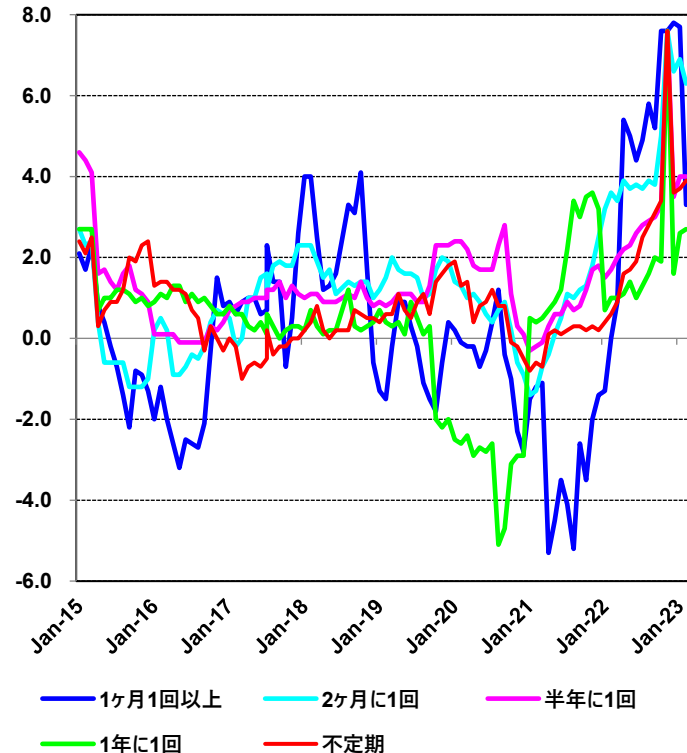
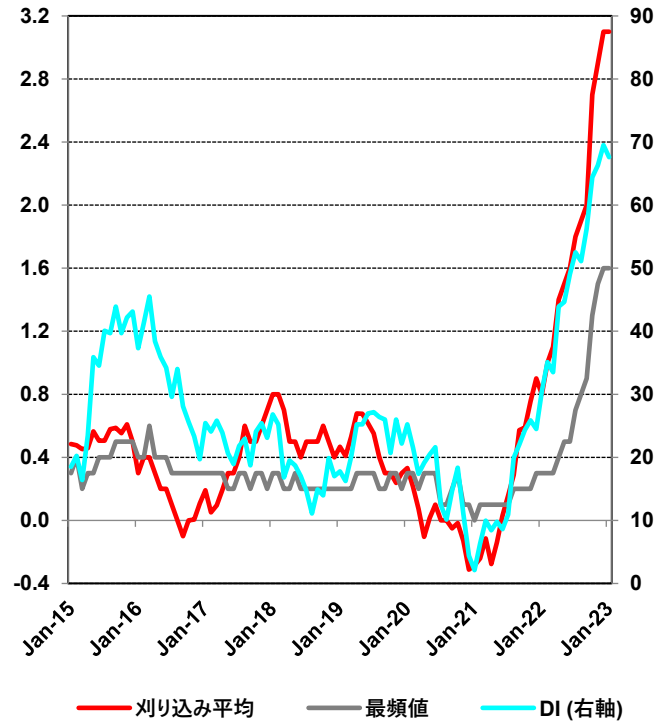
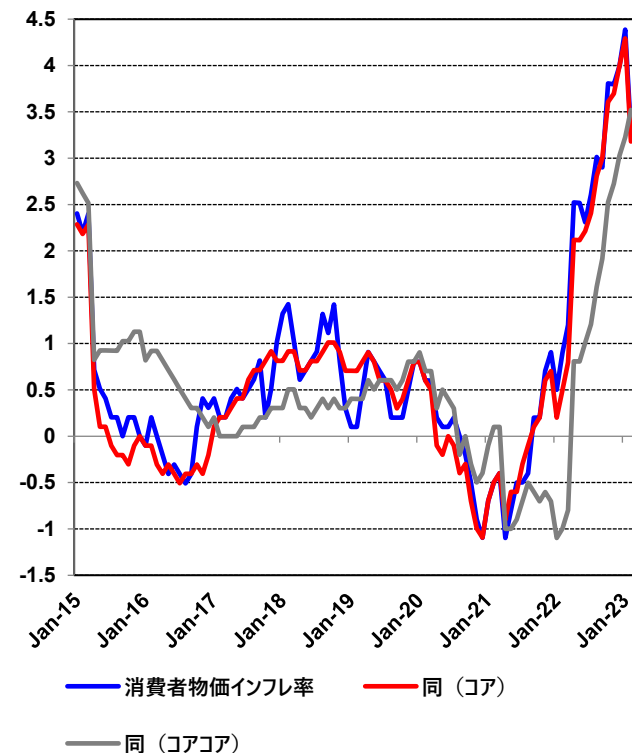


消費者物価

資料: 総務省, 日銀

- 消費者物価の上昇率（総合およびコア）は、政府によるエネルギー価格の抑制策を背景に、2月に明確に減速して3%台の前半となった。もっとも、コア・コア（除く生鮮・エネルギー）は加速を続けている。日銀の推計によるインフレ基調の指標（1月まで）も、刈込平均が3%台に達したほか、DIも50を大きく上回っている。
- 購入頻度別の物価上昇率は、最も購入頻度の高い品目や1年に1回（民営家賃、各種講習費、保険料等）の品目が大きく減速したが、それ以外は上昇率を高めているなど、区々の動きとなった。

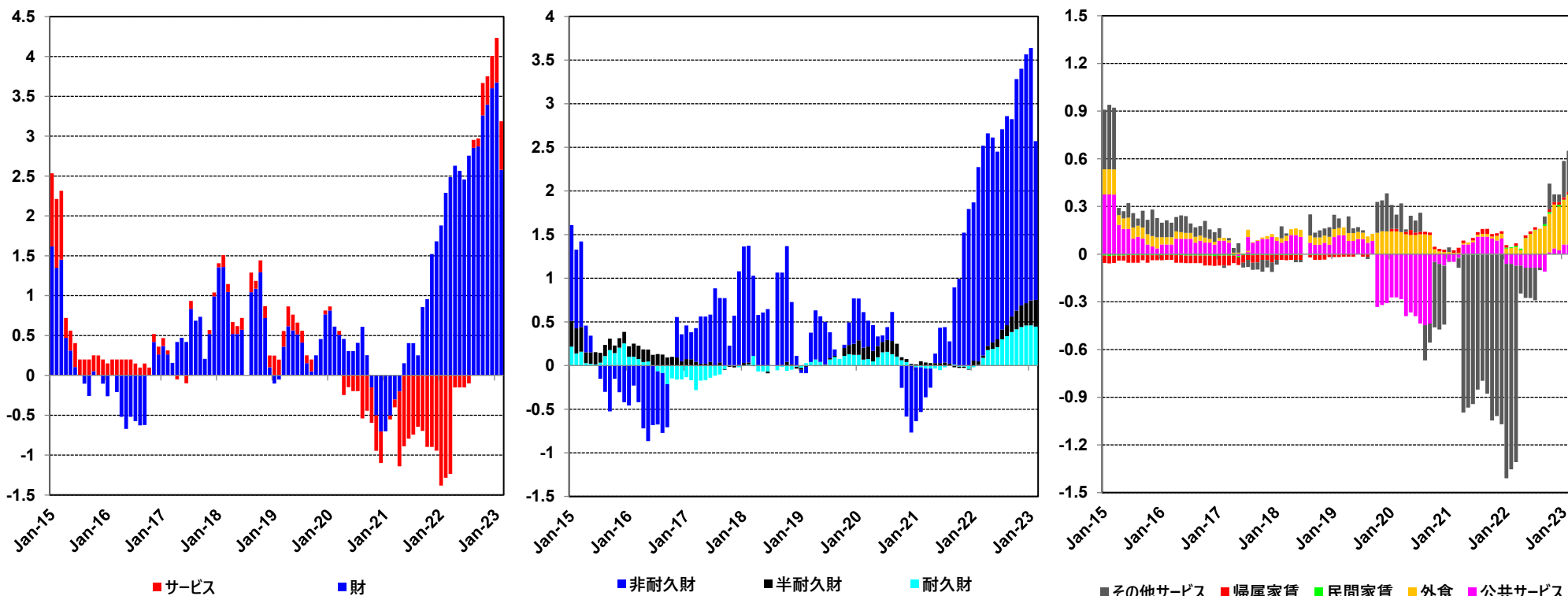
<左> 消費者物価上昇率 (前年比%), <中央> 基調的物価の指標 (前年比%: DI)
<右> 購入頻度別の物価上昇率 (前年比%)



消費者物価上昇率への寄与度

- 財価格の上昇率は2月に明確に減速した。内容別には、非耐久財の寄与度が1%ポイント近く低下したほか、耐久財についても頭打ちの兆しがみられる。
- 一方、サービス価格の上昇率は緩やかな加速を続けている。内容別には、その他サービスが比較的大きめのプラス寄与を続けているほか、コスト上昇を映じた外食価格のプラス寄与が徐々に拡大している。

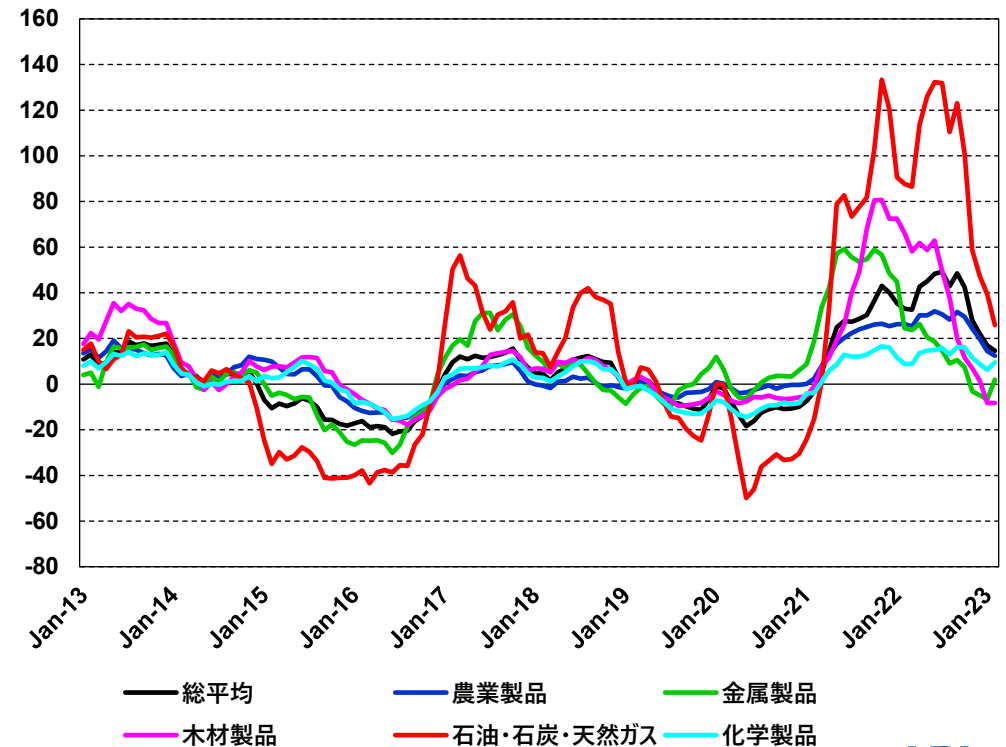
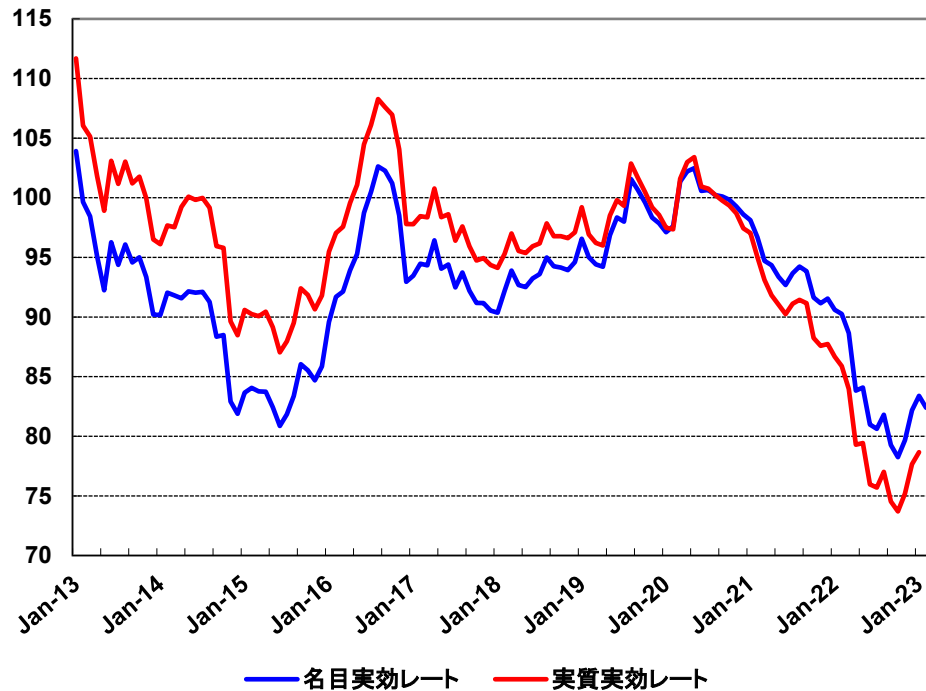
<左> 財とサービスの寄与度、<中央> 財における要素別の寄与度
<右> サービスにおける要素別の寄与度（前年比%）



円相場と輸入物価上昇率

- 円の実効レート（2月まで）は底打ちの兆しを見せている。もっとも、直近の水準は、2013年春のQQE開始当初に比べて、名目で20%以上、実質では30%以上も低位になっている。
- 一方で、輸入物価上昇率（円ベース）には減速感が一層明確になっている。総合指数の上昇率は長い目で見て依然として高いが、エネルギー関連や木材製品、金属製品が急速な減速を見せている。また、農業製品や化学製品の上昇率も小幅ながら減速している。これらの動向は、国際商品価格と整合的になっている。

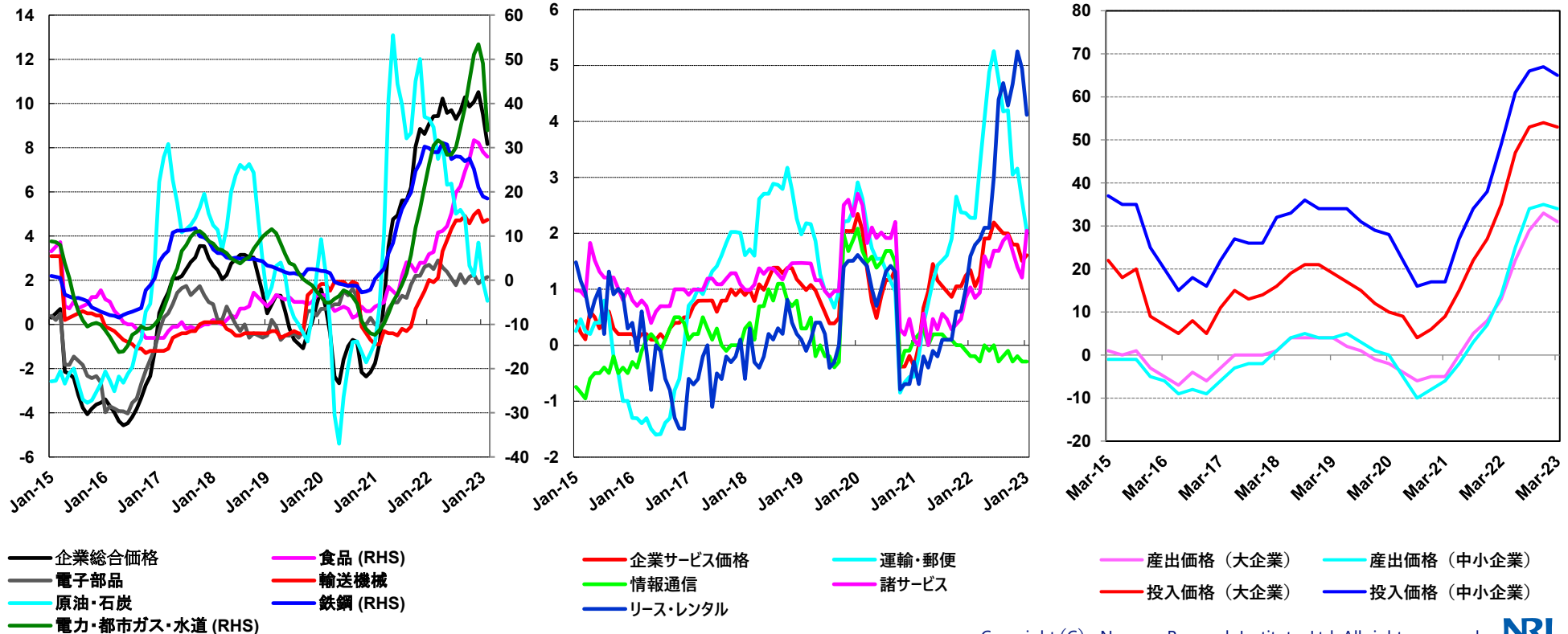
<左>「量的質的緩和」の下での実効為替レート、<右> 輸入物価インフレ率（前年比%）



企業関連の物価上昇率

- 企業総合物価の上昇率も、原油・石炭は急速に減速したほか、鉄鋼や電力・都市ガス・水道も頭打ちとなった一方、輸送機械や食品は高水準で横ばい圏内にあり、総合指数もなお8%台となっている。この間、企業サービス価格の上昇率にも、総じて頭打ちの兆しがみられる。特に、コスト上昇の影響が大きかった運輸・郵便の上昇率が減速した。
- 短観の結果によれば、企業経営者による価格上昇予想は、投入と産出ともに依然として強い。ただし、投入価格に対する懸念が相対的に強い一方、直近（12月調査）ではそうした懸念が頭打ちになる兆しもみられる。

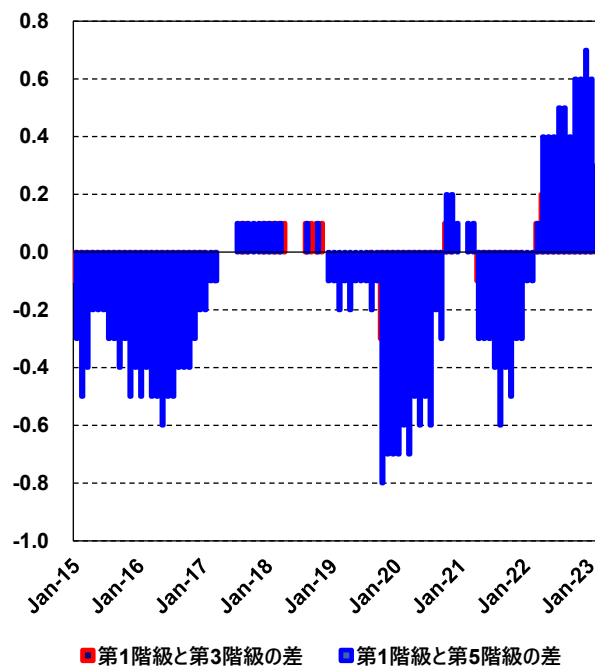
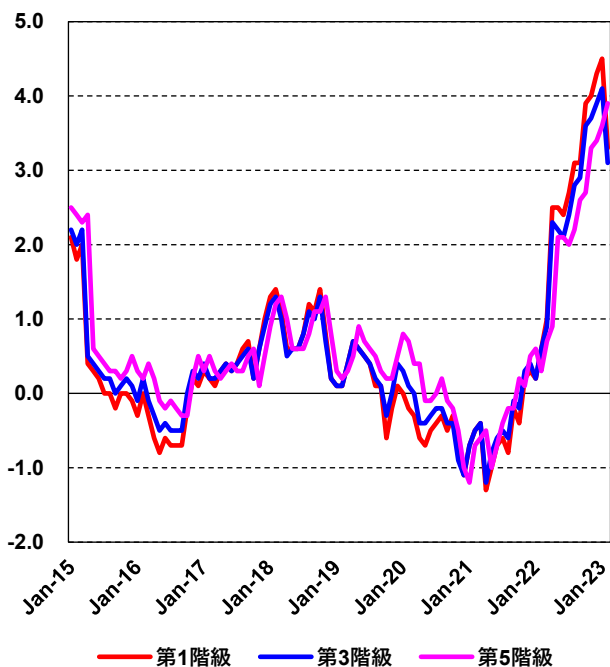
<左> CGPIインフレ率、<中央> CSPIインフレ率（ともに前年比%）、<右> 投入/産出価格の判断（DI）



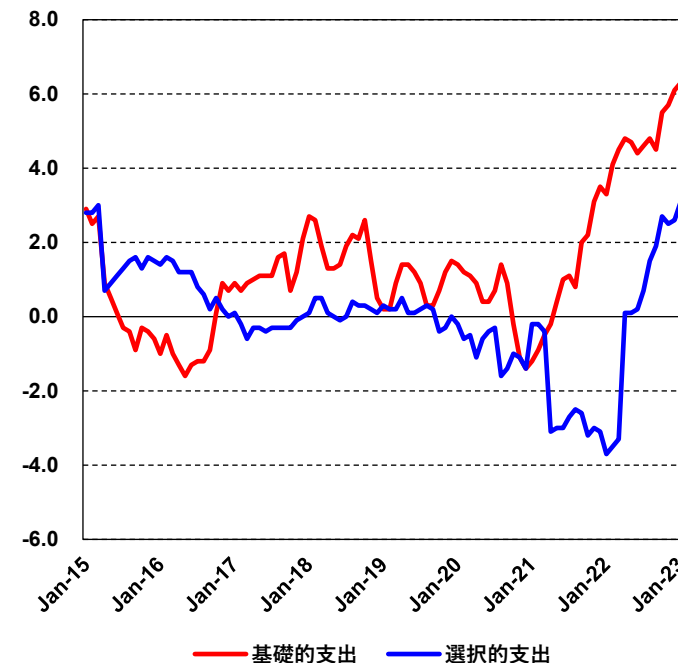
(参考) 所得階層別の消費者物価上昇率

- 総務省のデータをもとに、所得階層別の消費者物価上昇率をみると、足元では相対的に高所得の階層と相対的に低所得な階層でのインフレ率の格差が縮小したことが確認できる。もっとも、長期的には逆のパターンが支配的であっただけに、足元の動きは際立っている。
- 背景には、相対的な低所得層ではエネルギーや食品などのウェイトが相対的に高いことがあるとみられる。同じく総務省のデータにより、基礎的品目と選択的品目の価格上昇率を比較すると、足元では前者の上昇率の鈍化によって両者の差が縮小したことがわかる。

所得階層別の消費者物価上昇率 (前年比%)
 < 月刊実収入 (万円) : 第1階級31.8、第3階級54.9、第5階級84.6 >



品目別の消費者物価上昇率 (前年比%)

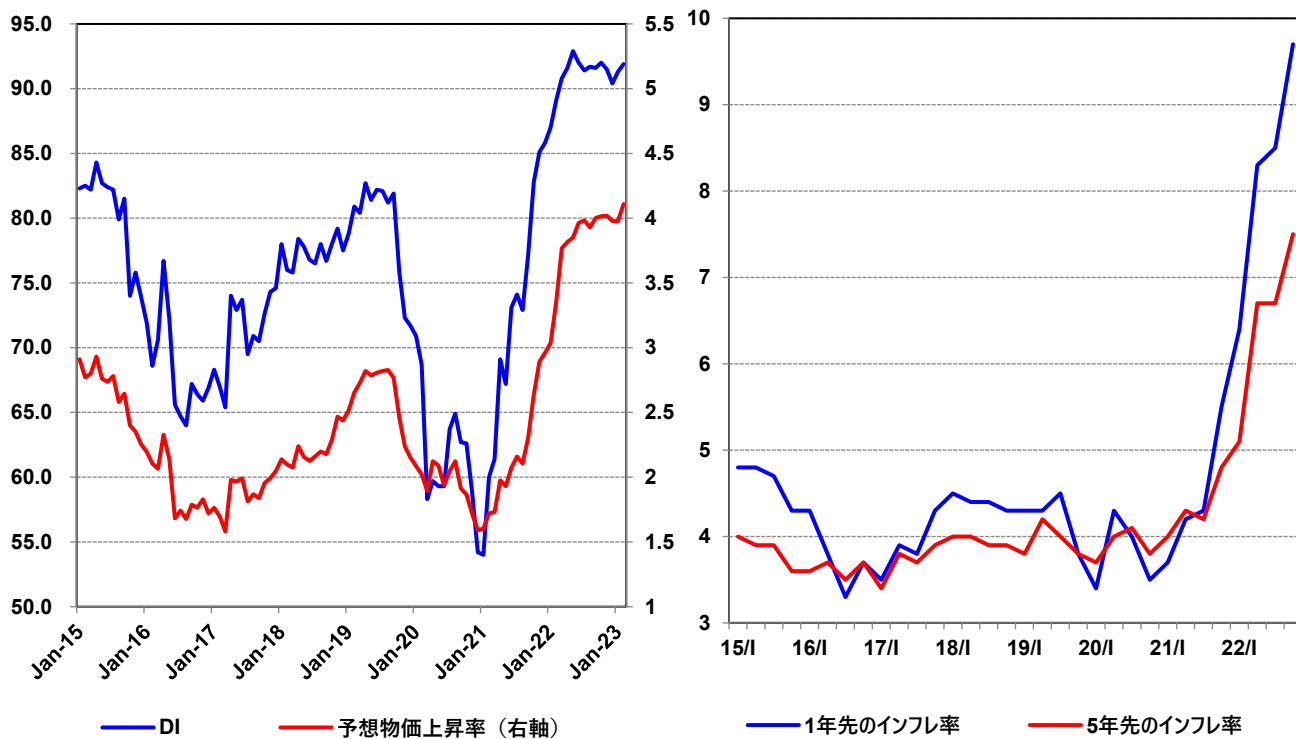


インフレ期待

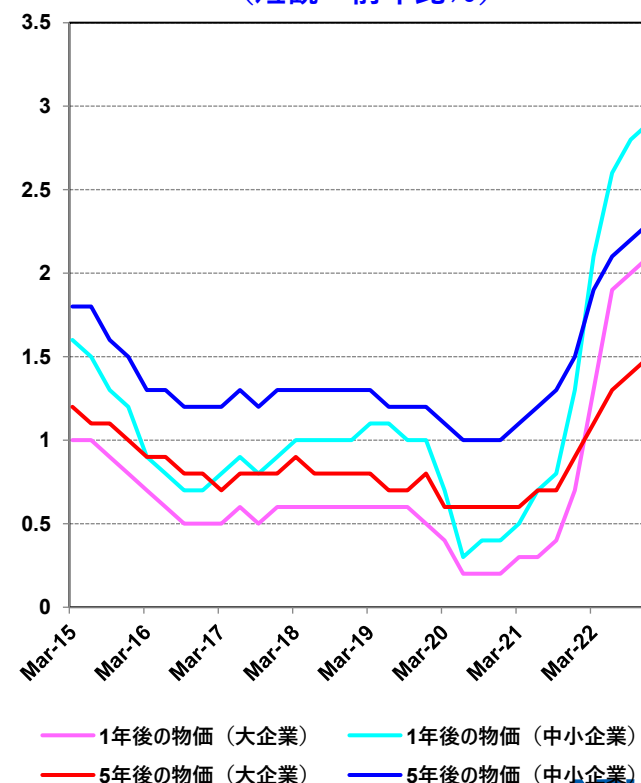
資料: 内閣府, 日銀

- 家計による短期のインフレ期待は、生活費の上昇を映じて本年入り後に顕著に上昇してきたが、足元では高水準で横ばいに転じた兆しもみられる。一方、中期のインフレ期待は明確に上昇し、日銀も展望レポート等でこの点を認めている。
- 短観の結果によれば、企業による短期のインフレ期待も明確に上昇し、直近（12月時点）では大企業と中小企業ともに2%を上回っている。中期のインフレ期待も、大企業と中小企業ともに明確に上昇しているが、大企業には依然として慎重な見方も窺われる。

<左> 消費動向調査 (DI, 前年比%)、<右> 生活意識に関するアンケート調査



CPIインフレ率の見通し (短観：前年比%)

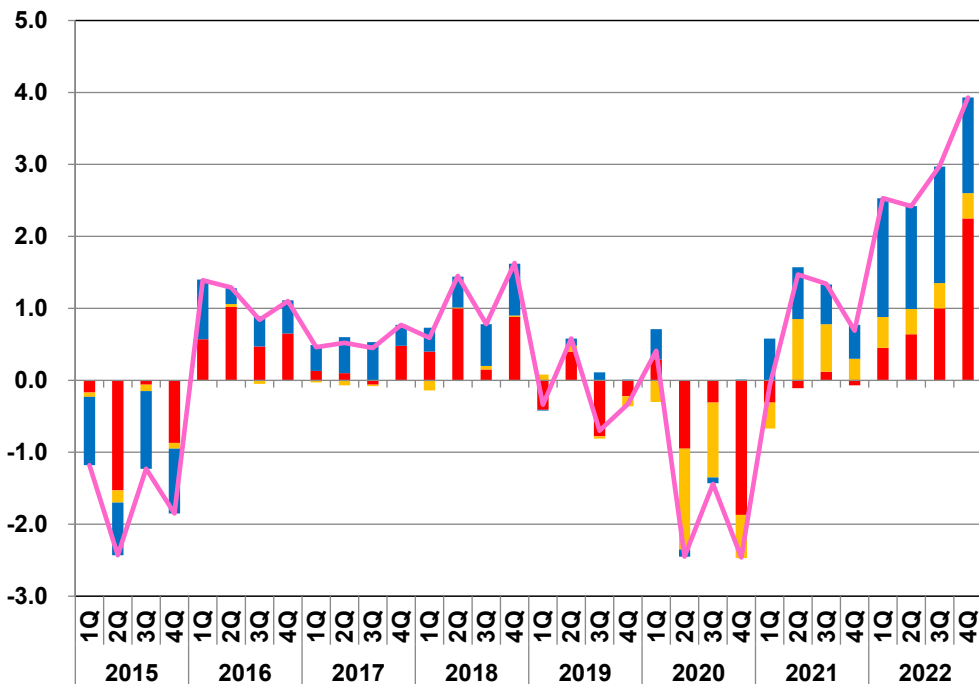


名目賃金

資料：総務省、厚労省

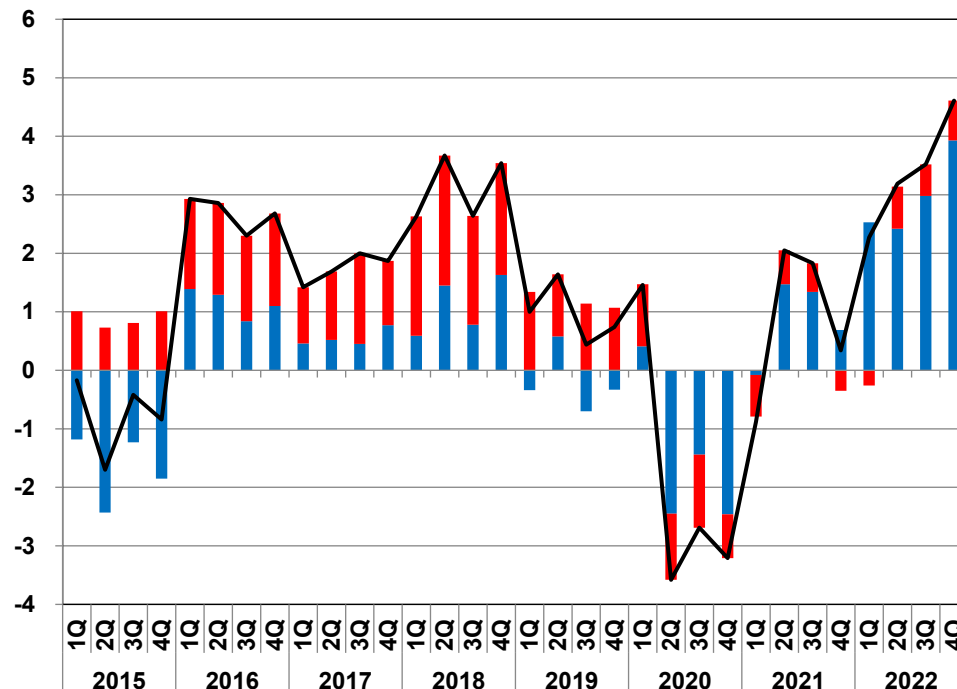
- 名目賃金の伸び率は昨年を通じて加速した。所定内給与の回復に加えて、特別給与（賞与を含む）の大幅な増加が寄与した。全体としてみた上昇率も、近年にない伸びを示している。
- 雇用者の増減を加えた名目報酬も、本年入り後に明確に伸びを高めた。また、同様な増加率を示した2016年や2018年と比較すると、今回の局面は、雇用者数の伸びよりも現金所得の増加の寄与が大きいことも注目される。

名目賃金の寄与度分解（前年比%）



■ 特別給与 ■ 所定外給与 ■ 所定内給与 ■ 現金給与総額

雇用者報酬の寄与度分解（前年比%）

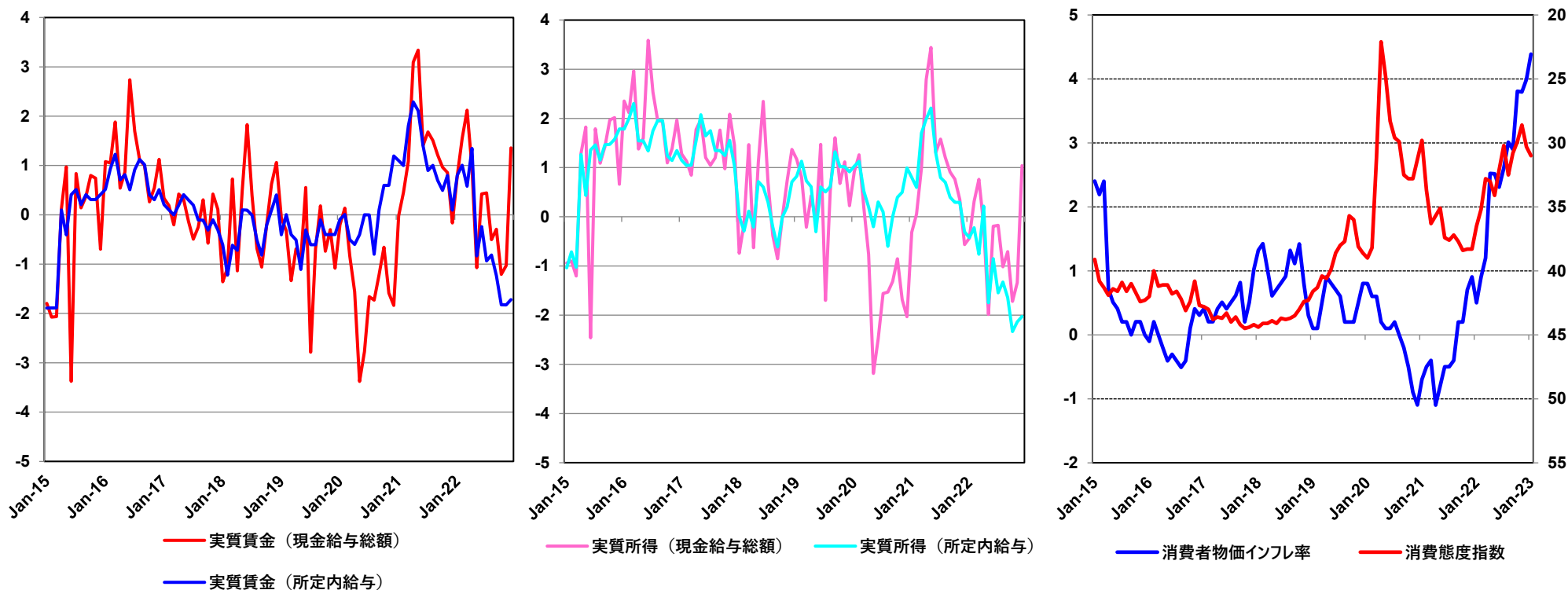


■ 現金所得 ■ 雇用者数 ■ 雇用者所得

賃金と実質購買力

- 実質賃金の前年比の変化率は、消費者物価上昇率の加速に伴って急速に低下した。こうした傾向は、雇用者数を勘案した実質所得で見ても概ね同様に当てはまる。足元で、現金給与総額ベースが急回復したのは、冬季賞与の金額が大幅に増加したことによる。
- 昨年からは、消費者物価上昇率の加速と消費態度指数の悪化が並行して生じており、生活費の上昇に対する懸念が家計のマインドの悪化につながっている点を示唆している。もっとも、消費態度指数の悪化には歯止めの兆しもある。

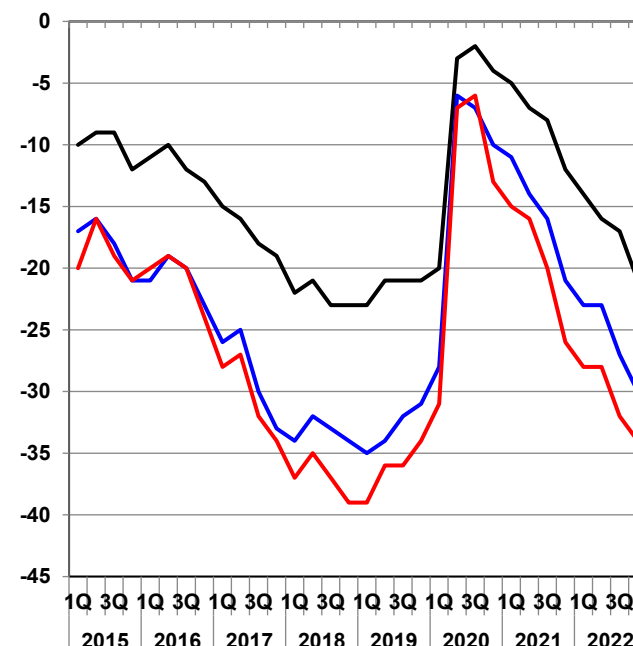
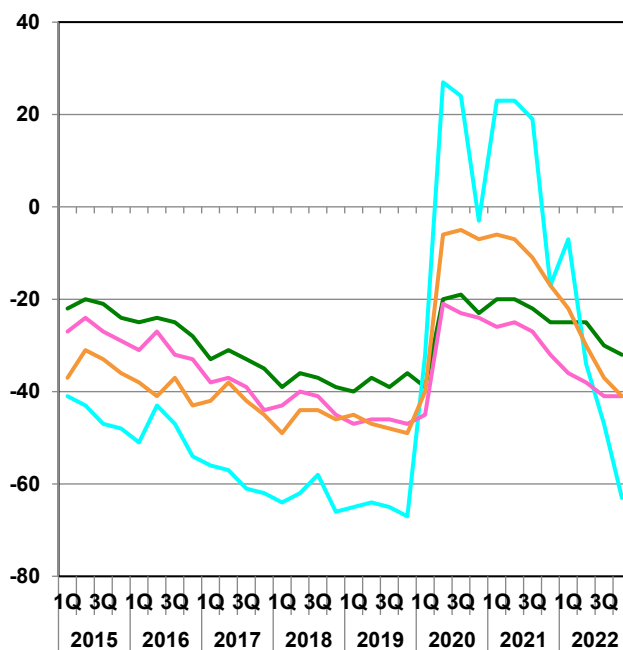
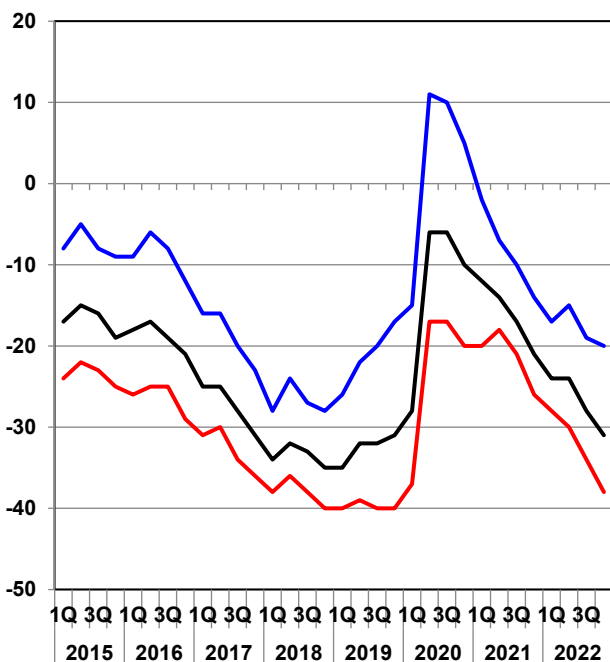
<左>実質賃金（CPIベース）、<中央>実質所得（CPIベース）
<右>CPIインフレ率と家計のセンチメント（前年比%・指数）



企業の雇用スタンス

- 短観の結果によれば、企業の人手不足感は再び顕著に強まっている。製造業に比べて、非製造業の人手不足感が相対的に強い傾向にも変化は見られない。直近（12月時点）のDIの水準は、既にコロナ前に概ね戻っている。
- 非製造業の中では、個人関連、特に宿泊・飲食の人手不足感が顕著に強まっている。これに対し、小売の改善は相対的に小幅に止まっている。また、企業規模別には、中小企業における人手不足感の高まりが相対的に顕著になっている点も注目される。

短観の雇用判断（DI）



— 全産業 — 製造業 — 非製造業

— 小売 — 宿泊・飲食
— 企業向けサービス — 個人向けサービス

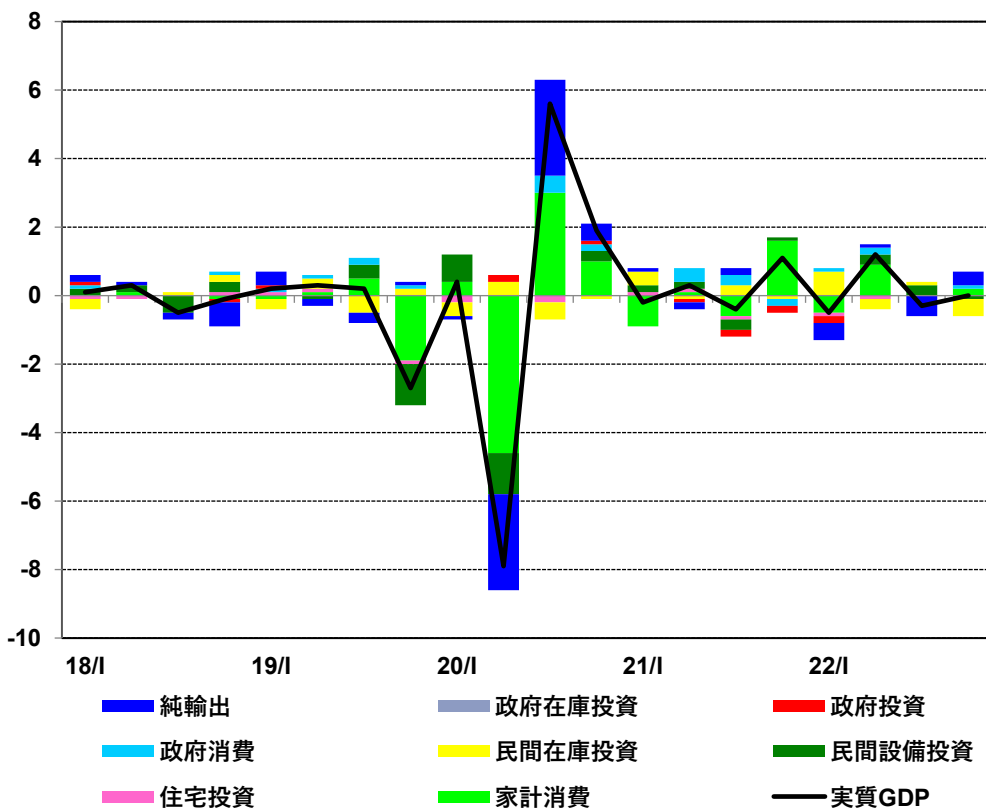
— 大企業 — 中堅企業 — 中小企業

経済成長率の見通し

資料: IMF, OECD, 日銀

- 昨年第4四半期の経済成長率は前期比ゼロと、事前予想に比べて低迷した。消費や純輸出は小幅なプラスに回復したものの、在庫投資のマイナスに打ち消される形となった。
- 日銀だけでなく主要な国際機関は、消費の回復と政府の経済政策の効果によって、日本経済が2023年には底堅い成長を示すとの見方を維持している。もっとも、海外経済の減速度合いに加えて、消費のモメンタムの動向如何では下振れのリスクも残る。

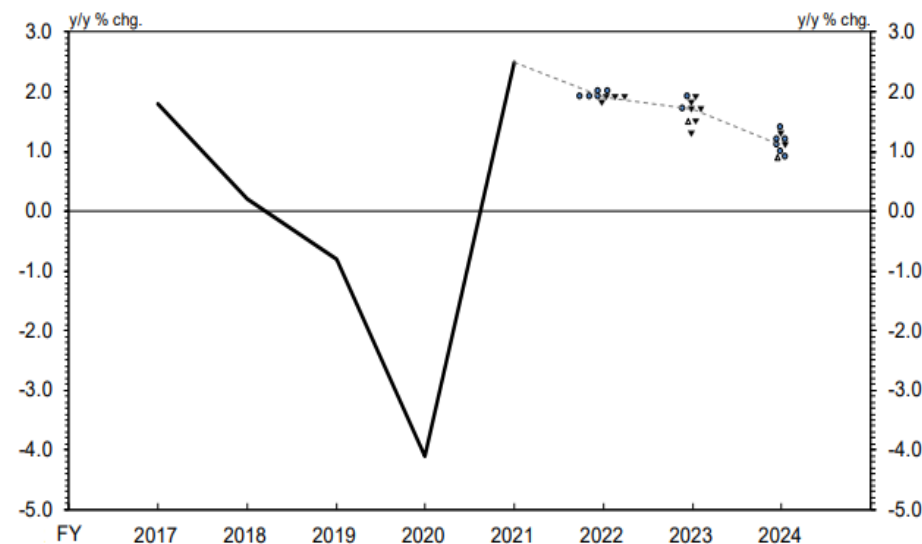
実質GDP成長率の項目別寄与度 (前期比%)



実質GDP成長率の見通し

	日銀 (1月)	IMF (1月)	OECD (11月)
2023	+1.7%	+1.8%	+1.4%
2024	+1.1%	+0.9%	n.a.

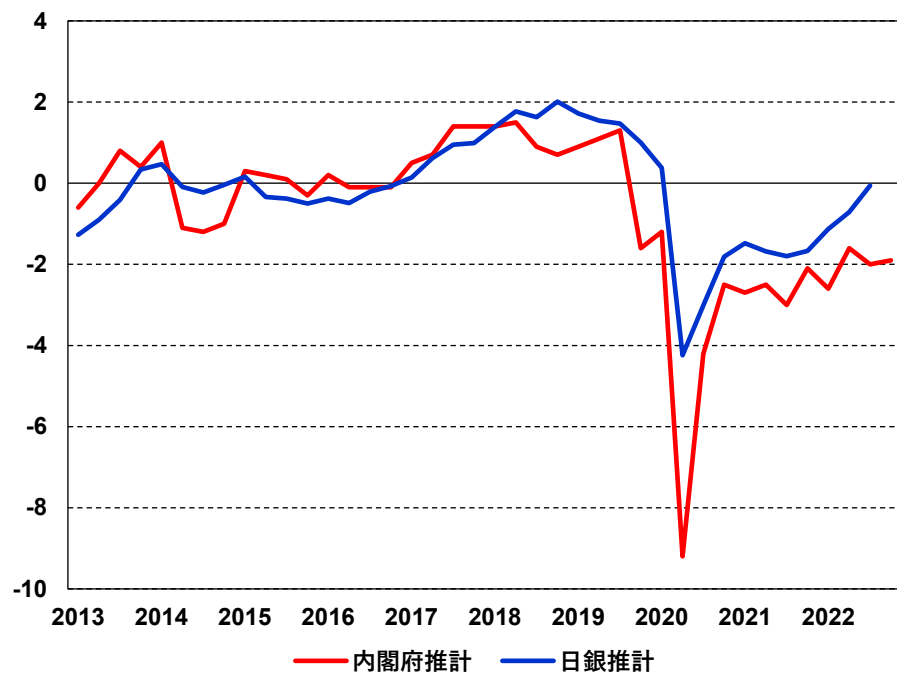
実質GDP成長率の見通し (1月時点：前年比%)



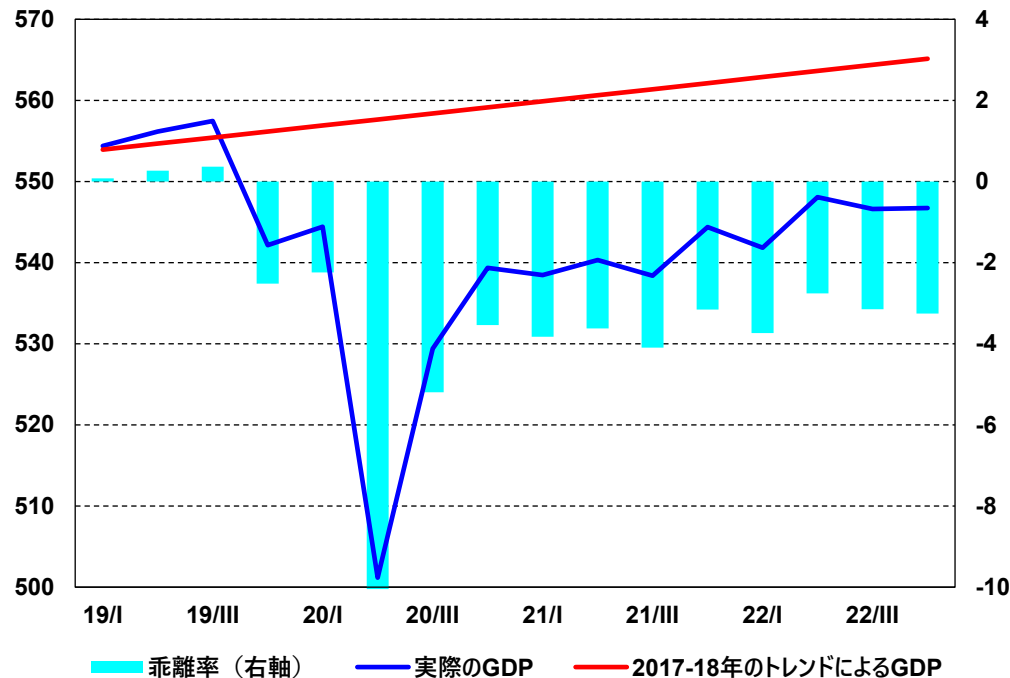
GDPギャップ

- 昨年第4四半期の経済成長が停滞した結果、内閣府の推計によるGDPギャップもマイナス圏で横ばいとなった。日銀による推計（第3四半期まで）ではGDPギャップがほぼゼロとなっていたが、結局は2022年中のプラス転換は困難だったとみられる。
- コロナ前の好景気であった2017～18年のトレンドに対して、直近（2022年第4四半期）の実質GDPは約3.3%分下方に乖離している。これは金額では約18.3兆円に相当する。

GDPギャップの推計値 (%)



実質GDPの推移 (兆円, %)

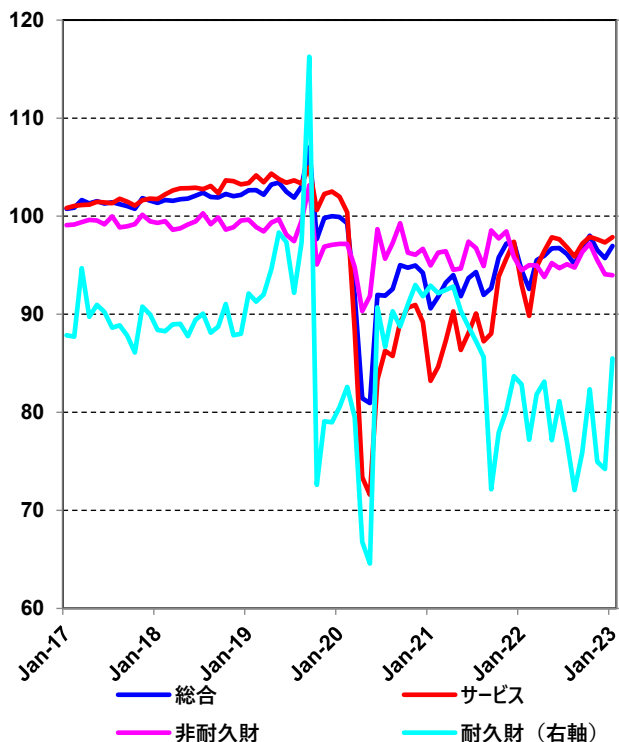


家計の消費

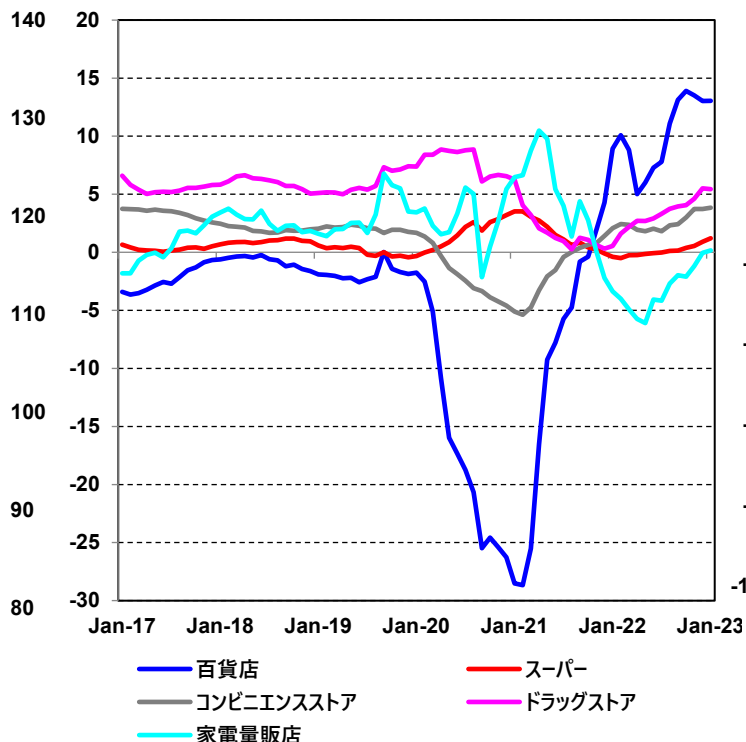
資料: 日銀、経産省

- 消費支出は総じてみれば緩やかな回復を続けている。サービス支出は振れを伴いながら増加しているほか、小売売上も百貨店が顕著な落ち込みからの反動増を続けている。一方で、耐久財への支出は停滞しているほか、主要業態の売り上げが増加率を高める中で、家電量販店は足元でゼロ近傍となっている。
- 短観の結果によれば、家計関連のサービス業種の業況判断は改善を続けており、直近（12月時点）のDIはそろってゼロ近傍まで回復した。業況判断だけからみれば、コロナ前の水準まで戻ったことになる。

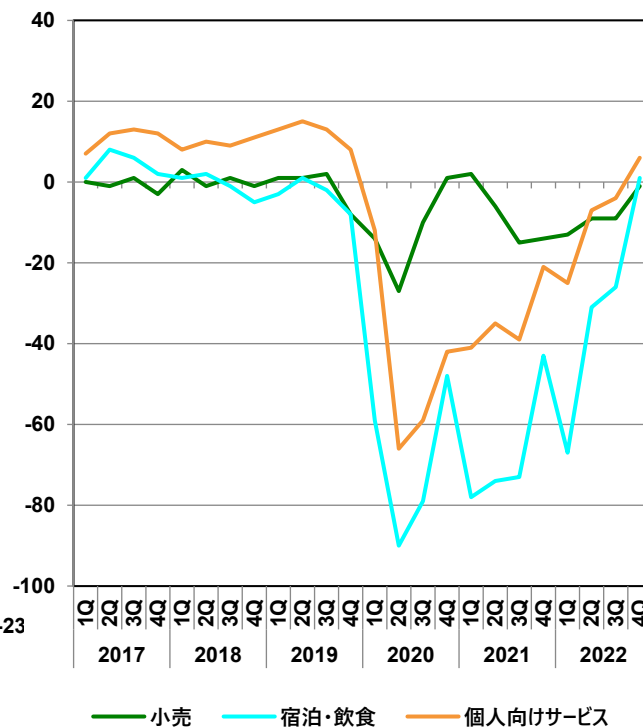
消費活動指数（日銀）



小売売上指数（前年比%）



業況判断指数（DI）

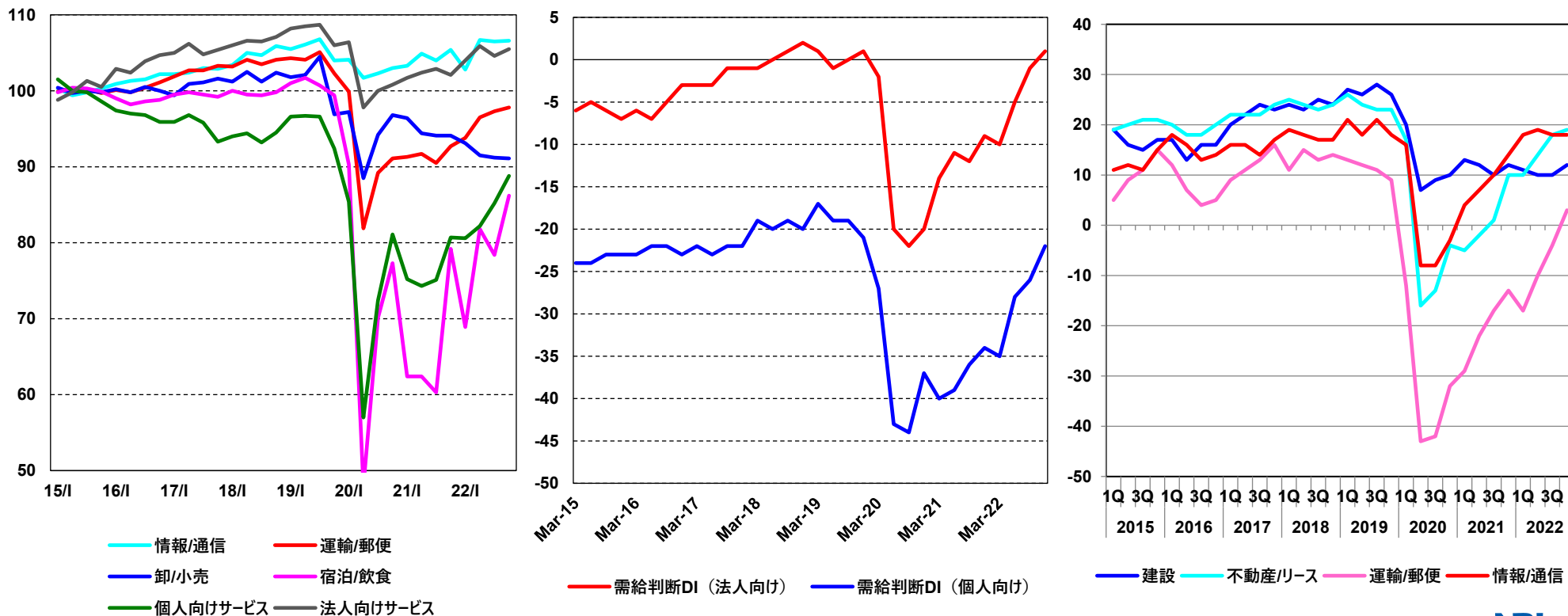


サービス業の活動

資料: 経産省, 日銀

- 経産省の第三次産業活動指数をみると、コロナによって相対的に深刻な打撃を受けた業種の回復が目立つ。この間、企業活動に関連する業種も緩やかな拡大を続けているが、卸/小売は減速感を示している。
- 短観の結果によれば、企業からみた需給判断は法人向けと個人向けの双方で回復を続けているが、後者はコロナ前の水準に戻っていない。一方、企業活動に関連する業種の業況判断は総じて改善を続けており、運輸・郵便の回復が顕著であるが、建設には停滞感が窺われる。

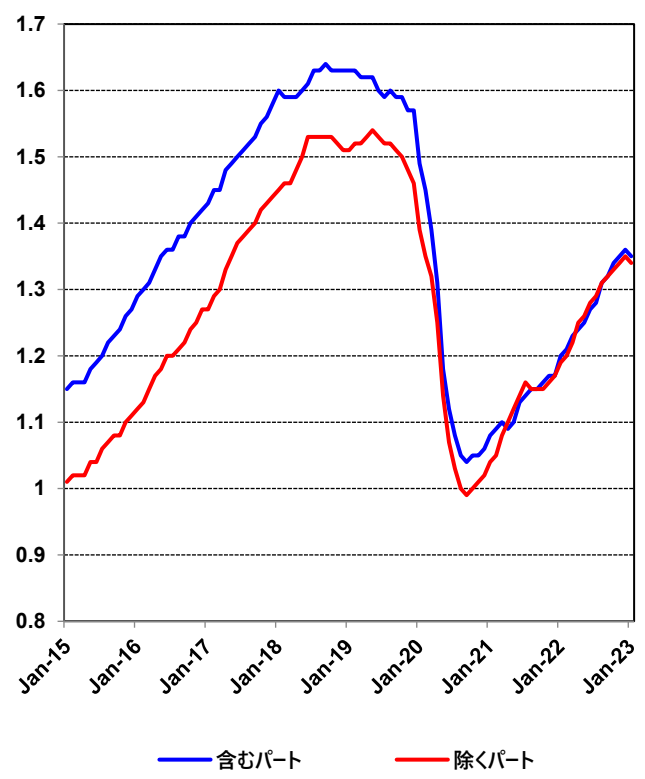
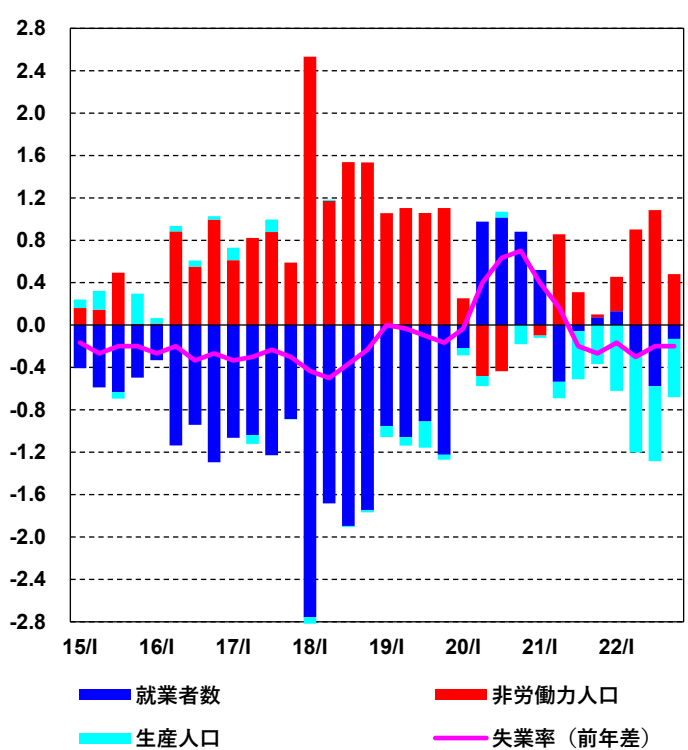
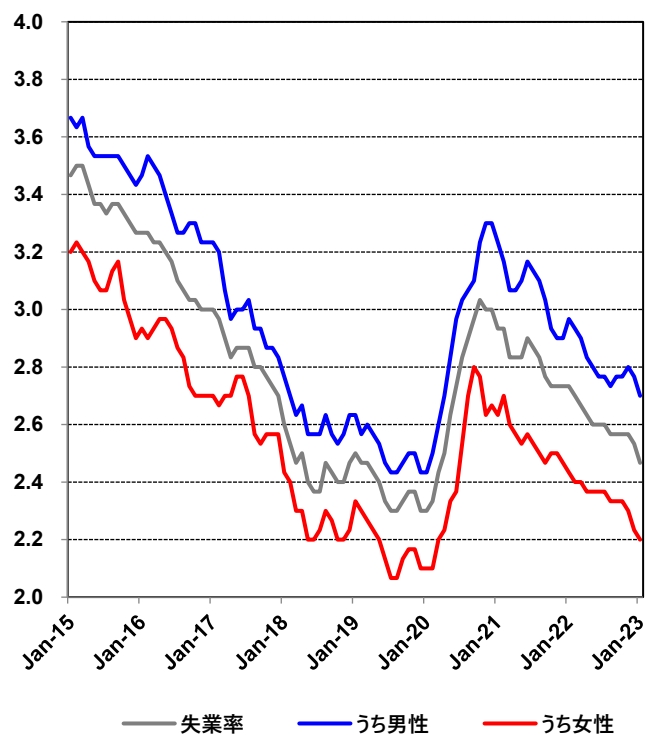
<左> 第三次産業活動指数、<中央> 需要判断 (DI)、<右> 業況判断 (DI)



雇用

■ 失業率は緩やかな低下トレンドに回帰しており、コロナ前のボトムに近付いている。前年比の失業率の変化を要因別に分解すると、就業者の増加が下方に寄与している一方で、生産年齢人口の減少（低下要因）と非労働力人口の減少（上昇要因）といった構造要因も大きく寄与している点が注目される。この間、有効求人倍率も上昇トレンドに回帰しているが、コロナ前のピークよりもまだ明確に低い。

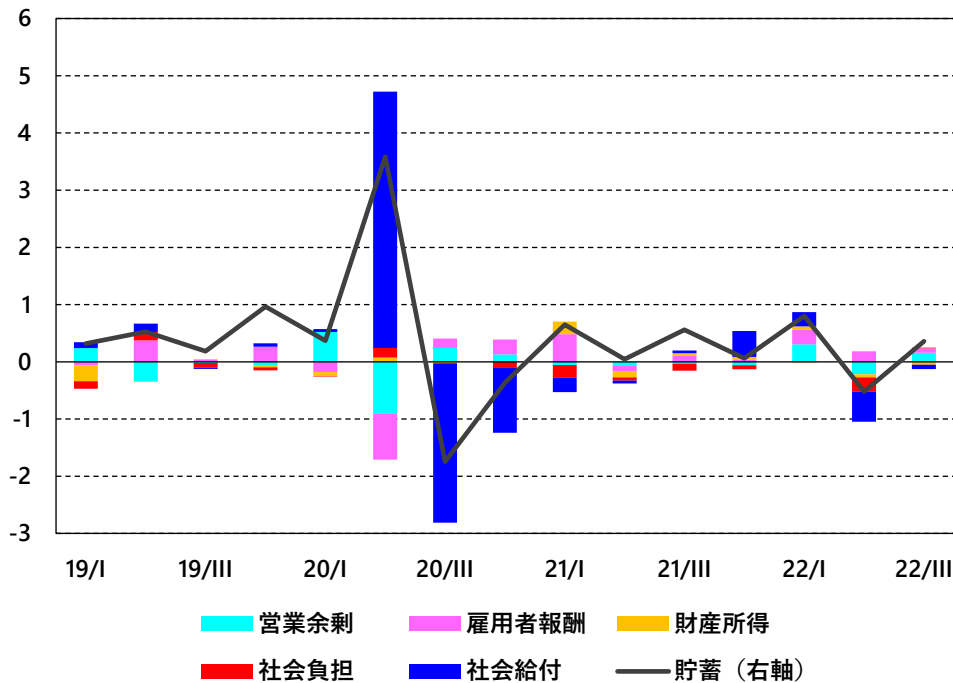
<左>失業率（3か月MA・%）、<中央>失業率変化の寄与度分解（前年比・%ポイント）、<右>有効求人倍率



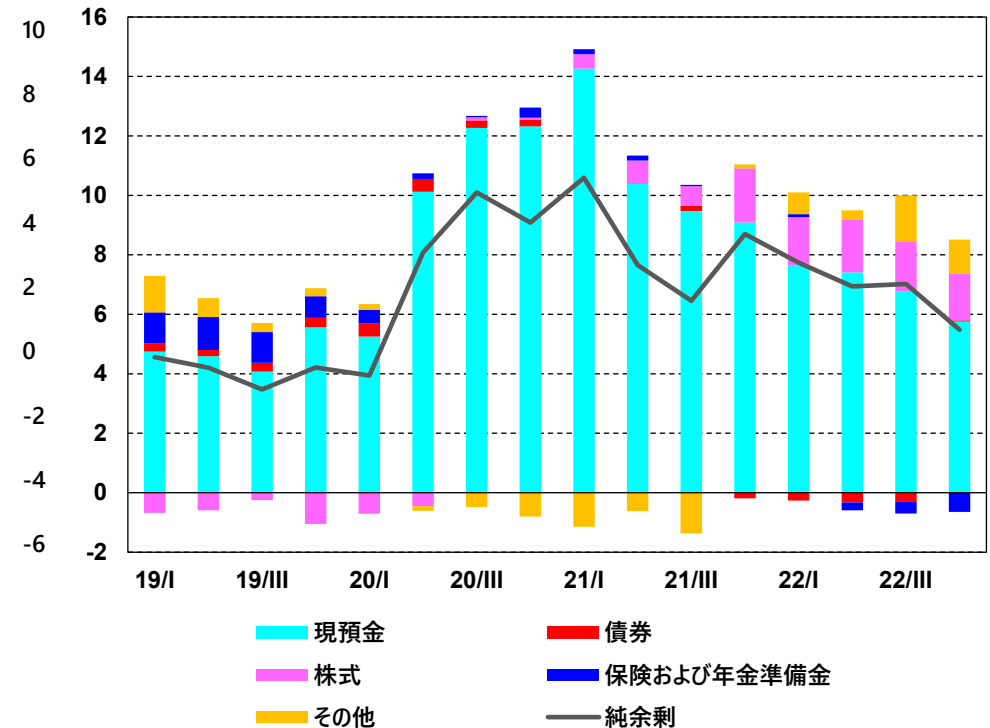
家計の貯蓄と資産

- 名目可処分所得（昨年第3四半期まで）は足元で小幅なプラスに転じた。営業余剰（自営業の収益）と雇用者報酬が各々プラス方向に貢献した。この結果、純貯蓄も小幅ながら再びプラスとなった。
- 日銀の資産循環によれば、家計の金融資産の増加ペースは減速を続け、概ねコロナ直前の水準に戻っている。現預金の増加幅が縮小したほか、保険・年金準備金が減少に転じたことが主因である一方、株式が相応に増加する傾向は定着している。

家計の可処分所得と貯蓄
(SNAベース：年率前期比・兆円)



家計の金融資産の増減と純資金余剰
(資金循環勘定・4四半期MA・兆円)



輸出

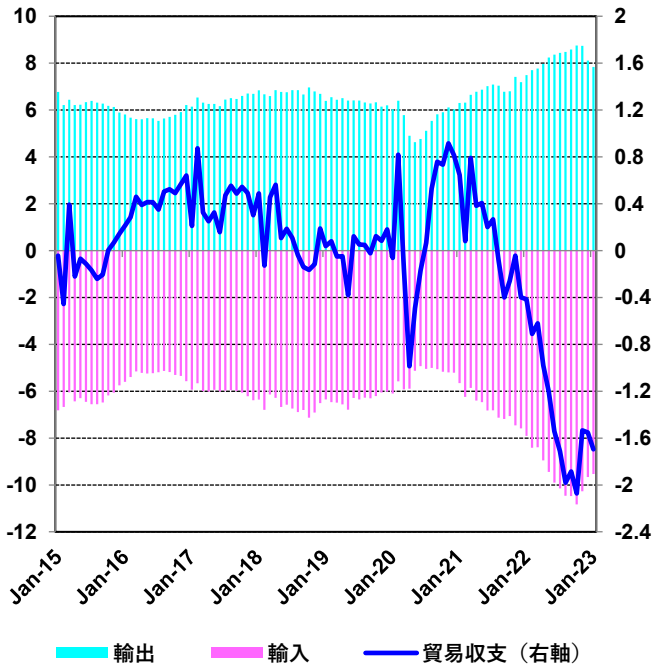
■ 貿易収支の悪化には足元で底打ちの兆しがみられる。輸出は高水準ながら頭打ちとなっている一方、輸入の減少が明確になっている。第4四半期までの輸出を地域別にみると、中国向けの低迷が続いていた一方、米国やその他アジア、EUに対する輸出は緩やかな増加を続けていた。品目別には、資本財の伸びが加速しているほか、自動車関連の回復が明確になってきた一方、IT関連財は高水準ながら頭打ちとなったほか、中間財には減速感が明確になるなど区々の動きとなっている。

ウエイト (2022年: %)

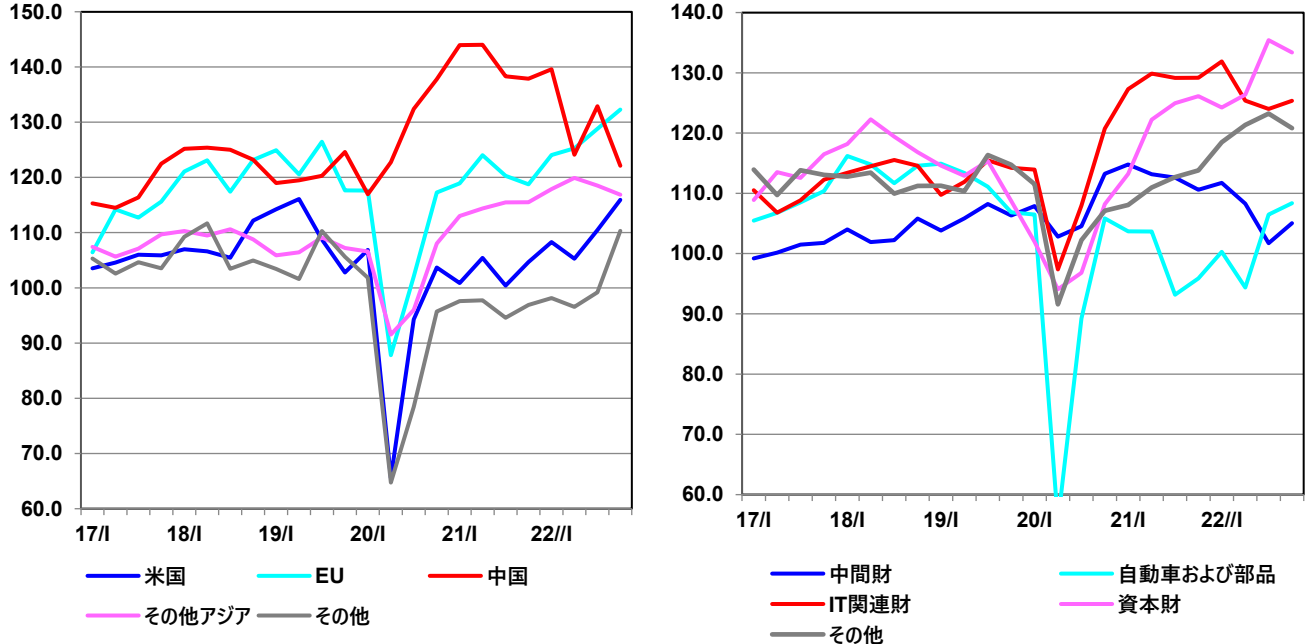
米国	EU	中国	Asia NEEDS/ASEAN
18.6	9.5	19.4	37.1

中間財	自動車関連	情報関連	資本財
21.8	20.5	20.2	17.5

貿易収支 (兆円)



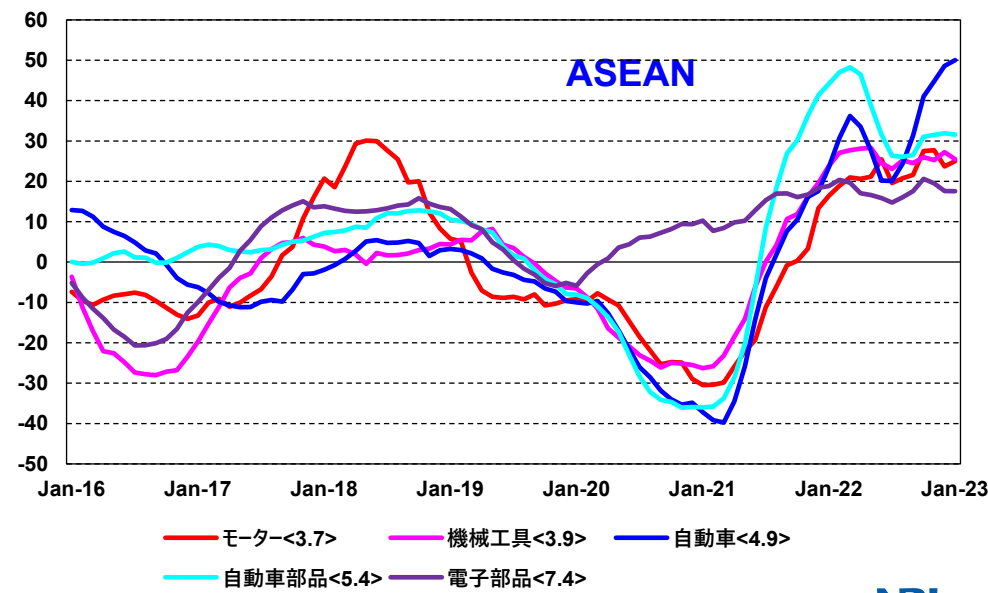
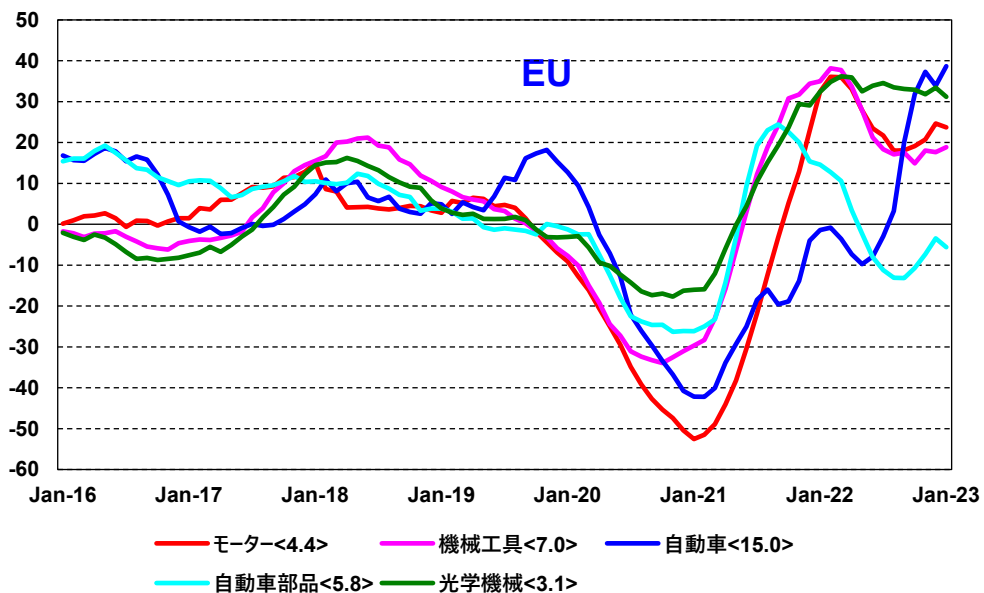
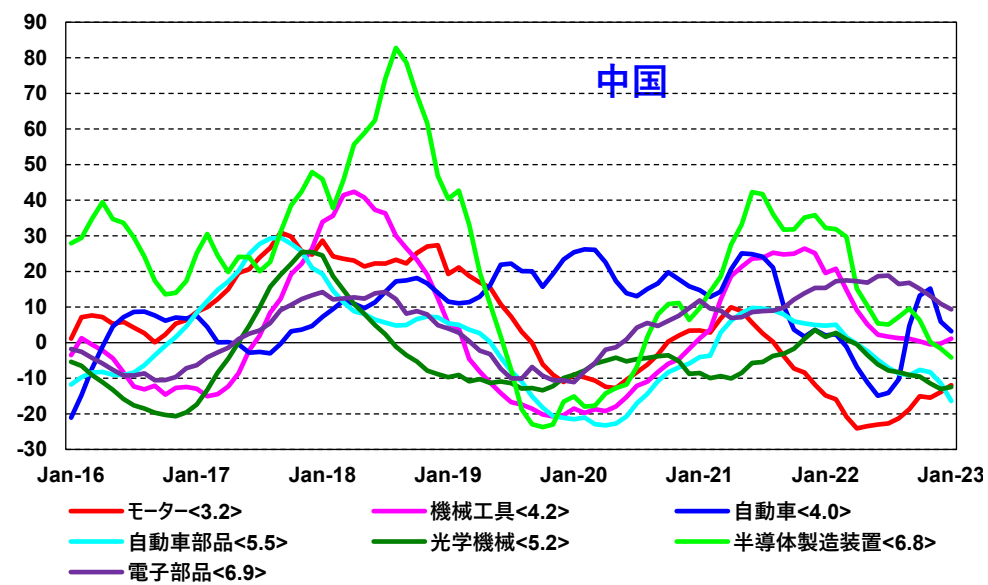
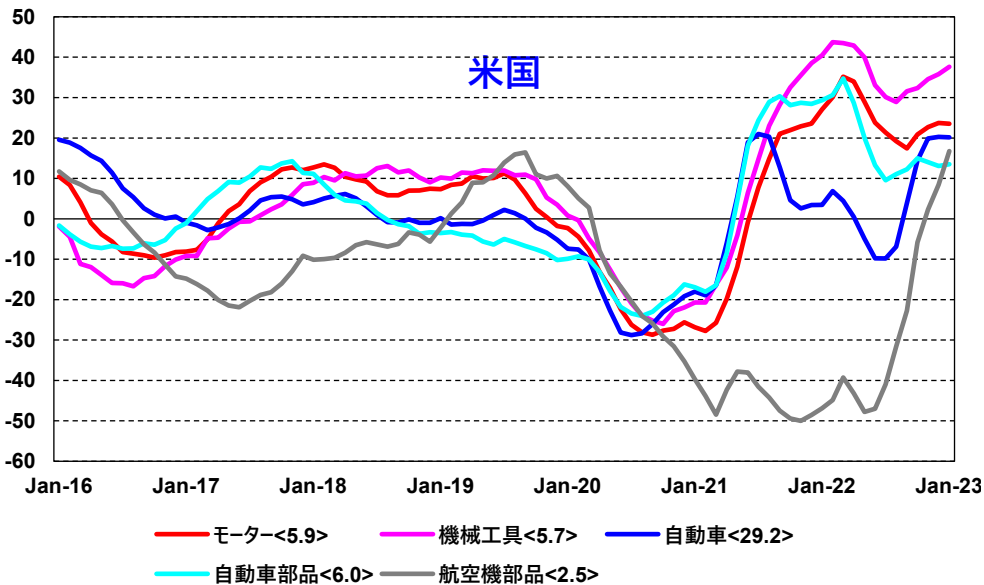
実質輸出指数



(参考) 主な地域別の輸出

資料: 財務省

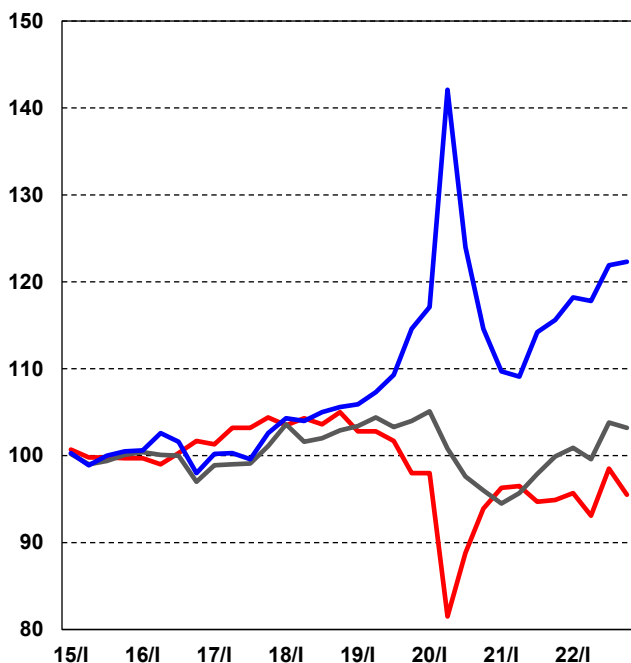
主な経済地域に対する主要品目別の輸出 (前年比%: 12M MA)



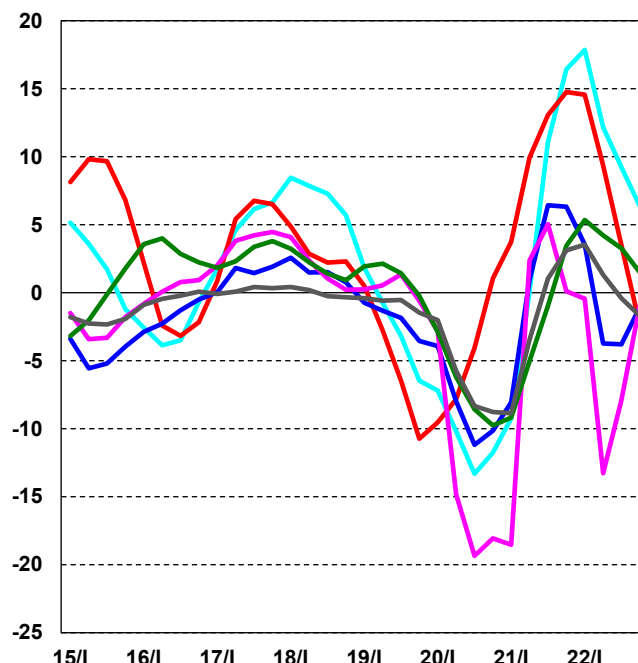
工業生産

- 工業生産は第4四半期に再び減速した一方、在庫については供給制約の緩和を映じて横ばいになった。
- 生産を業種別にみると、ウエイトの高い輸送機械の生産が回復を続けたものの、依然としてマイナス圏にあったほか、IT関連の需要の減速を反映して、電子部品が顕著に減速し、電気機械もマイナス圏で推移している。このほか、化学製品や一般機械もプラス圏ながら頭打ちとなった。

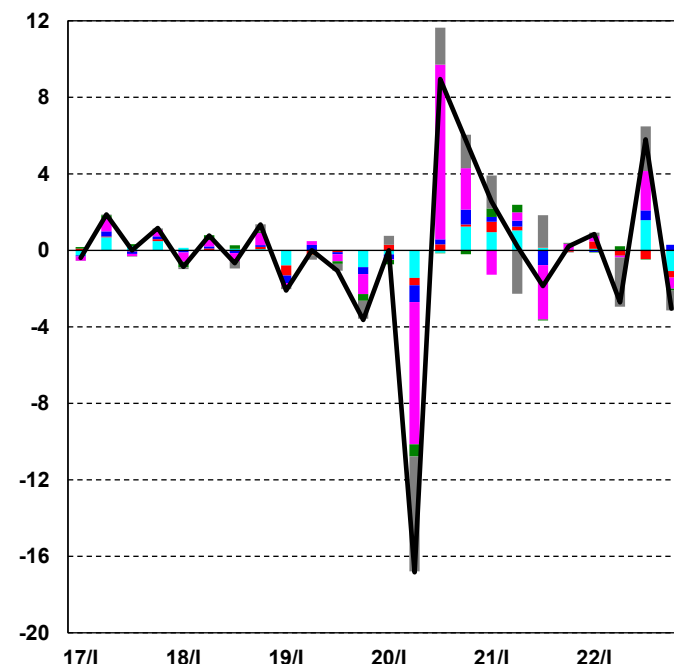
<左> 主な指数, <中央> 主要業種の生産指数 (前年比・4四半期MA)
 <右> 主要業種の生産指数に対する寄与度 (前年比%ポイント)



— 生産 — 在庫 — 在庫/出荷



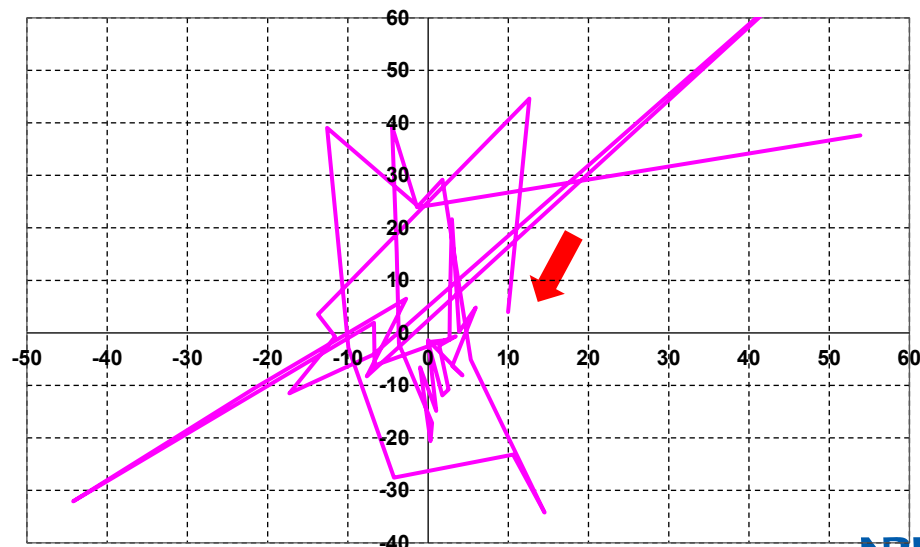
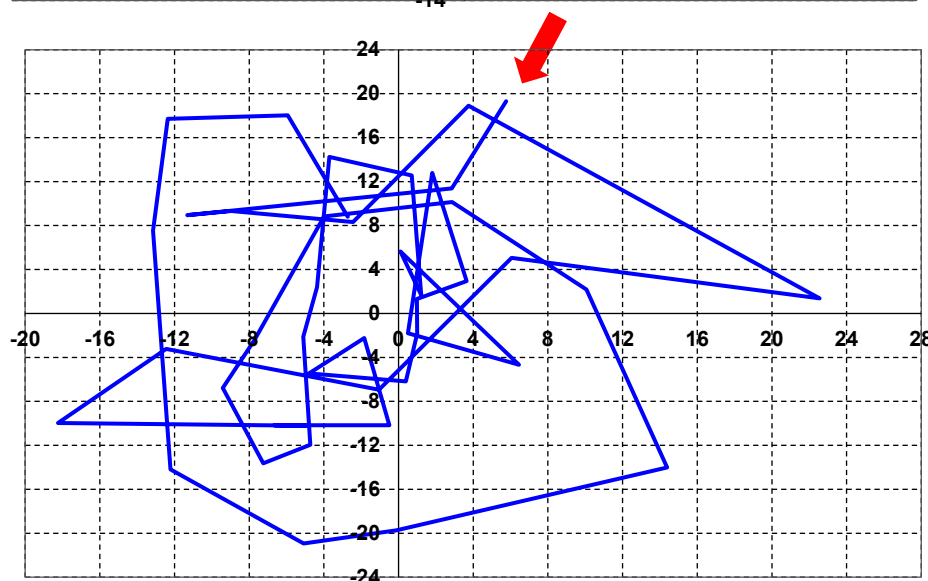
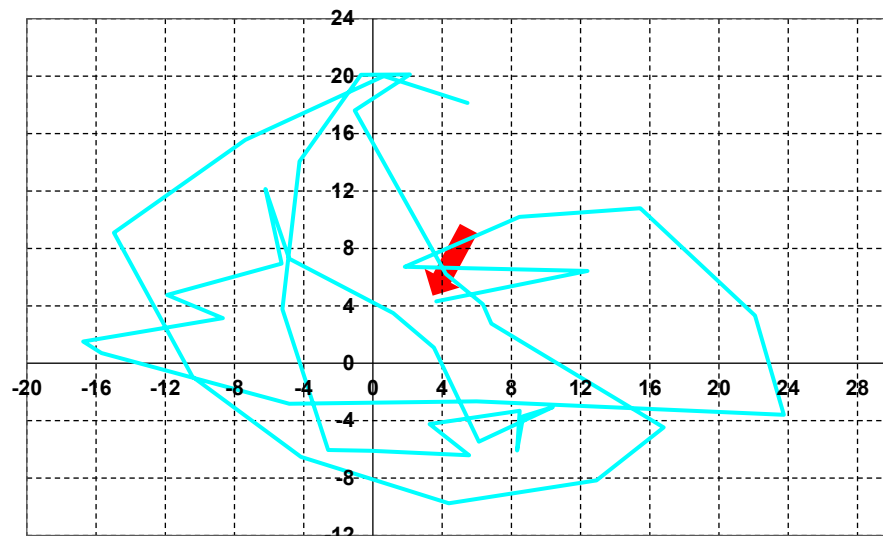
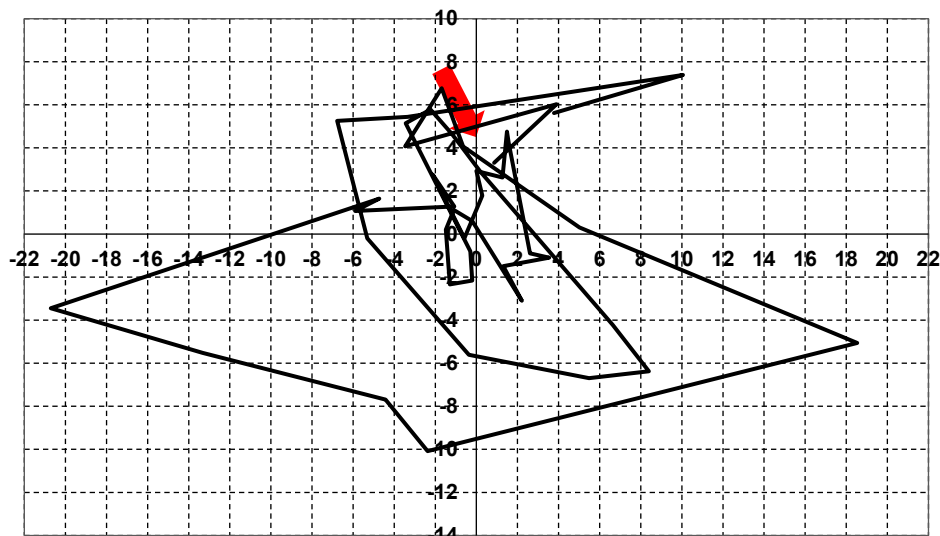
— 一般機械 — 電子部品 — 電気機械
 — 輸送機械 — 化学 — その他



— 一般機械 — 電子部品 — 電気機械 — 輸送機械
 — 化学 — その他 — 合計

(参考) 在庫循環

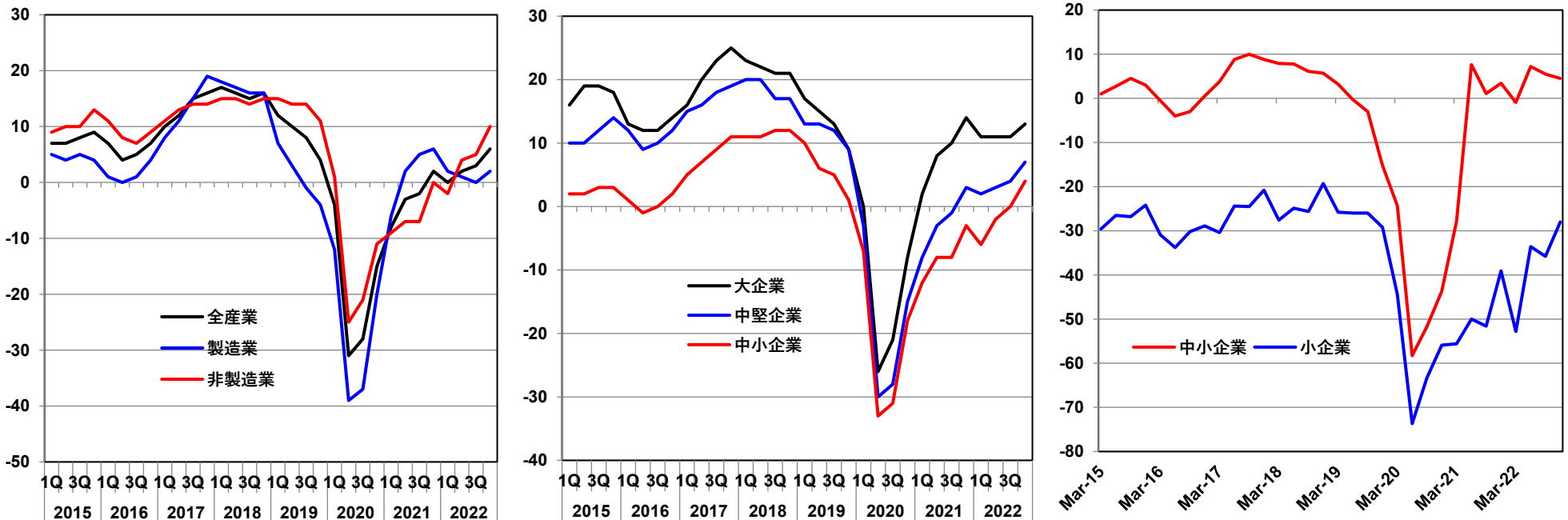
<横軸> 出荷 (前年比%), <縦軸> 在庫 (前年比%)
 <左上> 合計, <右上> 一般機械, <左下> 電気機械, <右下> 輸送機械



企業の業況判断

- 短観の結果によれば、本年入り後は非製造業の業況の改善が目立つ一方、製造業の業況には停滞感がみられる。前者は消費の回復、後者は供給制約や海外経済の不透明性を各々映じているとみられる。この点は、企業規模別にみた場合、大企業の業況判断が横ばいである一方、中小企業の業況改善が顕著である点とも整合的になっている。
- 一方、日本政策金融公庫の四半期調査によれば、中小企業の業況感が横這いとなっているのに対し、小企業の業況感は振れを伴いつつ改善している。前者は大企業のサプライチェーンに依存する企業が多い一方、後者は個人向けサービスの関連業種が多い点に関連しているとみられる。

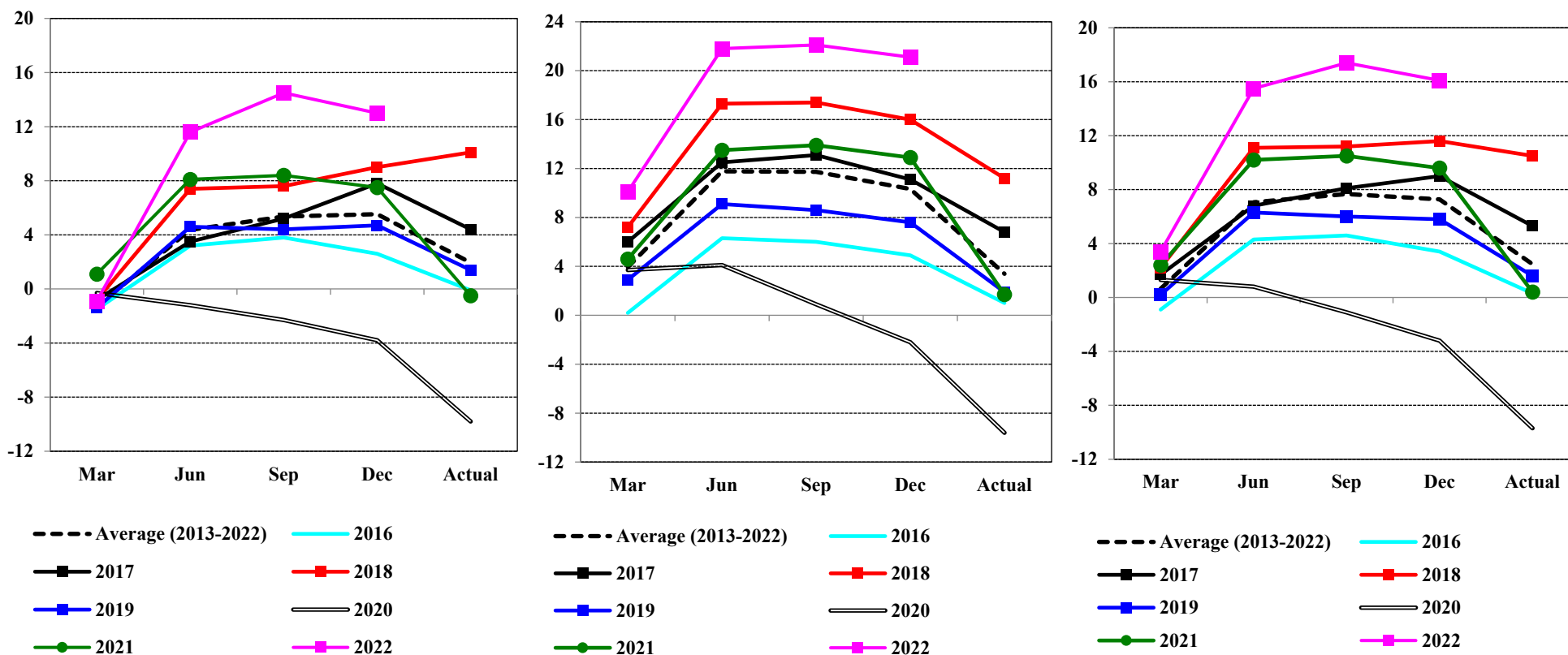
業況判断 (DI) < 左と中央: 日銀短観、右: 政策公庫調査 >



企業の設備投資計画

- 短観の結果によれば、本年度の企業の設備投資計画（前年比増加率）は直近（12月時点）でも極めて高い水準を維持している。こうした特徴は製造業と非製造業の双方にみられており、QQEの開始以降の平均を大きく上回っている。年度末にかけては相応に減速する可能性もあるが、設備投資に関するペントアップ需要は大きいとみられるほか、多くの企業がデジタル化や気候変動対応といった景気や金利とは関係の希薄な要因での設備投資を計画している点で底堅さを維持することが期待される。

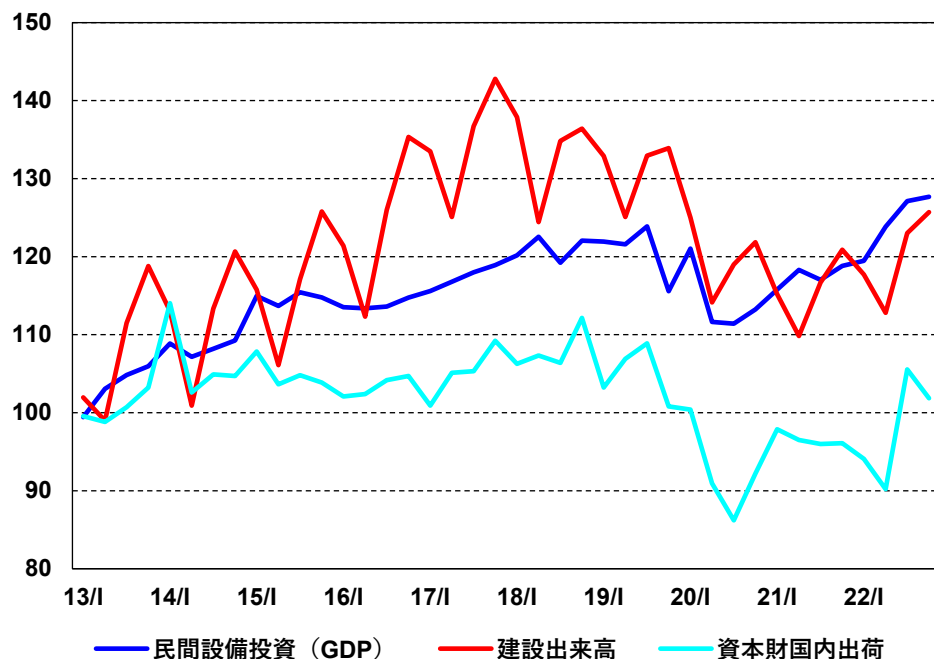
<左> 非製造業、<中央> 製造業、<右> 全産業（前年比%）



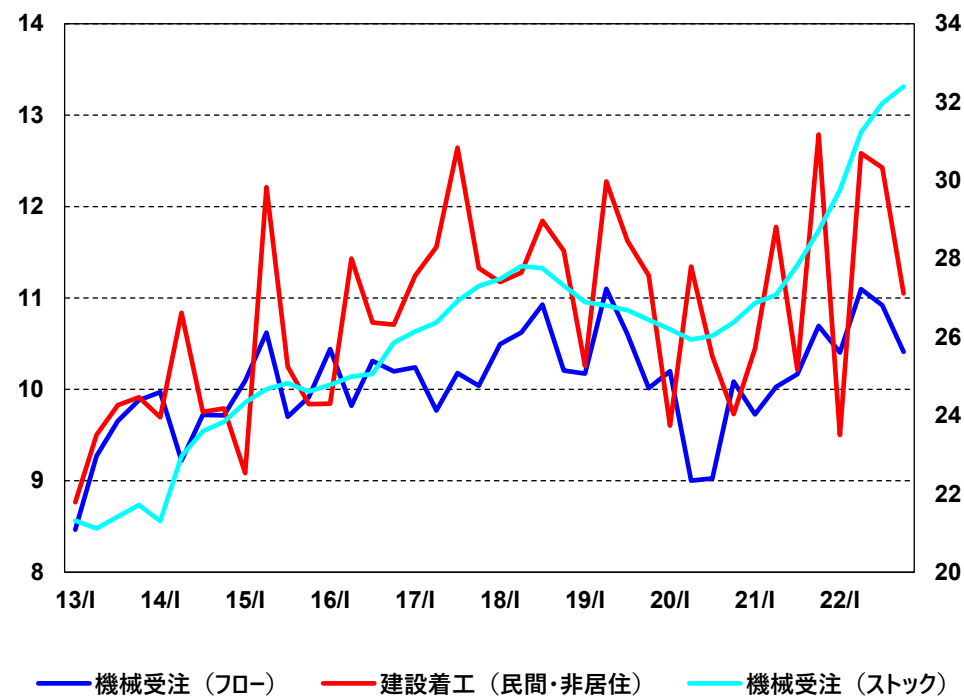
設備投資の関連指標

- 一致指標のうち、建設出来高は振れを伴いつつ底打ちの兆しがみられるほか、資本財の国内出荷にも増加の動きがみられる。GDPベースの民間設備投資も緩やかな増加を示すなど、総じて緩やかながら拡大の基調が示唆される。
- 先行指標のうち、機械受注のストックが引続き増加している点は供給制約の残存を示唆している。もっとも、機械受注のフローも2020年をボトムに増加トレンドを辿り、建築着工（民間・非居住）も振れを伴いつつ堅調さを維持しているなど、総じて前向きな動きが窺われる。

主な一致指標
(指数: 2012=100)



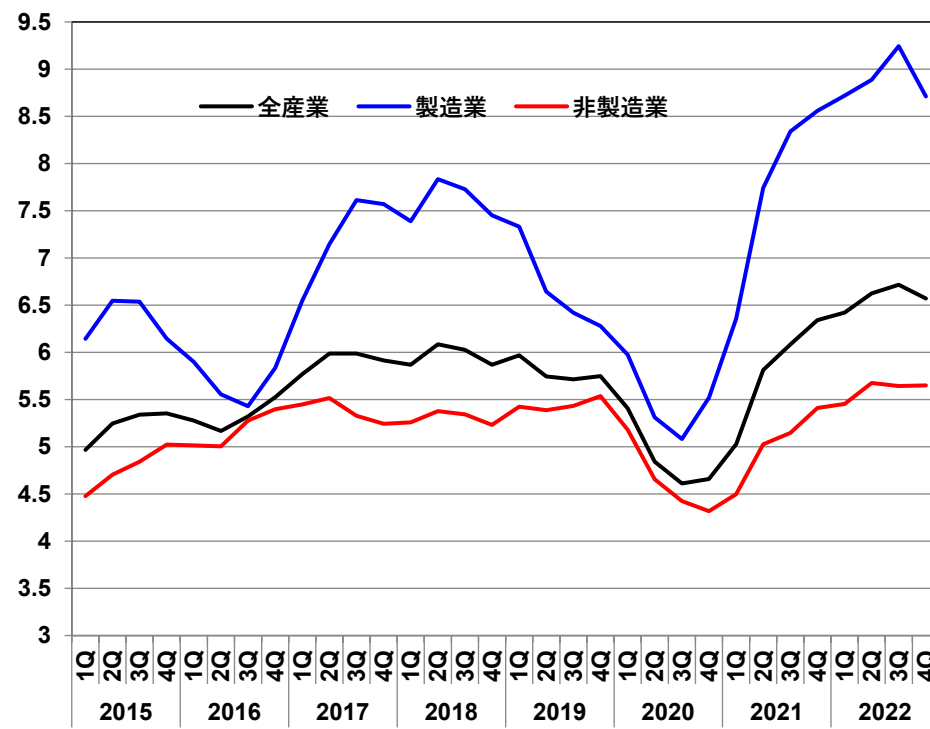
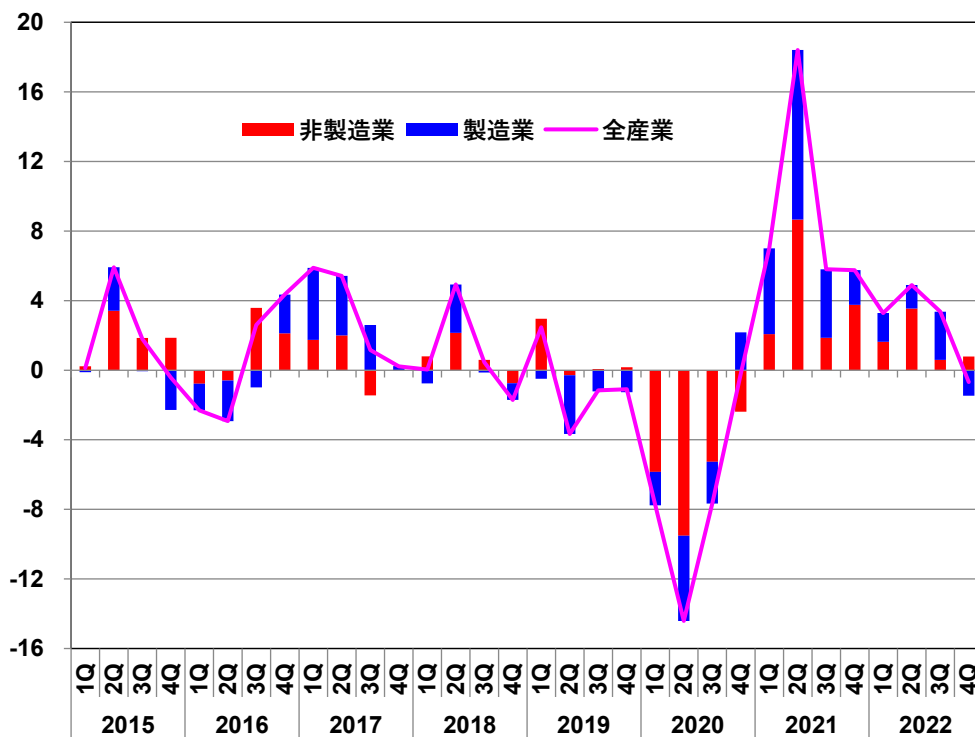
主な先行指標
(年率: 兆円)



企業収益

- 企業収益の増加率は昨年後半に減速し、第4四半期には久しぶりに小幅ながらマイナスに転じた。非製造業は小幅なプラスを維持したが、製造業のマイナスが大きく寄与した。もっとも、収益性の指標としての売上高経常利益率をみると、製造業は依然として長い目で見て高水準を維持している一方、非製造業も横這い圏内ながらもコロナ前の水準を上回っている。

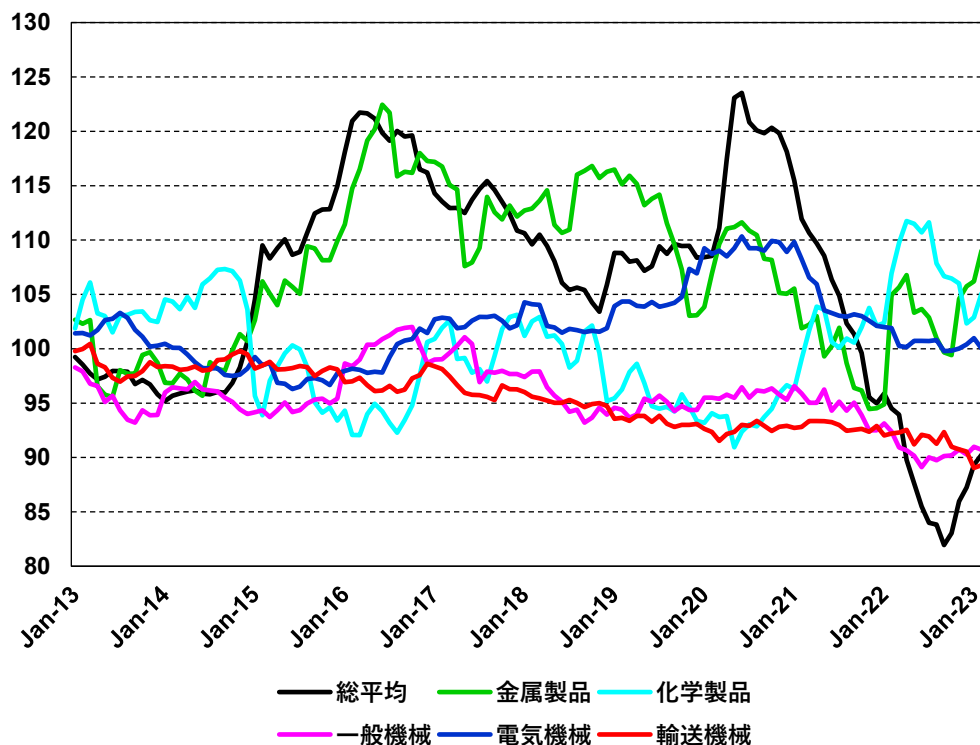
<左> 経常利益（前年比%・4四半期MA）、<右> 売上高経常利益率（%・4四半期MA）



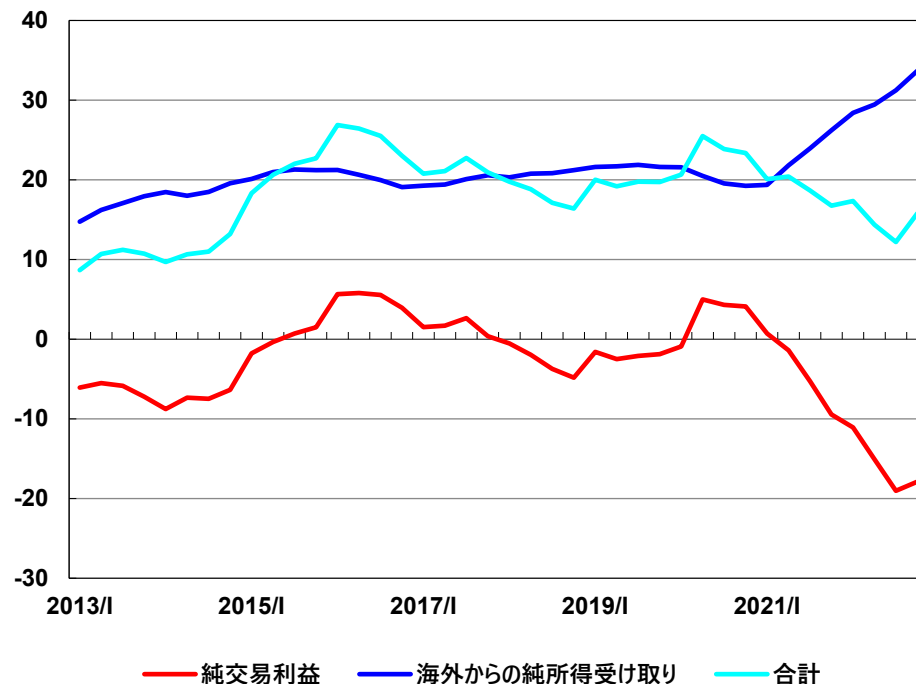
交易条件と所得移転

- 交易条件指数（輸出物価指数と輸入物価指数の比）は依然として低位であるが、底打ちの動きが明確になっている。品目別には金属製品や化学製品の改善がみられる一方、輸送機械や一般機械は緩やかな悪化を続けている。
- マクロ的には、SNAベースの純交易利益が直近まで顕著な減少を続けている。もっとも、海外からの純所得受け取りも、海外金利の上昇等もあって増加幅を拡大したため、両者の合計としての純所得移転の悪化は緩やかなものに止まっており、かつ金額もプラスを維持している。

交易条件（指数、2012年平均=100）



海外との所得移転（SNAベース、兆円、4四半期MA）



2. YCCの運営と国債市場の動向

想定される論点

- 政策運営の変更は効果を発揮しているか
- 国債市場の機能はどのように推移しているか
- 市場機能の回復は将来に向けてどのような意味を持つか

政策運営の変更

- 日銀は、2022年12月の金融政策決定会合で、10年国債利回りの誘導レンジを $\pm 0.5\%$ に拡大することを決定した。その趣旨については、緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促すことにあるとした。
- 声明文は、今回の措置によって金融緩和の効果がより円滑に波及することで、金融緩和の持続性を高めるとの期待を表明した。もっとも黒田総裁は、記者会見において、この間のインフレ率やインフレ期待の上昇によって、金融緩和の効果が既に強まっている点も示唆した。

項目	内容
政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ・10年国債利回りの誘導レンジを、従来の$\pm 0.25\%$から$\pm 0.5\%$へ拡大 －長短の政策金利は-0.1%および0%で不変
国債買入れ	<ul style="list-style-type: none"> ・競争入札による買入れオペを、従来の7.3兆円/月から9兆円/月へ増額 －指値オペは従来通りに毎営業日実施
中長期の資金供給オペ	<ul style="list-style-type: none"> ・中長期の資金供給オペについて、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す観点から利回りを設定する方針を明記〈2023年1月〉
政策変更の背景	<ul style="list-style-type: none"> ・昨年春以降、海外の金融資本市場のボラティリティが上昇し、日本市場にも強く影響 ・債券市場では、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で、市場機能が低下 ・こうした状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼす恐れ

(参考) これまでのイールドカーブ・コントロール

- 既往の運営方針は2021年3月会合での金融政策運営の「点検」の結果に基づくものであった。「点検」に際しては、緩和的なスタンスを維持しつつ、柔軟性や副作用の重要性を示すという中間的な内容となった。
 - － もっとも、変動幅の拡大が極めて抑制的であったことに加え、政策反応関数の非対称性が示唆されたこともあって、市場は緩和スタンスの確認と理解した面が強かった。
 - － なお、日銀は「点検」に関する背景説明の中で、50bp程度の変動の範囲内であれば実体経済（特に設備投資）への影響は無視しうるとの実証分析を併せて示した。

「点検」の結果として示された考え方（ポイント）

項目	内容
変動許容幅の運営	<ul style="list-style-type: none"> ・ 目標を0%に維持しつつ、許容しうる変動幅が$\pm 0.25\%$である点を明確化 ・ 利回り変動の一時的な減少に対応することが目的 <ul style="list-style-type: none"> － 前回の見直しは2018年（$\pm 0.1\%$を概ね2倍に拡大） ・ 一時的に下限を下回った場合も、厳格に対応しない考えも示唆
連続的な指値オペの導入	<ul style="list-style-type: none"> ・ 複数の営業日に亘って連続的に国債を買入れるオペを導入 <ul style="list-style-type: none"> － 既存の指値オペ（金額を明示せず）の強化
イールドカーブの運営	<ul style="list-style-type: none"> ・ コロナの影響が残存する限り、イールドカーブの低位安定を指向 <ul style="list-style-type: none"> － 同時に、過度に低位な利回りが長期的に経済に及ぼす副作用も意識

政策変更以降の国債買入れの運営

- 政策変更と同時に、日銀は競争入札方式の国債買入れの運営方針を強化するとともに柔軟性を付与した。そうした措置はすべての年限に及んでいるが、増加率でみると超長期ゾーンの強化が目立つ。この方針は、金額面では1～3月の期間に亘ってそのまま維持された。
- 実際の運営では、1月に1～3年、3～5年、5～10年の各ゾーンについて、事前の方針を上回る買入れを行ったことが注目される。

国債買入れの方針 (10億円)

年限	変更前	変更後
1年未満	150×1回=150	150×1回=150
1～3年	475×4回=1900	425～575×4回 =1700～2300
3～5年	475×4回=1900	500～650×4回 =2000～2600
5～10年	550×4回=2200	575～775×4回 =2300～3100
10～25年	250×3回=750	200～400×4回 =800～1600
25年超	100×3回=300	100～300×3回 =300～900
物価連動債	60×1回=60	60×1回=60
合計	7260	7310～10710

実行額 (10億円)

年限	12月	1月	2月	3月 (～24日)
1年未満	150	150	150	150
1～3年	1902	2501	1701	1701
3～5年	1426	3451	2020	1501
5～10年	1652	4553	3003	1826
10～25年	501	2352	1302	701
25年超	200	652	550	151
物価連動債	60	60	60	0
変動利付債	0	30	0	0
合計	5893	13752	8789	6031

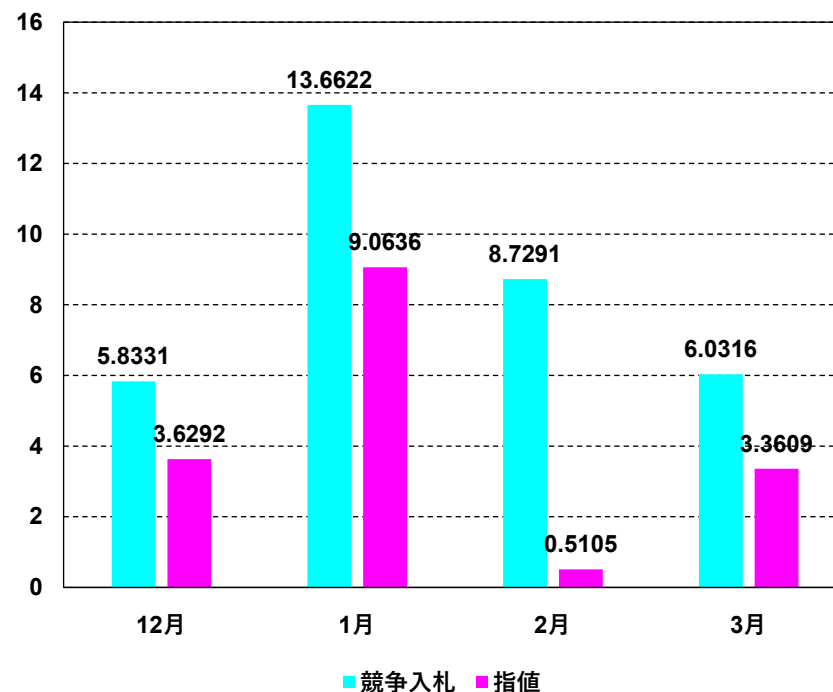
指値オペの運営（12月以降）

- 12月MPMでの政策変更にも関わらず、1月のMPMに向けては、海外での長期金利の上昇に加えて、日銀による再度の政策変更に対する思惑もあって、指値オペの実行額は高水準で推移した。この結果、1月の国債買入れ額は指値オペ分だけで13.7兆円、競争入札分を加えると22.7兆円と巨額になった。
- もっとも、2月は指値オペの落札頻度は高かったが実行額は顕著に減少し、3月入り後にはMPMにかけて増加したが、その後は落札がゼロの状況が続いている。

運営方針と実行額 (10億円)

月日	実行額
12月	1日: 1546.5, 2日: 112.7, 5日: 72.3, 6日: 99.0, 7日: 0, 8日: 20.1 9日: 12.4, 12日: 15.5, 13日: 14.0, 14日: 23.8, 15日: 296.7 16日: 142.5, 19日: 1273.7 <ここから変更後> 20日: 1313.6, 21日~27日: 0, 28日: 158.3 29日: 53.4, 30日: 0
1月	4日~5日: 0, 6日: 593.7, 10日: 262.8, 11日: 468.0, 12日: 2808.4, 13日: 3207.4, 16日: 714.5, 17日: 896.5, 18日: 70.0 19日~30日: 0, 31日: 42.3
2月	1日~6日: 0, 7日: 7.0, 8日: 10.5, 9日: 28.0, 10日: 24.8 13日~14日: 0, 15日: 5.4, 16日: 30.0, 17日: 42.8, 20日: 53.8 21日: 149.5, 22日: 141.3, 24日: 0, 27日: 17.4, 28日: 0
3月 (~24日)	1日: 2.0, 2日: 1769.8, 3日: 277.6, 6日: 265.0, 7日: 32.0 8日: 859.4, 9日: 155.1, 10日~24日: 0

毎月中の国債買入れ（兆円）



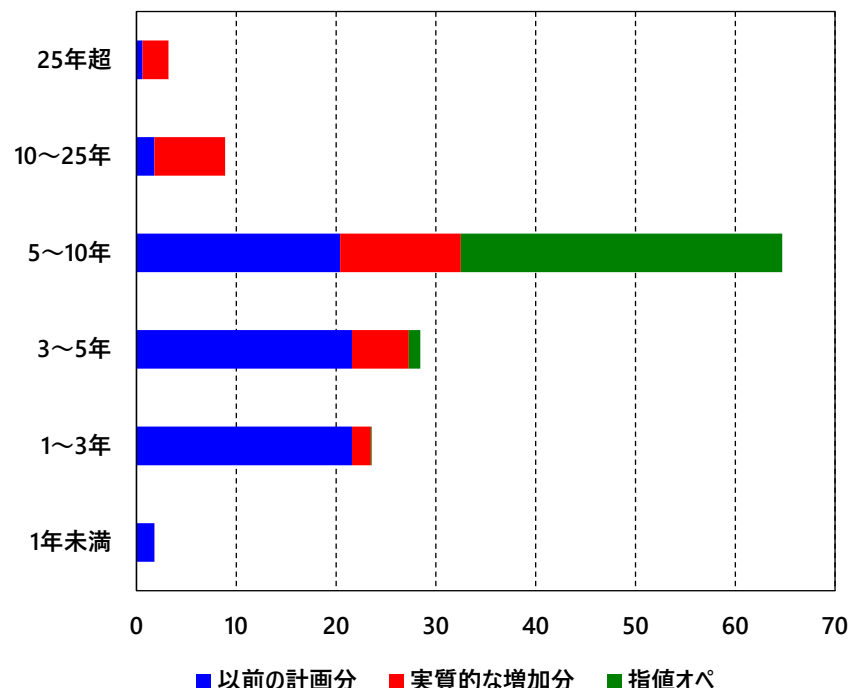
国債買入れ全体の運営（2月まで）

- 日銀は、指値オペに加えて、競争入札方式の国債買入れについても、状況に応じて回数を増やす等の対応を講じてきた。そうした措置はすべての年限に亘っているが、実際の買入れ増加額が大きかったのは残存5～10年のゾーンであった。もっとも、残存1～3年や残存10～25年のゾーンも相応の規模に達していることがわかる。

運営方針と実行額 (10億円)

年限	12月 以前の 方針	12月 以降の 方針	実績(指値を除く)
1年未満	150	150	3月:150, 4月:150, 5月:150, 6月:150, 7月:150 8月: 150, 9月:300, 10月: 150, 11月: 150, 12月: 150 1月: 150, 2月: 150
1～3年	1800	1700 ～ 2300	3月:1802, 4月:2377, 5月:1902, 6月:2052 7月:1901, 8月: 1901, 9月:1901, 10月: 1901 11月: 1902, 12月: 1902, 1月: 2501, 2月: 1702
3～5年	1800	2000 ～ 2600	3月:1952, 4月:1901, 5月:1902, 6月:2052 7月:1902, 8月: 1901, 9月 1425, 10月: 2102 11月: 1902, 12月: 1426, 1月: 3451, 2月: 2020
5～10年	1700	2300 ～ 3100	3月: 3095, 4月: 2003, 5月: 2004, 6月:3102 7月:2003, 8月: 2003, 9月:1802, 10月: 2503 11月: 2204, 12月: 1652, 1月4553, 2月: 3004
10～25年	150	800 ～ 1600	3月:401, 4月: 253, 5月: 252, 6月:602, 7月:251 8月: 251, 9月:326, 10月: 802, 11月: 752 12月: 501, 1月: 2352, 2月: 1302
25年超	50	300 ～ 900	3月: 201, 4月: 101, 5月: 101, 6月: 301, 7月: 100 8月: 100, 9月: 50, 10月: 301, 11月: 301 12月: 200, 1月: 652, 2月: 550

3月以降の累積買入れ額（年限別：兆円）



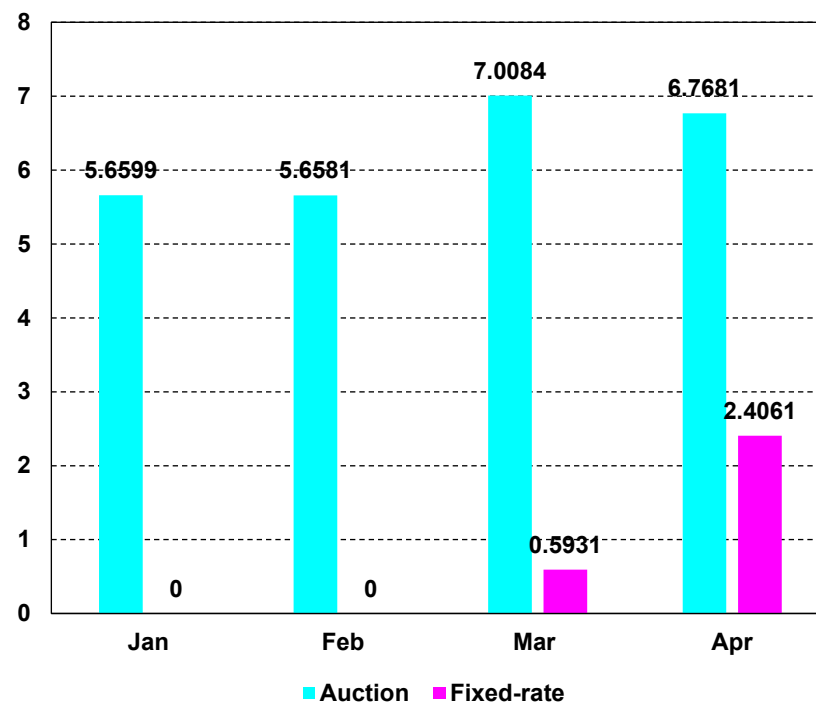
(参考) 指値オペの運営 (2月～4月)

- 10年国債金利が誘導レンジの上限に接近したことを受けて、日銀は2月中旬から指値オペのオフアを開始した。当初は単発の買入れとしてオフアしていたが、3月下旬には連続指値オペを初めて発動した。
- 指値オペにおいては、日銀は10年国債の「カレント」銘柄のみを購入している。

運営方針と実行額 (10億円)

月日	運営方針	実行額
2月14日	・単発の買入れ	0
3月28日	・単発の買入れ	64.5
3月29日～31日	・連続指値オペ	3月 29: 528.6 3月 30: 0 3月 31: 0
4月20日	・単発の買入れ	225.1
4月21日～26日	・連続指値オペ	4月 21:0 4月 22: 427.7 4月 25: 727.5 4月 26: 444.2
4月27日～28日	・連続指値オペ	4月 27:0 4月 28: 581.6

毎月中の国債買入れ (兆円)



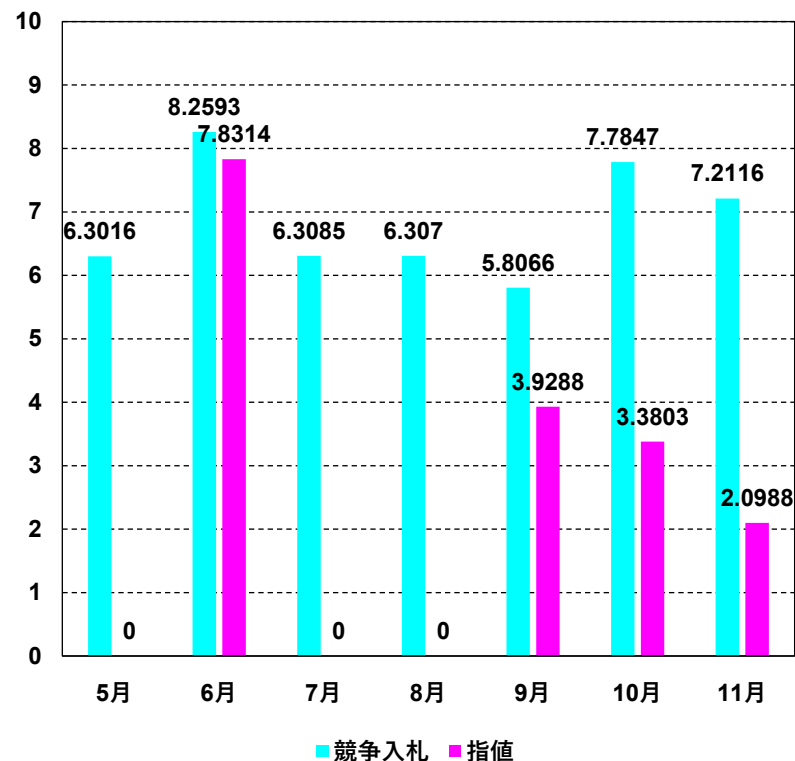
(参考) 指値オペの運営 (5月から11月まで)

- 日銀は、4月末の金融政策決定会合で、指値オペを当面は原則として毎営業日実施する方針を決定した。5月は応札が皆無であったが、6月には10年国債金利が上振れする中で、約8兆円に達する多額の応札が見られた。その後、7～8月には応札が再びゼロになったが、9月、10月と高水準の応札が続いた後、11月には一服感もみられていた。

運営方針と実行額 (10億円)

月日	実行額
5月	(応札なし)
6月	1日～6日：0, 7日: 93.4, 8日: 0, 10日: 88, 13日: 1533.7 14日: 2212.6, 15日: 1266.5, 16日: 733.8, 17日: 1759.9 20日～27日: 0, 28日: 137.5, 29日～30日: 0
7月	(応札なし)
8月	(応札なし)
9月	1日～11日: 0, 12日: 184.5, 14日: 159.8, 15日: 186.9 16日: 445.8, 20日: 836.1, 21日: 1263.7, 22日: 371.3 26日: 85.2, 27日: 147.4, 28日: 248.1
10月	3日～4日: 0, 5日: 26.1, 6日: 32.0, 7日: 0, 11日: 35.0, 12日: 0 13日: 177.4, 14日: 118.4, 17日: 87.0, 18日: 7.0, 19日: 85.0 20日: 482.3, 26日: 491.2, 27日: 576.4, 28日～31日: 0
11月	1日: 0, 2日: 3.0, 4日: 68.8, 7日: 6.1, 8日～24日: 0, 25日: 13.6 26日～28日: 0, 29日: 43.9, 30日: 136.5

毎月中の国債買入れ (兆円)

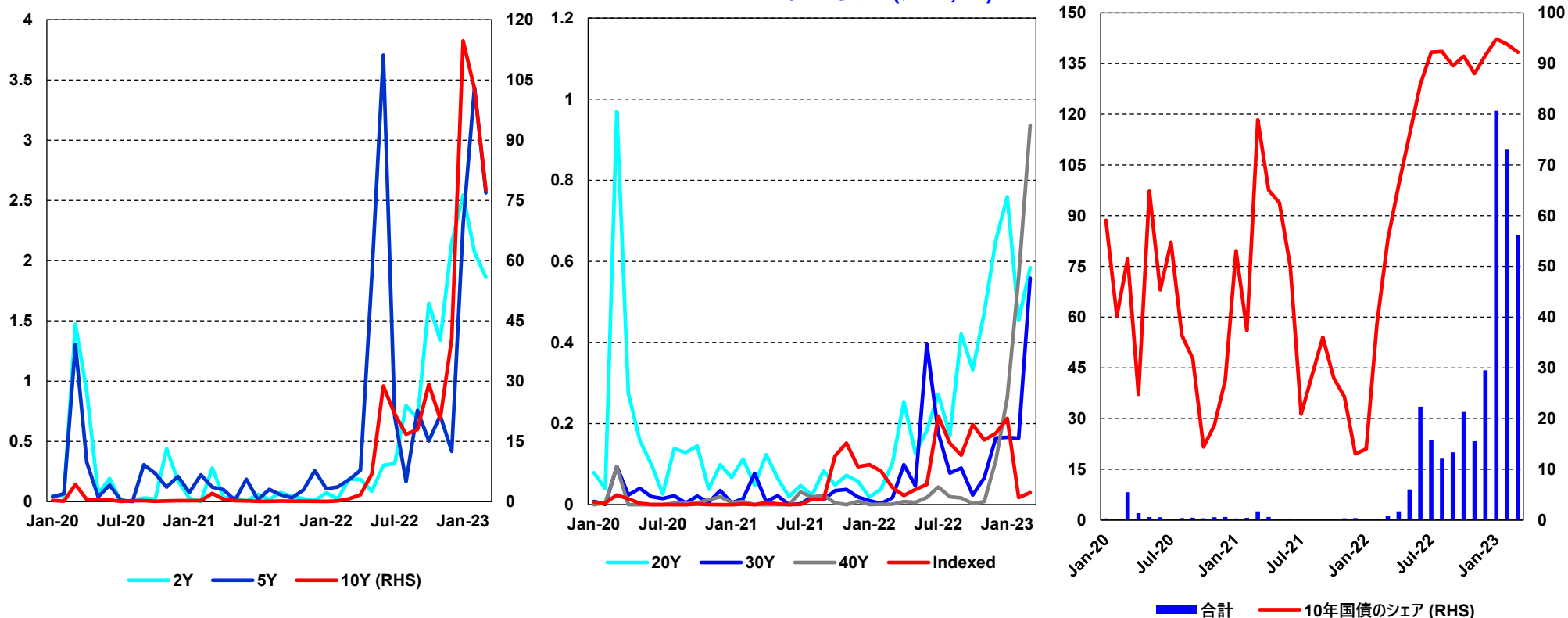


SLFの利用状況（3月24日まで）

資料：日銀

- 日銀が提供している国債の貸出ファシリティの利用額は、本年春に急増した後、本年を通じて高水準で推移してきた。種類別には、10年債のウェイトが圧倒的に高いことは当然であるが、2年債や5年債も大きく増加している。
- 同様に市場機能にストレスが生じた2020年春と比べても、利用額が圧倒的に大きだけでなく、10年債のウェイトが極めて大きい点が注目される。また、足元では、超長期債の利用にも増加がみられる点も注目される。

SLFの利用状況 (兆円, %)



CTD銘柄への対応

- 日銀は、昨年6月中旬以降、国債先物に対するCTD銘柄も指値オペの対象に加えた。具体的な買入れ対象はCTD銘柄の変化に追従して見直しを行っている。もっとも、現在までの実際の買入れは6月と1月のみに止まっている。
- CTD銘柄については、SLFの利用条件を連続利用期間や対象要件の点で緩和しており、利用額や10年債の利用額全体に占めるシェアも高水準となっている。

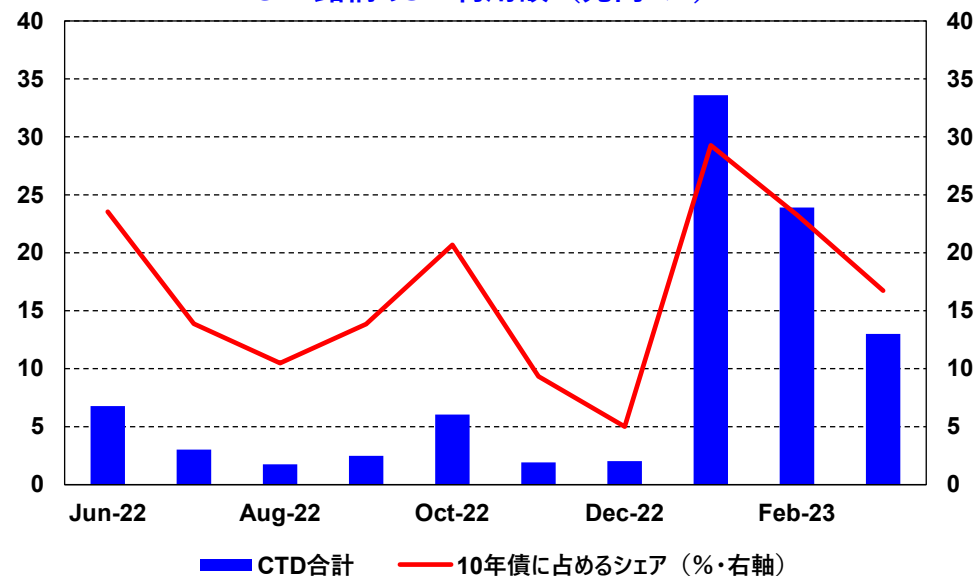
運営方針の推移

月日	内容
6月16～17日	・CTD銘柄（356回債）の連続指値オペを実施
6月20日以降	・同オペを当分継続する方針 ・356、357、368の各回債のSLFの要件を緩和（連続利用期間を50日から80日へ延長・日銀の保有比率に関わらず貸出対象）
9月1日以降	・同オペの対象銘柄を356、357の各回債に切り替えて、当分継続する方針（356回債は9/20まで） ・357、358、359の各回債のSLFの要件を緩和（連続利用期間を50日から80日へ延長・日銀の保有比率に関わらず貸出対象）
11月30日以降	・同オペの対象銘柄を357、358の各回債に切り替えて、当分継続する方針（357回債は12/20まで） ・358、359、360の各回債のSLFの要件を緩和（連続利用期間を50日から80日へ延長・日銀の保有比率に関わらず貸出対象）
3月1日以降	・同オペの対象銘柄を359回債に切り替えて、当分継続する方針（358回債は3/20まで） ・359、360、361の各回債のSLFの要件を緩和（連続利用期間を50日から85日へ延長・日銀の保有比率に関わらず貸出対象）

買入れ実行額（10億円）

	356回債	357回債	358回債	359回債
6月	799.5			
7月	0			
8月	0			
9月	0	0		
10月		0		
11月		0		
12月		0		0
1月			3261.6	
2月			0	
3月			0	0

CTD銘柄のSLF利用額（兆円・%）

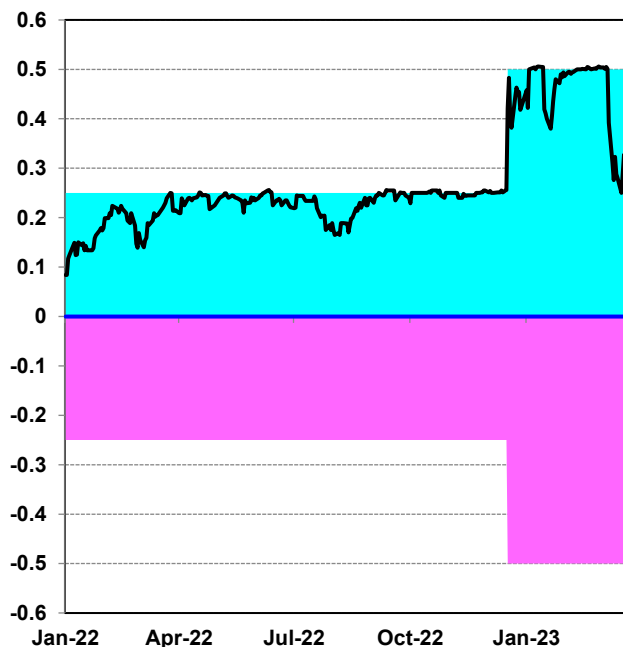


国債利回りの動向

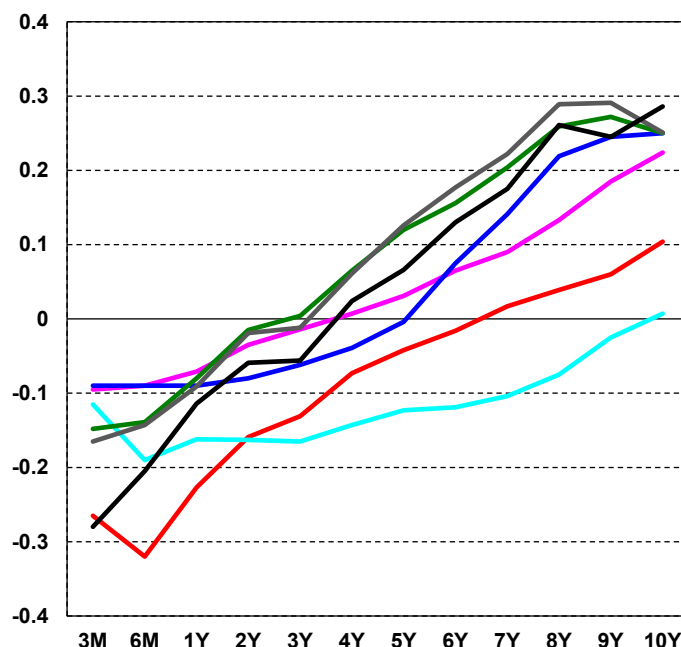
資料: Refinitiv

- 昨年12月の政策変更後も、10年国債の利回りは大半の期間において、誘導目標の新たな上限である0.5%付近で推移し、上限をわずかながら超えるケースも見られた。もっとも、足元では米国長期金利の軟化もあって低下している。
- 国債のイールドカーブは直近（3月24日）でも、8～10年のゾーンが頭打ちになるなど歪みを示唆する状況が続いている。この間、日米の国債利回りの相関係数をみると、政策変更にかけては急低下していたが、足元では特に10年国債が顕著に上昇しており、米国の長期金利低下の影響が国内に波及している点を示している。

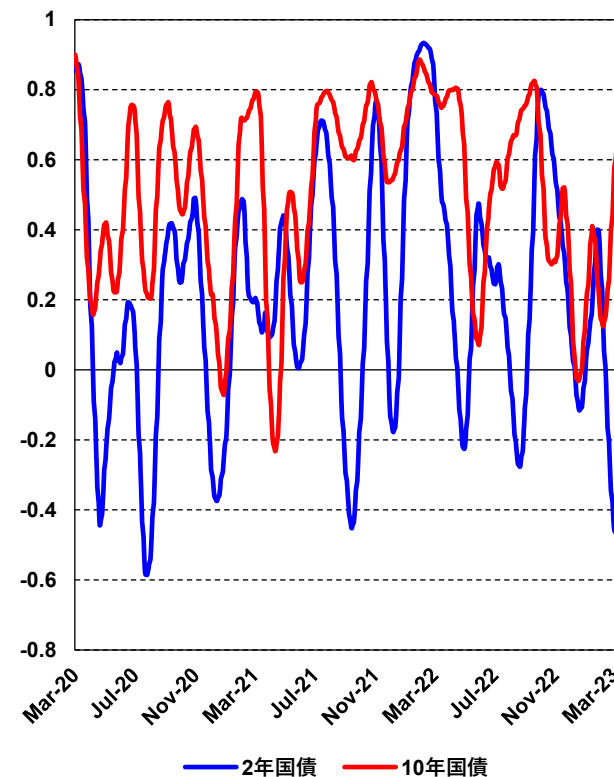
<左> 10年国債利回りと誘導レンジ (%), <中央> 国債のイールドカーブ (%),
<右> 日米の国債利回りの相関係数 (25日MA)



レンジの下限 (Red shaded area)
レンジの上限 (Green shaded area)
目標利回り (Blue line)
10年国債利回り (Black line)



Mar 20, 2020 (Red line)
Jun 10, 2022 (Blue line)
Mar 24, 2023 (Black line)
May 29, 2020 (Cyan line)
Dec 7, 2022 (Green line)
Dec 16, 2022 (Grey line)

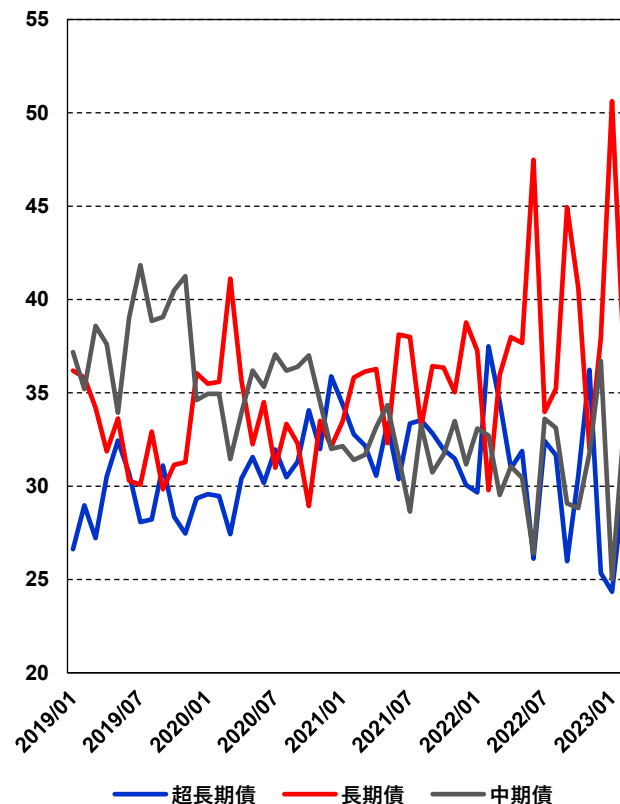
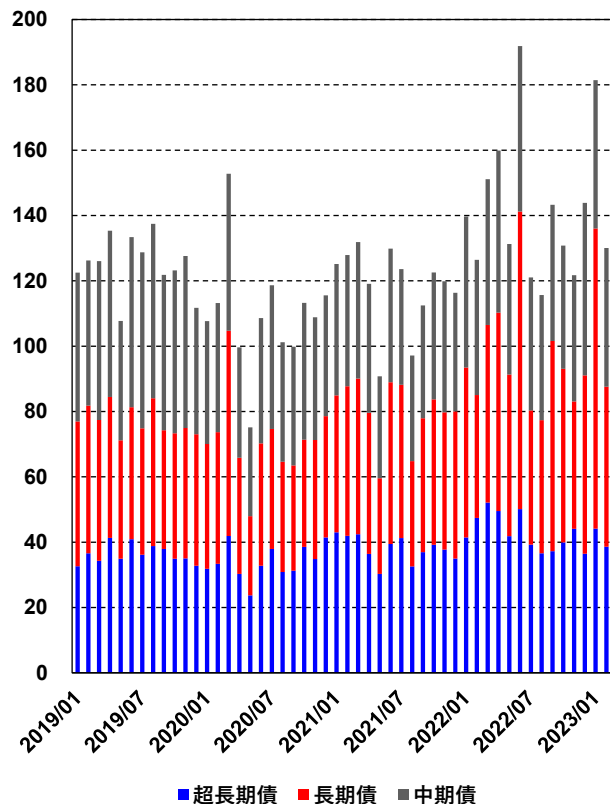


2年国債 (Blue line)
10年国債 (Red line)

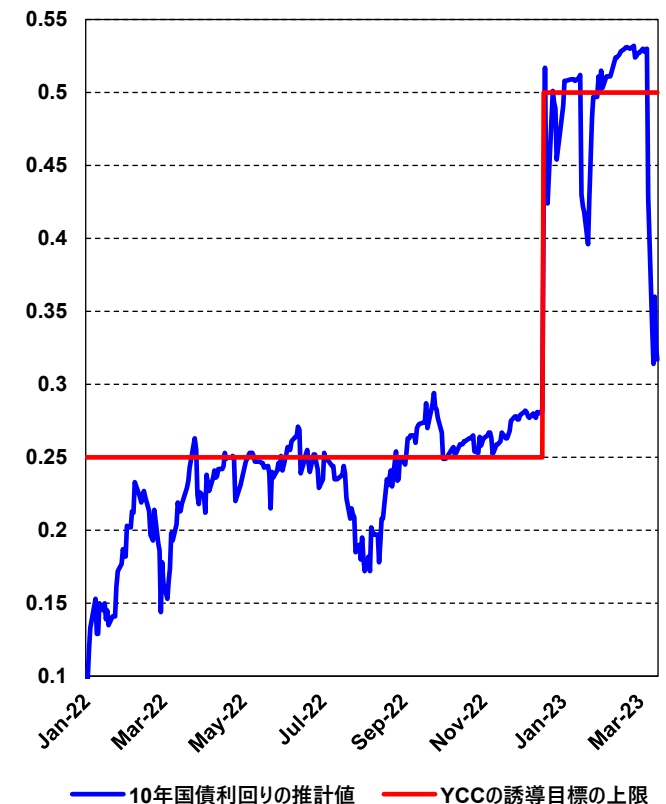
国債の市場機能 (1)

- 国債市場の取引高（現先を除く）はやや高い水準で推移している。発行年限の種類別には、長期債が大きな振れを伴いつつも回復傾向にあり、超長期債も大きな振れを伴いつつ低下している。
- 財務省の公表資料によれば、イールドカーブモデルによる10年国債利回りの推計値は、YCCの新たな誘導目標の上限である0.5%を上回って推移する期間が長かった。もっとも、足元では海外主要国の長期金利の低下もあって、0.3%台の前半まで低下した。

国債市場の取引高 (右:金額 <兆円>, 中央: 種類別シェア <%>)



10年債利回りの推計値 (%)

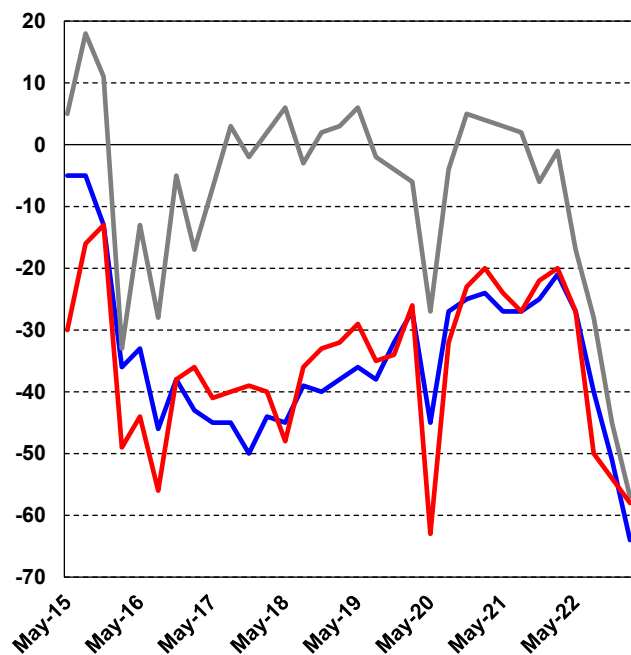


国債の市場機能 (2)

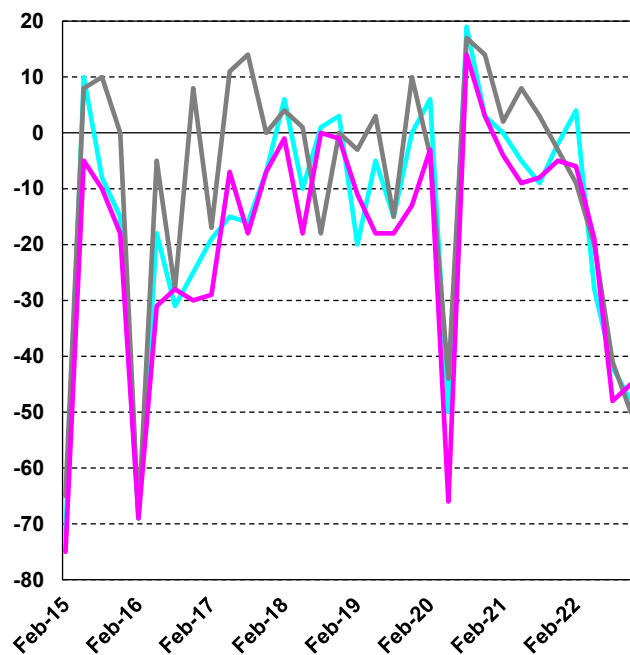
資料：日銀

- 日銀による債券市場サーベイ（2月調査）の結果は、市場参加者から見た市場機能がさらに顕著に悪化していたことを示した。なかでも、ビット・アスク・スプレッドや期待した価格ないしロットでの取引に関する評価は、前回（8月調査）対比で急速な悪化を示した。また、オーダーの厚みや取引相手の数に関する評価も、足元の変化幅は抑制されたが、極めて低い水準となった。

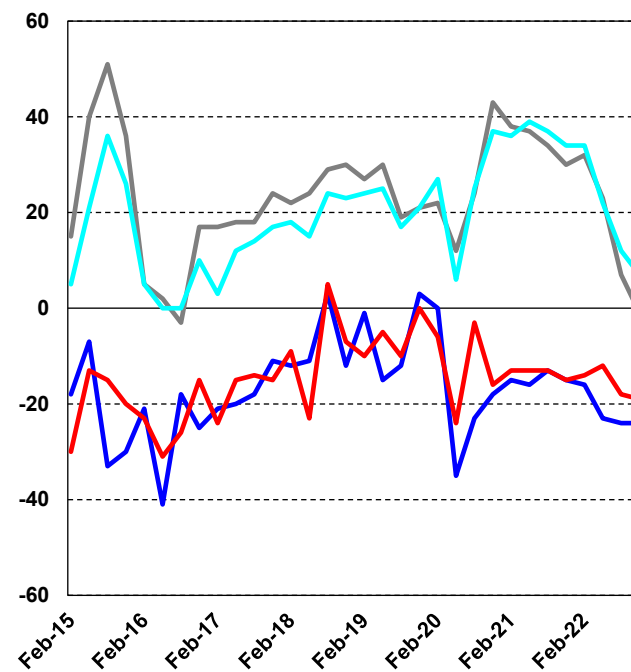
債券市場サーベイ (DI)



— 市場機能（現状）
 — ビッド・アスク・スプレッド（現状）
 — オーダーの厚み（現状）



— 市場機能（変化）
 — ビッド・アスク・スプレッド（変化）
 — オーダーの厚み（変化）



— 取引相手の数
 — 取引ロットの規模
 — 期待した価格での取引
 — 期待したロットでの取引

3. 金融政策の運営

想定される論点

- 「正常化」の条件や可能性をどう考えるか
- 金融緩和を続ける場合の運営面の変更の可能性や内容をどう考えるか
- これらの政策判断に関するリスク要因は何か

金融緩和のフォワードガイダンス

- 日銀による現在の金融緩和には、複層的なフォワードガイダンスが設定されている。その達成に関しては、見通しで良いのか、実績が必要となるかにも注意する必要がある。
- コロナ対策は2023年3月で終了するので、政策金利に関するフォワードガイダンスの扱いは焦点となりうる。

政策手段	声明文の表現	意味合い
コロナ対策	<ul style="list-style-type: none"> ・当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。 ・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。 	<ul style="list-style-type: none"> ・コロナの影響の解消という実績が必要
長短金利操作付き量的・質的金融緩和	<ul style="list-style-type: none"> ・2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を維持する。 	<ul style="list-style-type: none"> ・「物価安定の目標」を安定的に持続する見通しでもよい
マネタリーベース	<ul style="list-style-type: none"> ・消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を維持する。 	<ul style="list-style-type: none"> ・2%を超えるコアインフレ率の安定的な実績が必要

(参考) 共同声明 (2013年1月22日)

資料：内閣府、財務省、日銀

1. デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、以下のとおり、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。

2. 日本銀行は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを理念として金融政策を運営するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。その際、物価は短期的には様々な要因から影響を受けることを踏まえ、持続可能な物価の安定の実現を目指している。

日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。

日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。

3. 政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。

また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

4. 経済財政諮問会議は、金融政策を含むマクロ経済政策運営の状況、その下での物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通し、雇用情勢を含む経済・財政状況、経済構造改革の取組状況などについて、定期的に検証を行うものとする。

金融緩和の運営の変更

- 金融緩和を維持する場合にも、より副作用の少ない運営方法や手段に変更すべきかどうかという論点は残る。この点に関する植田新総裁の考え方は、現時点では必ずしも明確ではない。

パターン	内容	論点
YCCの運用停止	<ul style="list-style-type: none"> ・YCCの効果や副作用を再評価した上で運用を停止 －金融緩和を継続する以上、物価目標の達成は必要ない 	<ul style="list-style-type: none"> ・市場は新たなイールドカーブを円滑に形成しうるか －促進のため、どのような政策手段が必要か ・マイナス金利政策をどうするか －フォワードガイダンスは現状通りで良いか
中期金利へのシフト	<ul style="list-style-type: none"> ・YCCは維持しつつ、目標金利を中期に変更 －同様に、金融緩和を維持する以上、物価目標の達成は必要ない －経済活動への波及効果が明確になると主張することも可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・市場は長期金利を円滑に形成しうるか －実質的な金融引締めをどう回避するか ・中期金利の目標水準をどう設定するか －どのような手段で市場を誘導するか ・マイナス金利政策をどうするか －フォワードガイダンスは現状通りで良いか

論点

- ✓ 海外からの金利上昇圧力はどうか
- ✓ 均衡イールドカーブに関する理解を市場とどう共有するか
- ✓ 将来の金融政策の「正常化」への円滑な移行をどう考えるか

中期金利の誘導に関する選択肢

- 仮に、誘導目標を中期金利に変更する場合にも、実際の運営にはいくつかの選択肢が存在する。また、これらの手段の組み合わせを採用することも考えられる。

国債市場への直接的介入

- ✓ 現在のYCCと同じく、国債市場の中期金利が誘導目標の上限に接近した場合には、日銀が無制限の国債買入れを行う
→国債金利を最も効果的に制御しうるが、市場機能への副作用も大きい

金融機関による裁定取引の促進

- ✓ 日銀が指値による中期の共通担保オペを活用することで、本オペによって資金を調達する金融機関による裁定取引を通じて、国債市場の中期金利を目標の範囲に誘導する
→金融機関による国債保有を増加させる点をどう考えるかという課題が残る

政策金利のフォワードガイダンスの活用

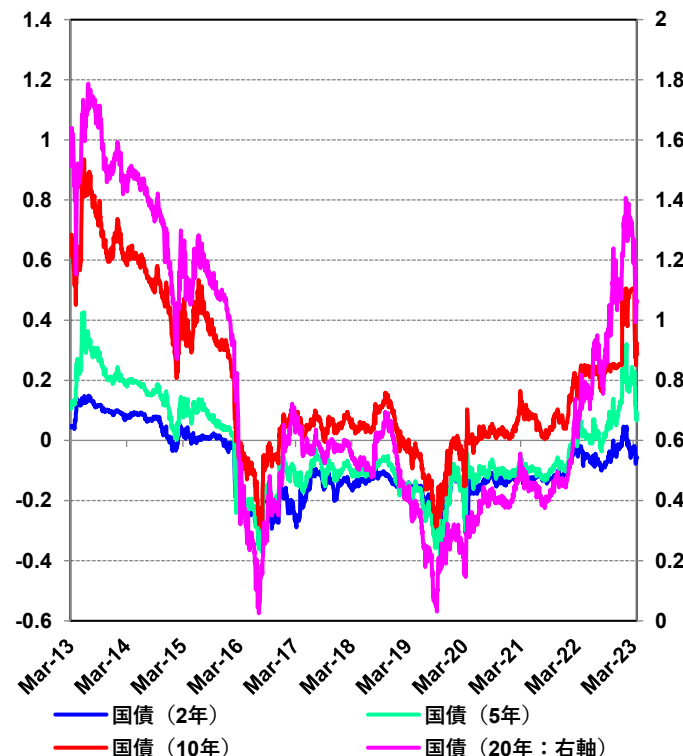
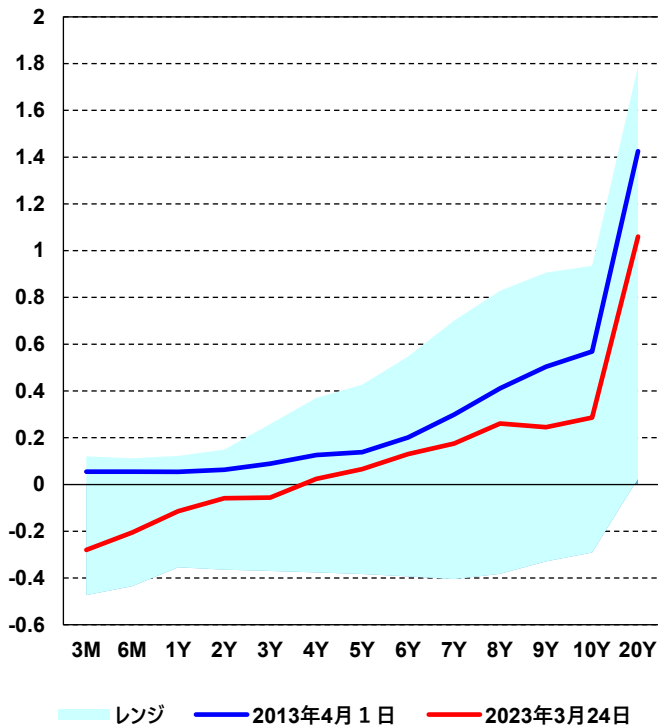
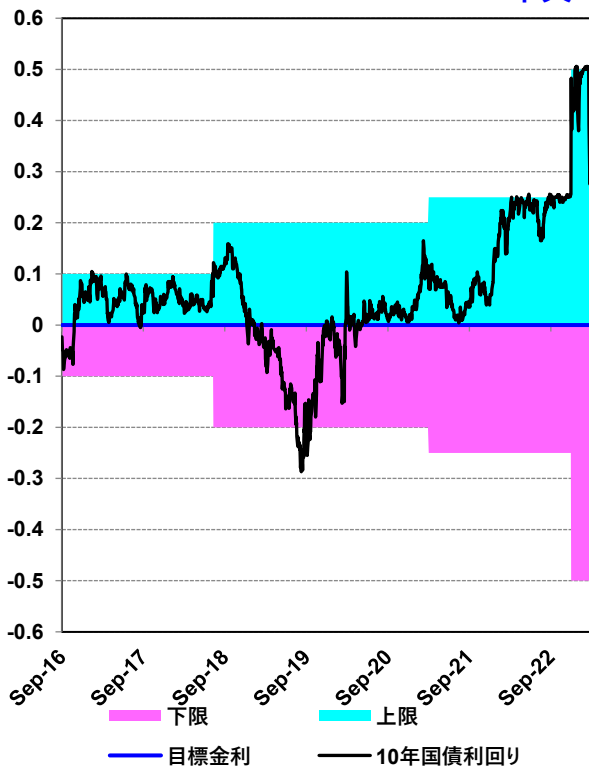
- ✓ 日銀が政策金利の運営方針について具体的なフォワードガイダンスを導入することで、市場による政策金利の期待パスに影響を及ぼすことで、国債市場の中期金利を目標の範囲に誘導する
→フォワードガイダンスの設定方法や市場の信認に課題が残る

YCCの導入以降の国債利回り

- YCCの導入当初には、10年国債利回りが誘導レンジの上限（当時）であった0.1%に達する局面が度々生じた。しかし、2018年に日銀がレンジの上限を0.2%に上げた後は、むしろ実際の利回りは大きく低下し、レンジの下限を下回る局面も相応に続いた。その後は2021年の秋ごろまで10年国債の利回りは狭い範囲内で推移したが、欧米での長期金利の上昇や日銀の金融政策の「正常化」への思惑もあって上昇傾向が明確になった。
- 長い目でみると、日銀はYCCの期間を通じて国債のイールドカーブ全体を極めて狭いレンジ内に維持することができた。実際、足元のイールドカーブは、8~10年の歪みを除くと、QQEの導入直後と位置や形状の面で大きく変わらない。

<左> 10年国債利回りと誘導目標のレンジ (%)

<中央>YCCの導入以降のイールドカーブ (%), <右> 主要年限別の国債利回り (%)



(参考) 中長期の共通担保オペの運営

資料：日銀

- 1月のMPMでは、共通担保オペの利回りについて、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す水準に決定する方針を示した。
- もっとも、3月24日までに実施された5年物のオペ（合計4回）は、いずれも金利入札の形で実施されている。これらの落札平均レートは同日の国債利回りより低めになっている点で、考え方が援用されていることが推察される。また、3月入り後にオファーされていない点は、このオペの位置づけと統合的になっている。

共通担保オペの運営方針

共通担保資金供給オペレーション基本要領	<p>5. 貸付期間 金融市場の情勢等を勘案して貸付けのつど決定する10年以内の期間とする。</p> <p>6. 貸付利率 次のいずれかの方式により定める。</p> <p>(1) 金利入札方式 貸付利率を入札に付してコンベンショナル方式により決定する方式。</p> <p>(2) 固定金利方式 貸付日における誘導目標金利（本行が金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準をいう。）を貸付利率とする方式。</p>
共通担保資金供給オペレーション基本要領等の特則について	<p>「共通担保資金供給オペレーション基本要領」6. (2) に定める固定金利方式における貸付利率 年限ごとの国債の市場実勢相場を踏まえ、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す観点から、貸付けのつど決定する利率</p>

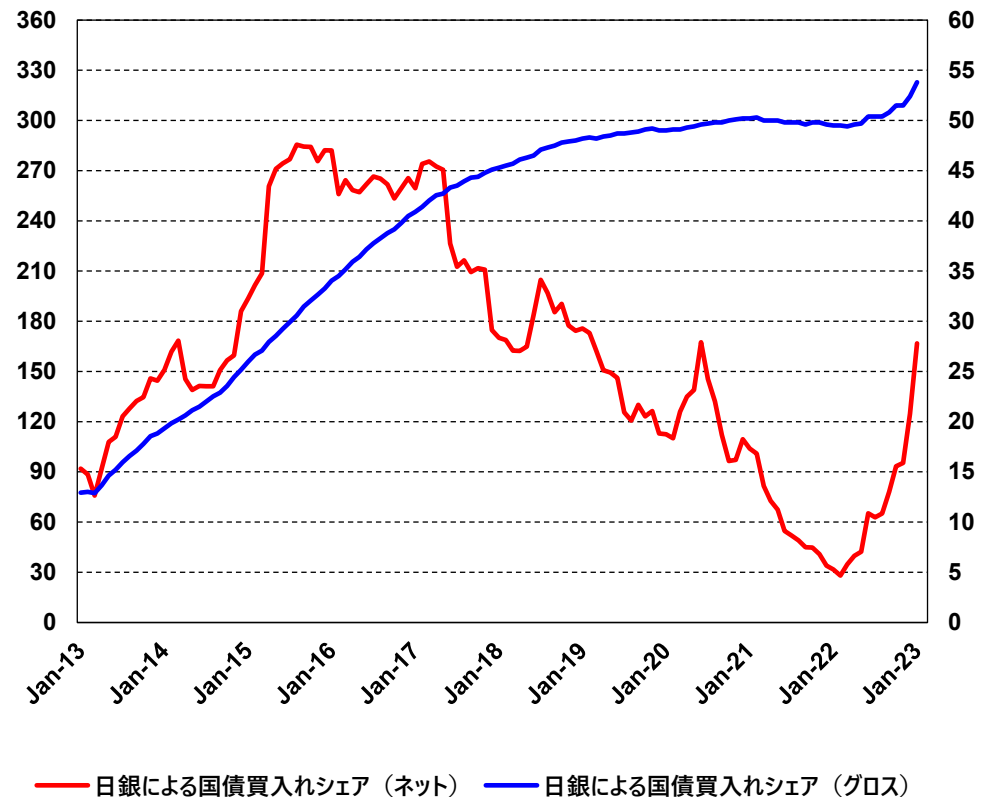
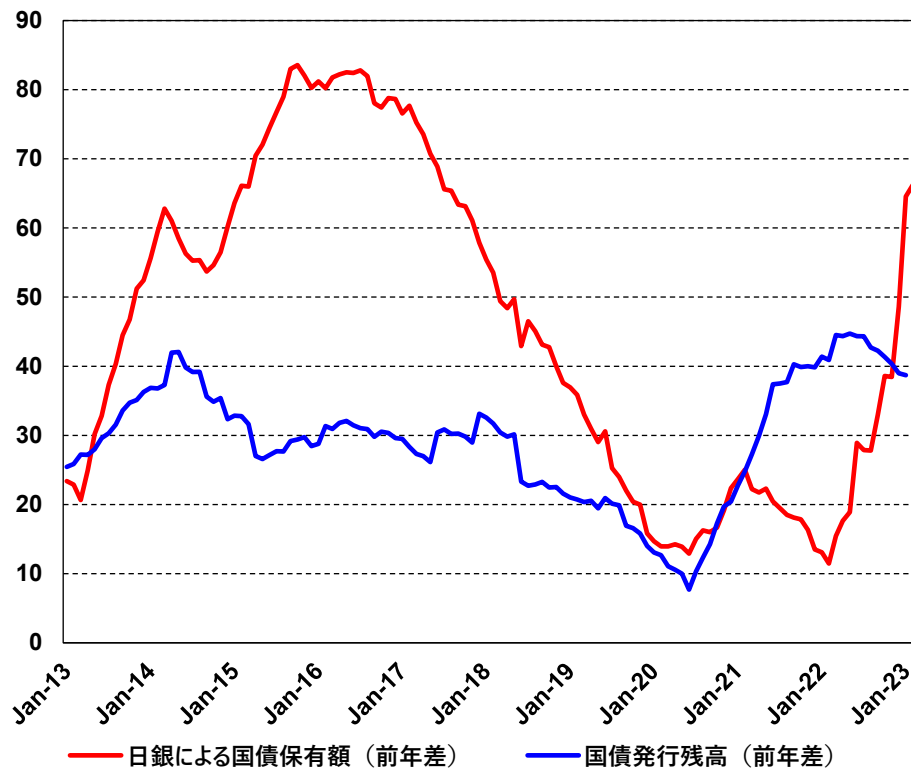
実行額と利回り（10億円）

実行日	期間	金額(10億円)	平均利回り(%)	5年国債利回り
1月23日	5年	1000.3	0.145	0.163～0.2
1月31日	5年	1000.4	0.142	0.174～0.192
2月15日	5年	1000.4	0.121	0.19～0.197
3月1日	5年	1001	0.133	0.186～0.206

QQEの下での国債買い入れ

- 昨年春以降の国債買い入れの強化に伴い、日銀による国債保有残高の増加ペースは顕著に再加速している。足元では年率で65兆円に達し、QQEの導入当初の水準に回帰しているほか、国債市場全体の残高の増加を大きく上回っている。この結果、日銀による国債買い入れのフローのシェアも170%まで上昇しているほか、ストックのシェアは50%を超えている。

<左> 国債保有残高と国債発行残高(億円)、<右> 日銀による国債買い入れのシェア (%)



(参考) 2023年度の国債発行計画

(兆円)

	2020年度	2021年度	2022年度
市場調達	229.7	221.6	221.6
競争入札	221.4	203.1	190.4
非競争入札	8.3	18.5	10.0
個人向け国債	4.1	3.6	3.5
日銀乗り換え	2.2	2.2	2.0
合計	236.0	227.4	205.7

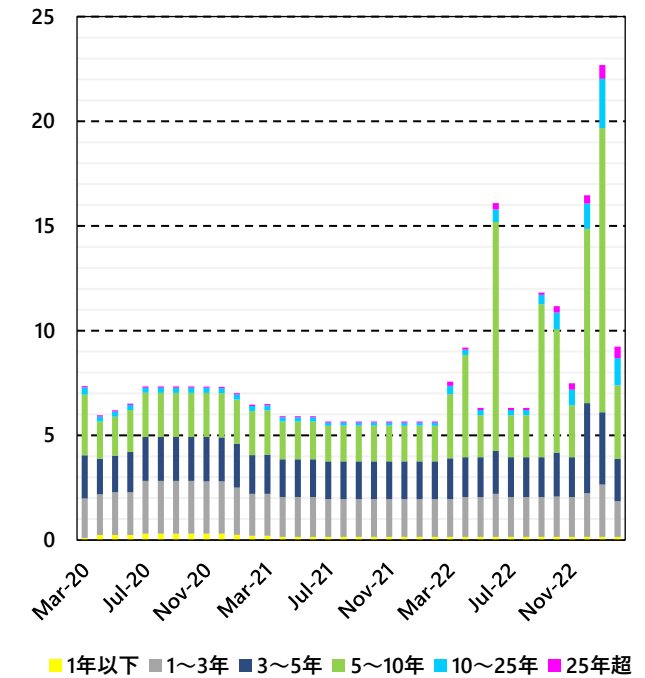
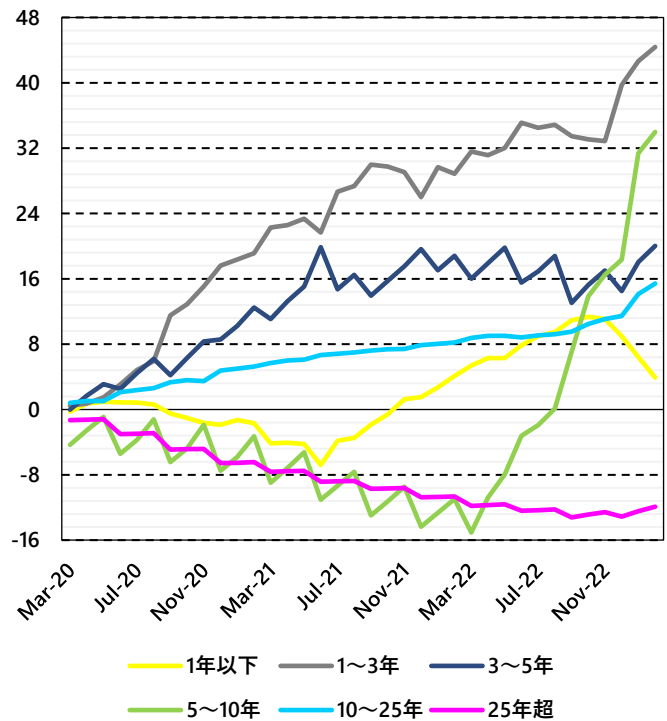
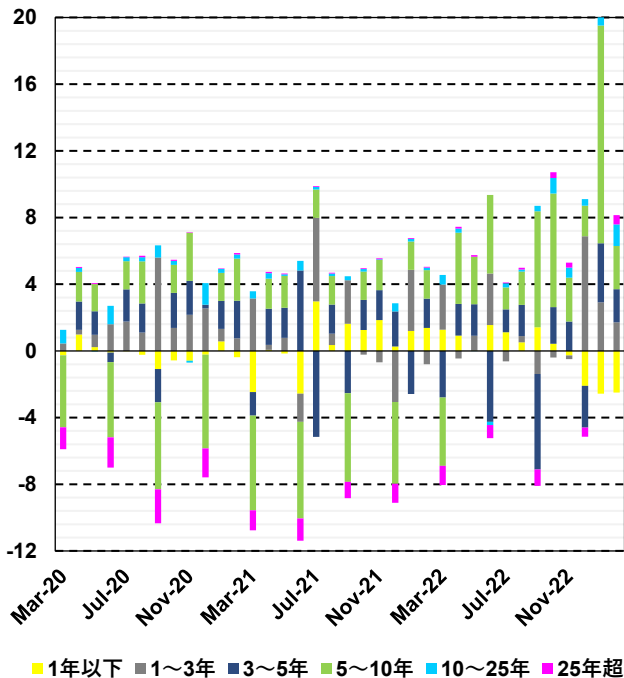
- 2023年度の国債発行予定額は、前年度よりやや減少して206兆円となった。少なくとも現時点では、経済対策等の分が剥落したことによる面が大きい。
- もっとも、2年債の発行は若干増加するものの、5年～40年債の発行予定額は不変のまま維持されている。つまり、国債発行予定額の減少の大部分はTB発行の削減（65兆円→51兆円）による。財務省によれば、こうした対応の結果として、残存平均年限は7年9か月から8年1か月へ延長される。

	2020年度	2021年度	2022年度
40年債	3.6 (0.6 x 6)	4.2 (0.7 x 6)	4.2 (0.7 x 6)
30年債	10.8 (0.9 x 12)	10.8 (0.9 x 12)	10.8 (0.9 x 12)
20年債	14.4 (1.2 x 12)	14.4 (1.2 x 12)	14.4 (1.2 x 12)
10年債	31.2 (2.6 x 12)	32.4 (2.7 x 12)	32.4 (2.7 x 12)
5年債	30.0 (2.5 x 12)	30.0 (2.5 x 12)	30.0 (2.5 x 12)
2年債	36.0 (3.0 x 12)	33.9 (2.8 x 9) (2.9 x 3)	34.8 (2.9 x 12)
政府短期証券 (1年)	42.0	42.0	42.0
政府短期証券 (6か月)	41.2	22.6	8.7
15年 変動利付債	0	0	0
10年 物価連動債	0.8 (0.2 x 4)	0.8 (0.2 x 4)	1.0 (0.25 x 4)
流動性入札	11.4	12.0	12.0
合計	221.4	203.1	190.3

(参考) 2020年以降の国債買入れ (その1)

■ 国債買入れを償還を除いたネットベースで残存期間別にみると、昨年春以降は5～10年ゾーンが急激に増加したことが確認できる。このほか、1～3年のゾーンは従来の増勢が明確になったほか、3～5年のゾーンや25年超のゾーンも足元で増加が明確になった。この間、グロスベースでも5～10年の増加は顕著であるが、足元では3～5年のゾーンや10～25年のゾーンでも増加が目立つようになっている。

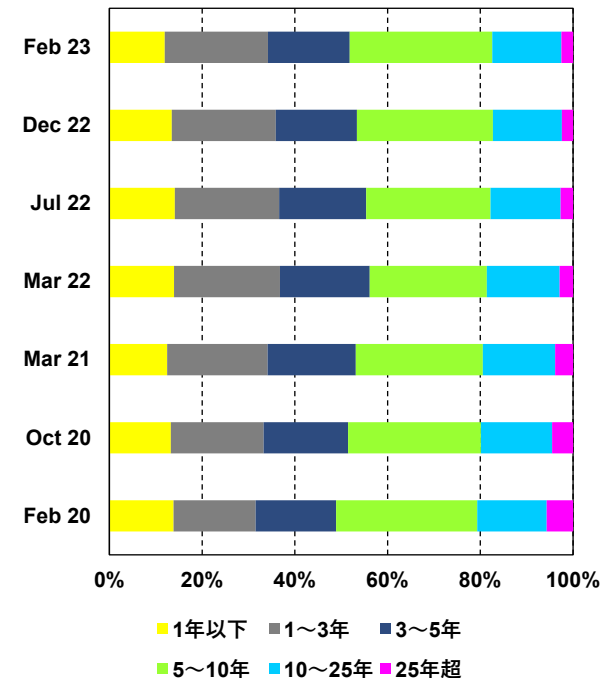
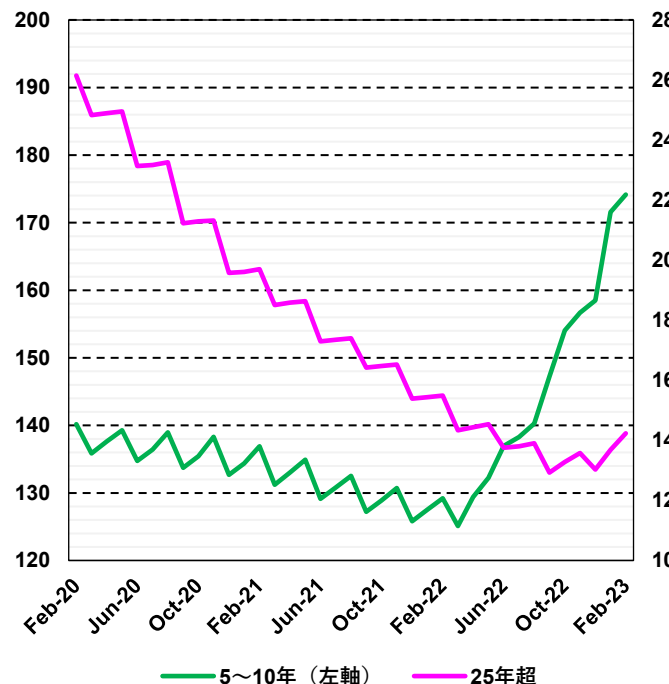
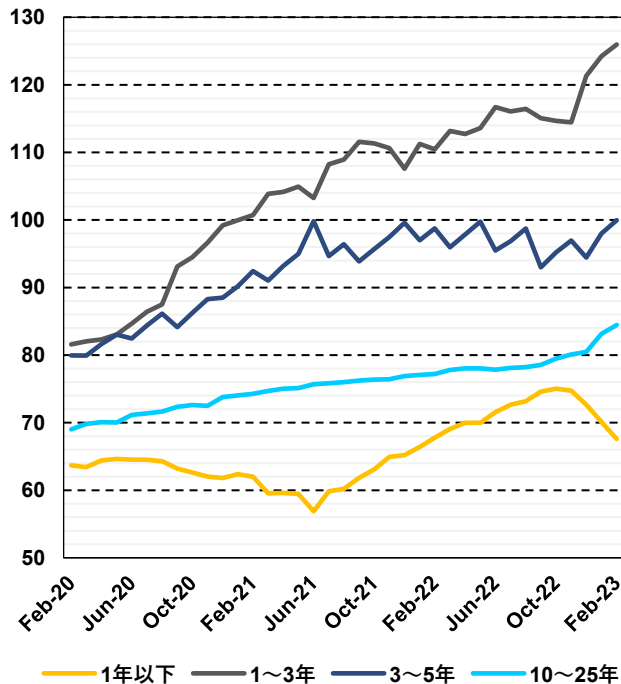
<左> 残存年限別の国債買入れ (ネット・兆円) 、<中央> 残存年限別の国債買入れ (ネット累計・兆円)
<右> 残存年限別の国債買入れ (グロス・兆円)



(参考) 2020年以降の国債買入れ (その2)

- スtockベースで残存期間別にみると、2020年春以降に1～3年のゾーンは50兆円弱、5～10年のゾーンは30兆円強、各々増加していることがわかる。この間、3～5年のゾーンも約20兆円増加し、10～25年のゾーンも約15兆円増加した。もっとも、25年超は10兆円強減少し、残高として半減に近い状況となっている。
- この結果、コロナ直前の2020年2月から続いていた保有国債の満期構成の短期化も反転した。つまり、本年2月末時点では残存5年未満が約52%を占め、2020年2月末時点に比べた上昇幅は約3%ポイントへと縮小した。

<左><中央> 残存年限別の国債保有残高 (兆円)
<右> 残存年限別の国債保有残高のシェア(%)

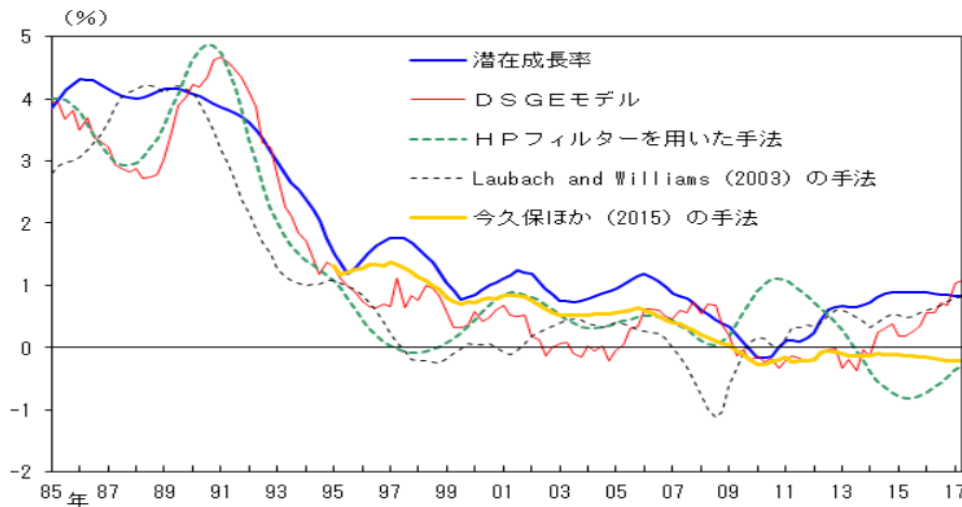


(参考) 自然利子率

資料：日銀

- 潜在成長率が約0.5%であった2017年時点で、日銀のスタッフは、様々な推計手法に基づく自然利子率が0~1%のレンジにあるとの推論を導いている。当時に比べても、労働投入が減少し、潜在成長率がやや低下している点を考えると、自然利子率もやや低下していると考えられる。
- 自然利子率は実質値であるため、これにインフレ期待を加えたものが名目の自然利子率となる。

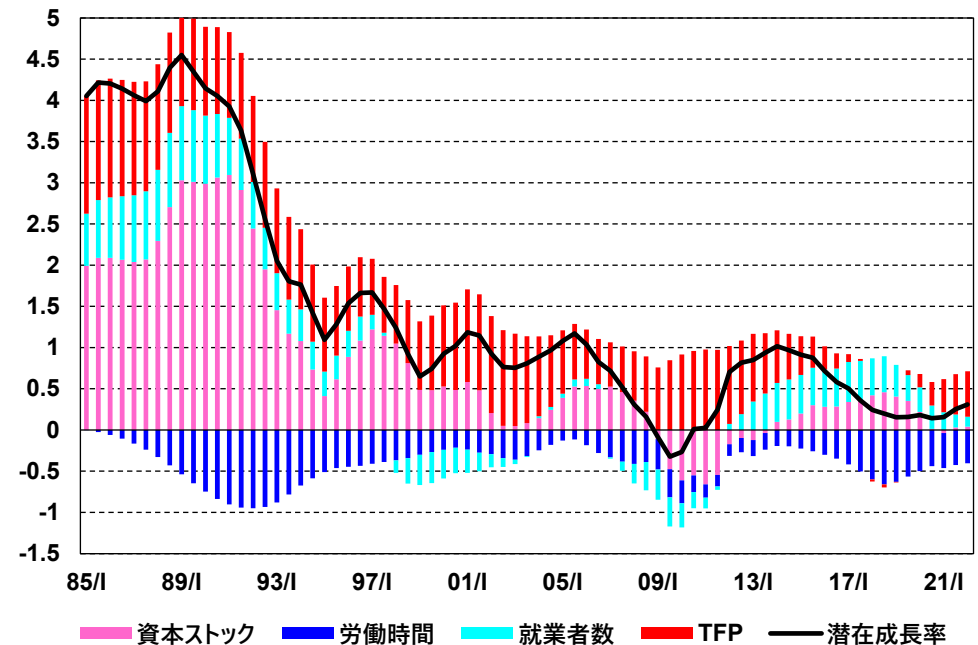
自然利子率の推計 (%)
<Research LAB No18 J-2 (2018)>



- (注) 1. 潜在成長率は日本銀行調査統計局の試算値。
 2. DSGEモデルは、点推計値の移動平均。
 3. 今久保ほか(2015)の手法で推計された自然利子率は、年限1年の自然利子率。
 4. HPフィルターを用いた手法、Laubach and Williams (2003)の手法、今久保ほか(2015)の手法は「総括的な検証」で用いた手法。これらの手法の詳細については、岩崎ほか(2016)を参照。

(出所) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Laubach and Williams (2003)、今久保ほか(2015)、岩崎ほか(2016)、日本銀行

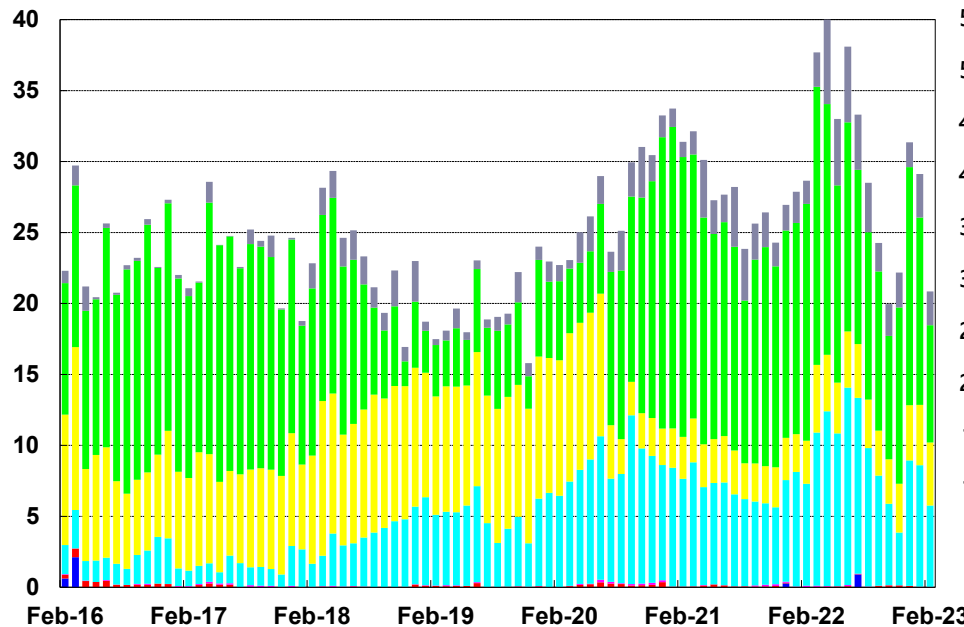
Potential growth rate (Annual growth %)



(参考) マイナス金利政策の運営

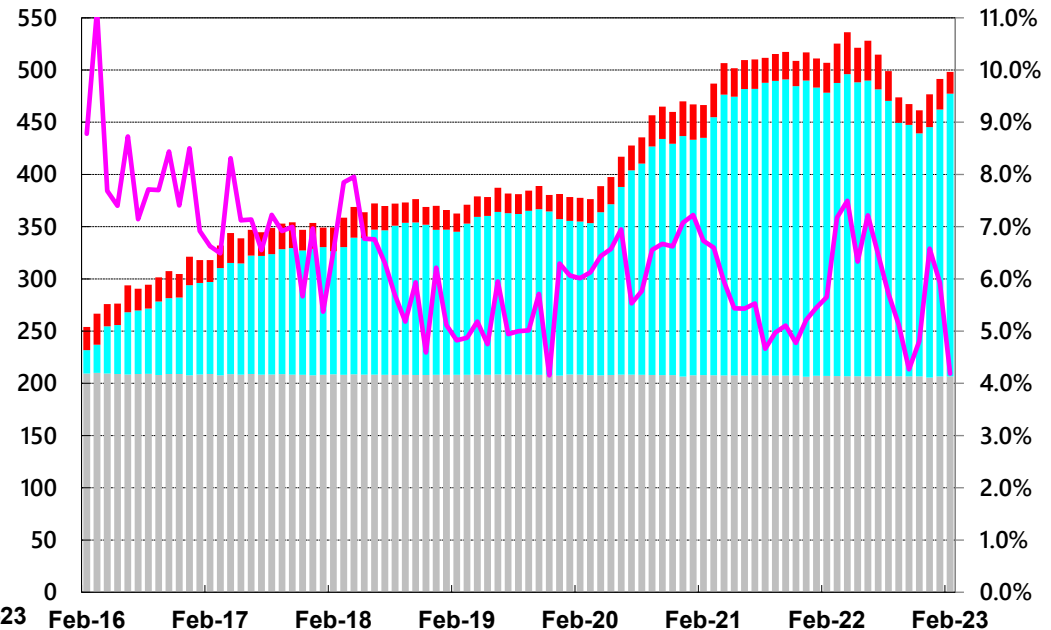
- 最近では、日銀は国債買入れを活発化させているにも関わらず、当座預金のうちでマイナス金利の適用される部分の残高は減少傾向にある。業態別には、外国銀行とその他準備預金先という主要な残高保有主体の双方で、保有残高の減少がみられる。
- 長い目で見ても、日銀はマクロバランスの柔軟な調整等を通じてマイナス金利の適用残高のシェアを5%前後に維持することで、マイナス金利政策に伴う金融機関の直接的なコスト負担の増加を抑制してきた。

当座預金のうちマイナス金利適用部分の業態別残高 (兆円)



■ 都市銀行 ■ 地方銀行 ■ 第二地方銀行 ■ 外国銀行 ■ 信託銀行 ■ その他準備預金先 ■ その他

適用金利別の当座預金残高 (兆円、%)



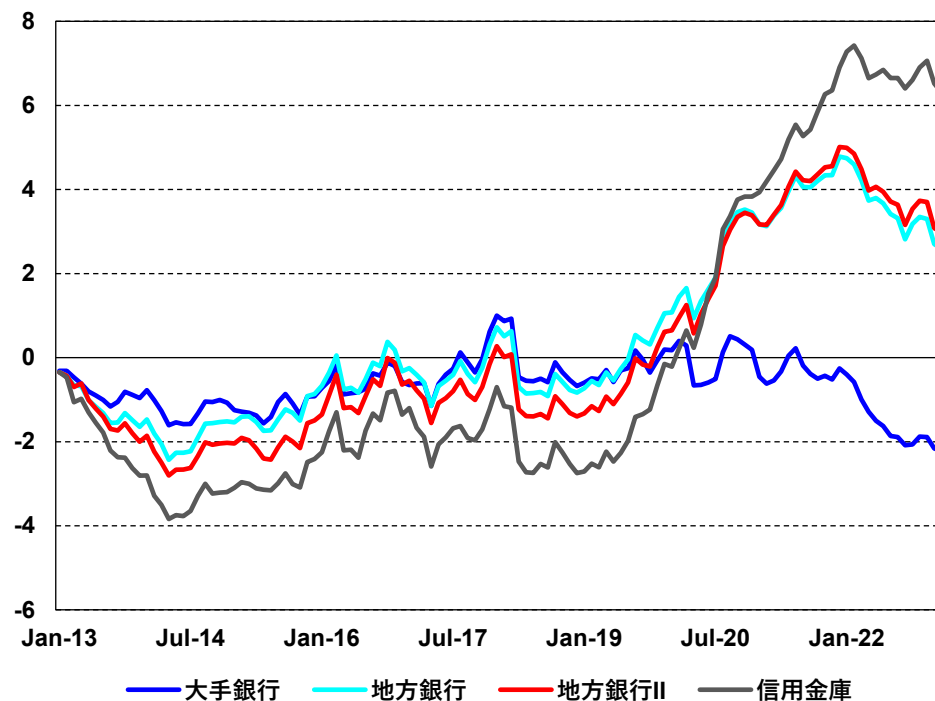
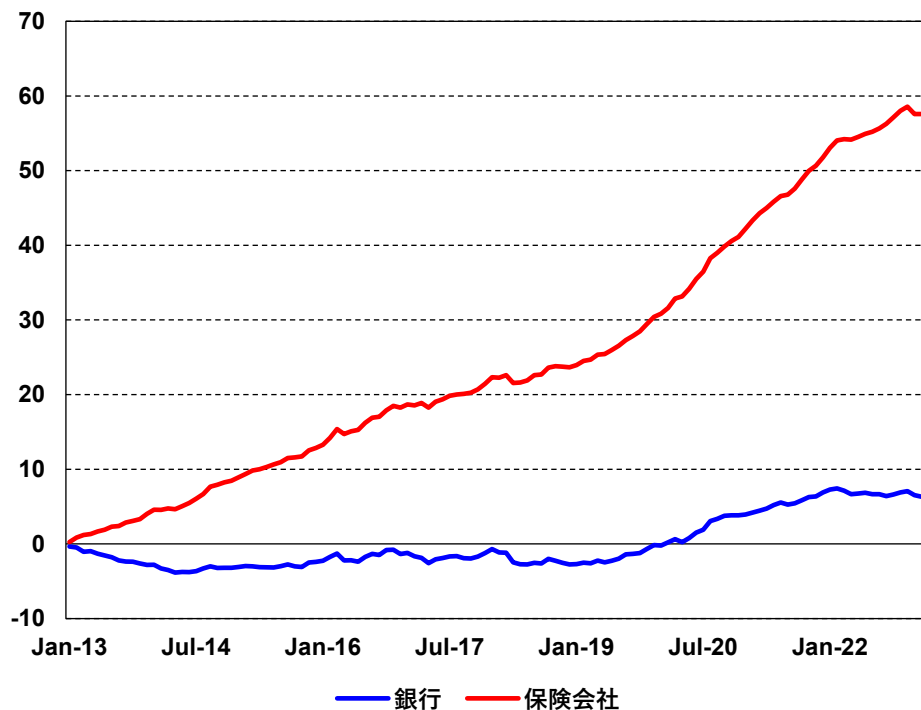
■ 付利部分 ■ ゼロ金利分 ■ マイナス金利分 ■ マイナス金利分のシェア

超長期国債の保有

資料：日証協

- 保険会社（生命保険）は、負債の長さやこれに伴うALMの要請により、超長期債を購入し続ける理由があり、かつ資産と負債のデュレーションが概ねバランスしていれば、金利リスクも抑制することができる。実際、保険会社はQQEの下でも多額の超長期国債を購入してきた。
- この間、銀行は、全体としてみれば超長期国債の買入れは抑制的であった。もっとも、業態別にみると、2020年以降に信用金庫や地方銀行が買入れを増やしており、大手銀行が足元にかけてネットで売り越しになっていることと対照的な動きを示している。その後、地方銀行の買入れ額は漸減しているが、信用金庫は横這いとなっている。

主体別の超長期国債の累積買入れ額（2013年初以降・兆円）





Share the Next Values!

本資料は情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本資料に記載された情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。本資料に記載された意見は著者のものです。