

日銀は副作用に配慮した金融政策へ転換 —市場は、長期金利上昇・円安・株高と日銀の微修正を好感—

KEY POINT

- 日銀は、物価見通しを下方修正し、現状の金融緩和政策の長期化を前提とした枠組みの微修正を発表
- 日銀は、10年国債金利の変動幅拡大を容認したが、これは事実上の長期金利引き上げ策
- 同時に、フォワードガイダンスを発表したことで、市場の過剰な反応を回避することにも配慮
- 市場は、長期金利上昇・円安・株高で反応、日銀のバランスのとれた政策微修正を好感
- 今後は、指し値オペアが入る水準に注目、10年国債金利の上限は当面0.2%が維持される見込み

日銀は、昨日(7/31)の政策決定会合で、これまでの金融政策の枠組み(イールドカーブコントロール、以下YCC)を維持しつつ、金融政策の持続性に配慮した政策の微修正を発表した。今回の政策微修正の背景・特徴は、①2%インフレ到達時期見通しを2020年度より後に先送りした、②副作用に配慮した政策の微修正を行い、長期金利の上昇を事実上容認した、③フォワードガイダンスなどにより、市場が過度に反応することを回避するよう配慮した、の3点。

市場の反応を見ると、10年国債金利は、政策決定会合当日こそ下落したが、本日(8/1)には、これまで上限とみられてきた10bpを上回っており、再び上昇圧力を強める一方、ドル円レートは円安に、また株価は上昇している。今回の日銀の政策微修正は、(これまでのところ)市場を混乱させることなく導入することができ、とくに、円高を回避しつつ長期金利の小幅な上昇を実現しつつある、という点は、それなりに評価できる。

1. 日銀は物価見通しを下方修正

日銀は、7月展望レポートで、消費者物価(CPI)見通しを下方修正した。とくに注目すべきは2020年度の見通し(1.6%)で、4月時点の見通しを0.2%ポイント下方修正した。これは、日銀が「2%インフレ目標を2020年度までに達成することは困難である」ことを正式に認めたことを意味する。日銀は、従来、展望レポートで「インフレ目標を一両年は難しいが、2年後には達成する」と言い続けてきたので、今回の見直し変更は従来にも増して重要な意味を有する。

実際、6月消費者物価指数(生鮮食品・エネルギーを除く)前年比が0.2%まで低下していることもあり、2020年度のインフレ見通しを下方修正したことは市場の見方に沿っており、評価できる。しかし、この結果、現在

のYCCを中心とする金融政策が長期化することとなり、日銀としてもその副作用にも配慮する必要がでてきた。

2. 日銀は政策の微修正を発表

日銀は、発表文では敢えて「副作用」という文言は使用していないが、金融政策の持続性を高めるために、以下の微修正を発表した。

2-1. 10年国債金利の変動幅拡大

日銀は、声明文で、10年国債金利目標についての「ゼロ%程度」を維持しつつも、金利については「経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとする」と、柔軟化した。これを受け、黒田総裁は記者会見で「変動幅を倍程度に」すなわち、±0.2%までの変動幅拡大を示唆した。少なくとも当面は、10年国債金利が大幅なマイナスとなる可能性は小さいことから、このことは、日銀が10年国債金利の上限を0.2%に引き上げることを意味すると考えられる。

2-2. 資産買入額の弾力化

日銀は、国債買入、ETF・J-REITの買入れ額を各々「80兆円をめど」「約6兆円、約900億円」(年間)としてきたが、今後は「弾力的な買入れとする(長期国債)」「買入れ額は上下に変動しうる(ETF・J-REIT)」と買入れ額の減額が起きる可能性を示唆した。名実ともに政策目標として「量から金利ヘシフトする」ことを明らかにした。また、ETFについては、事前の市場予想どおり、株価形成に対する配慮から、TOPIXのウェイトを引き上げる一方で日経225のウェイトを引き下げた。

2-3. 政策金利残高の減少

日銀は、日銀当座預金のうち、マイナス金利（現状-0.1%）が適用される政策金利残高を、現行の 10 兆円程度から 5 兆円程度に減少させることを明らかにした。これは、金融機関収益の改善に資するものである（ただし、これまで実際にマイナス金利が適用されたのは一部の金融機関に限られていた）。

3. 日銀はフォワードガイダンスで市場の過度な変動を回避

日銀は、声明文の冒頭に「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」というフォワードガイダンスを導入し、長期金利が急上昇するリスク軽減策を打ち出した。この結果、発表当日（7/31）の 10 年国債金利は一時 0.6%まで低下した。「当分の間」がどの程度の長さを意味するかについては、黒田総裁は記者会見で明言を避けたが、声明文で「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」と表現したことから、市場参加者では「2020 年度頃までを見通したフォワードガイダンス」と受け止める向きもある。とくに「2019 年 10 月」と声明文にしては異例の年月を明示したことから、市場では驚きをもって受け止められた。筆者のもとには、「東京オリンピックの開会式までは、長期金利の低め誘導を続ける、というメッセージか」という海外投資家からの（半分冗談めいた）質問も寄せられている。

当社では、日銀は、「ゼロ%程度」という 10 年国債金利目標は、2%インフレが実現するのに時間がかかることから、2020 年度までは維持されると予想している。

4. 市場の反応

前記のとおり、長期金利は、一旦は低下したものの、本日には 0.1%越えでも指値オペが入らなかったこともあって、0.13%と日銀政策決定会合前のピークの水準を上回って推移している。一方、為替市場では、対ドル・対ユーロとも円安が進んでいる。長期金利は上昇したものの、フォワードガイダンスで低水準の長期金利の長期維持が示されたことから、長期金利の先行きに対する不透明性が低下し、リスクオンの市場センチメントが優勢になったためとみられる。また、株式市場では、長期金利上昇とともに金融株を含め幅広い銘柄で株価が上昇した。長期金利上昇、円安、株高という市場の反応は、今次日銀の政策微修正を市場が好意的に受け止めている証左でもあり、日銀と市場の対話がスムーズに行われていることを示唆している。

日銀が長期金利の引き上げ容認だけでなく、フォワードガイダンスを同時に発表したことで、市場の安心感が醸成された面がある。日銀は、金融政策の出口戦略に関し、これまで市場との対話が上手く行かなかったケース、すなわち米国での「テーパタントラム（2013 年 6 月にバーナンキ FRB 議長〈当時〉が量的緩和縮小を示唆しただけで、長期金利が乱高下した）」、欧州でのユーロ高（2017 年 6 月にドラギ ECB 総裁がデフレ脱却の可能性を示唆したことで市場の ECB の金融正常化期待が高まった）を反面教師として、市場の期待が一方に偏らないよう、フォワードガイダンスを前面に打ち出したことで、円高リスクを軽減し、株高にも寄与したと考えられる。

5. 今後の日銀の対応

先行きについては、日銀の指し値オペに市場の関心は向かうであろう。日銀は、今後、10 年国債金利が 0.2%に接近した局面で 0.2%前後の指し値オペを発表する可能性が高い。黒田総裁が記者会見で、0.2%までの 10 年国債金利上昇を事実上容認する、と発言したことから、0.2%を下回る状況下で指値オペが入る可能性は低いが、長期金利の上昇テンポが速すぎる場合や、市場のボラティリティが急速に高まる場合には、0.2%を下回る水準での指し値オペの可能性はある。

また、10 年国債金利の新しい上限とされる 0.2%は、当面維持される（日銀は、0.2%の指し値オペで国債を無制限に買い入れることが可能）であろうが、仮に為替レートが 120 円/ドルを超えて円安になり、米国からの円安批判が出てくるような局面になれば、「ゼロ%程度」という文言は変えずに、上限を 0.2%から引き上げてくる可能性は残る。ただし、「ゼロ%程度」と整合的な上限は 0.4%までだ。0.5%になると四捨五入して 1.0%になるので、現在の枠組みの下では 0.4%が上限であろう。

日銀は、副作用に配慮した金融政策へ枠組みの微修正を行ったが、副作用の具体的な内容について、黒田総裁は「市場機能の回復」に言及した一方、金融機関収益への影響については否定的な見解を示した。日銀としては、金融機関収益のために政策を微修正すると公式に説明することは難しい、ということが背景にある。この点を認めると、金融機関収益の先行きに対する懸念が広まり、金融システムを却って不安定化させるリスクがあるからだ。ただし、イールドカーブのステイプ化が、金融機関の収益に結果としてプラスに寄与することは確かであろう。

菅野雅明

8 月 Kanno Report は 8 月 22 日（水）発表の予定です。



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

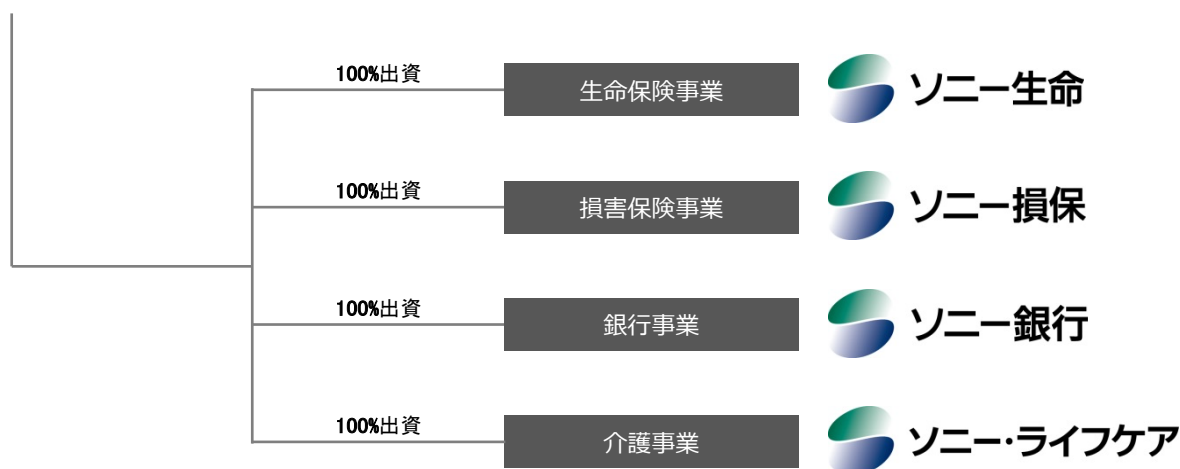
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものではありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものではありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>