

日銀政策の再調整は？ 日銀が目指すイールドカーブの姿を考える

KEY POINT

- 日銀は10年金利について0.2%までの上振れを許容することを決定、フォワードガイダンス導入で円高を回避
- 当面の10年金利は0.1%を中心レートに0%~0.2%のレンジで推移の公算
- 国債市場の機能度低下を警戒する日銀、指し値オペの水準は0.21%、実行は金利が0.18%前後になった時
- リバーサルレートに再注目なら、金融政策効果を最大化する名目で10年金利のキャップを再引き上げか
- キャップの上限は0.4%(中心レートは0.2%)、イールドカーブ(超長期ゾーン)はマイナス金利導入前の形状へ？

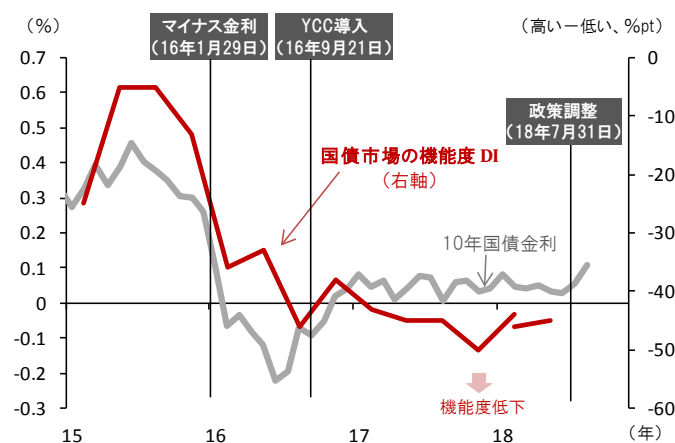
Q1. 10年金利のキャップ引き上げの目的とは？

日銀は7月の金融政策決定会合で物価見通しを下方修正しつつ、物価目標達成に向け強力な金融緩和を長期間持続させるため、政策調整を実施した。目玉は、**10年国債金利の0.2%までの上振れを許容**するとの決定である。

その目的は**国債市場の機能回復**だ。日銀政策によって金利が低水準かつ低ボラティリティとなっていることが**国債市場の機能度(取引の活発さや円滑さ)を低下**させてきた(図表1)。投資妙味が乏しい相場環境となる中で、6月は国債取引の不成立が相次ぐなど、**日銀政策の副作用**が目立つようになり、前回会合で一部の政策委員が問題提起をしていた。これを受けて日銀は長期金利操作を弾力化することで国債市場の取引量の拡大と流動性の向上を図り、政策の持続性を高めることを狙ったのである(黒田総裁はこれが金融機関収益に配慮したものではないと断言)。また、これと同時に「80兆円をめど」とする国債買い入れの量の縛りも形骸化した。

なお、今回は**金融緩和の長期化を約束するフォワードガイダンス(将来の政策指針)を導入し、政策調整が出口戦略に当たらないことを明示**することで円高の回避に成功した。

図表1: 国債市場の機能度の低下 ~ 日銀政策の副作用



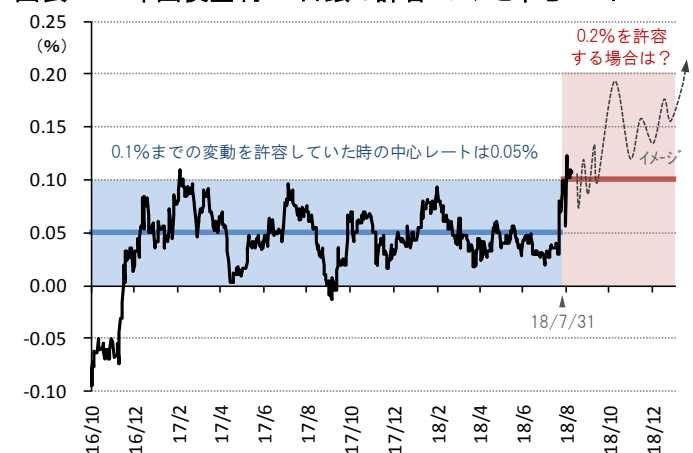
注: 国債市場の機能度DIは出来高や取引サイズ、ビットアスクスプレッドなどから国債市場の取引の活発さや円滑さを総合的に判断したDI
出所: 日本銀行、Bloomberg、SonyFH

Q2. 日銀が望む10年金利の動きとは？

当面の注目は10年金利の動向だ。今回日銀は10年金利のキャップを0.2%と決めたが、実際の金利はそこまで一足飛びに上昇してはいない。これまでの日銀の国債買い入れで需給が引き締まっていることや、金利が上昇すれば投資家の買いが入るためだ。また、日銀も「金利が急速に上昇する場合には迅速かつ適切に国債買い入れを実施する」と表明しており、8月2日には「当面のオペ方針」にない**不意打ちの国債買い入れオペ(臨時オペ)**を実施した。市場と日銀の腹の探り合いが続いており、日銀がオペを通知する午前10時10分と午後2時ちょうどを挟んで債券市場は神経質な値動きとなっている。

では、**日銀はどのような金利の動きを望んでいるのだろうか**——。これまで日銀は10年国債金利の上限を事実上0.1%とし、上昇圧力が高まれば指し値オペで抑制してきた。また、イールドカーブに低下圧力が高まれば幅広い年限で国債買い入れオペを減額してきた。結果として10年金利は0%~0.1%のレンジ内で0.05%を中心レートとして推移してきた(図表2)。金利のキャップを0.2%に引き上げたいま、日銀の念頭にあるのは**当面の10年金利が0.1%を中心レートとして、0%~0.2%のレンジ内で緩やかに推移する姿**であると思われる(急変動は日銀がオペで制御する)。

図表2: 10年国債金利 ~ 日銀の許容レンジと中心レート



出所: Bloomberg、SonyFH

Q3. 伝家の宝刀はいつ出るか？

そうだとすれば伝家の宝刀「指し値オペ(日銀が指定した金利<価格>水準で国債を金融機関から無制限に買い取るオペ)」の行方も見えてくる。0.2%までの金利上昇(国債価格下落)を許容する日銀が0.2%より低い金利水準(高めの価格)で指し値オペを実施してしまえば、日銀への債券売りが殺到することになる。これでは需給は一段と引き締まってしまい、債券市場の機能度は却って低下してしまう。今回の10年金利の柔軟化は債券市場の機能度の回復が目的であるから、それでは本末転倒だ。したがって、今後の指し値オペのレートは0.21%となり、10年金利が0.18%程度まで上昇したときに実施されると考えられる(これなら実際に国債を買い入れずに金利を0.2%以下に抑制できる)。

Q4. 10年金利のキャップ再引き上げ、いつ、どこまで？

当面、日銀は指し値オペを行わず、国債買い入れオペの増額や臨時オペを通じて緩やかな金利上昇を実現していく見込みである。ただし、長期金利は、その適正值が少なくとも0.6%程度(=自然利子率0.31%(注)+PCEデフレーター0.3%)であり、それを日銀が政策で押さえつけている状況だ。そうした中で日銀が0.2%までキャップを引き上げるのであれば、10年金利は早晩そこへ到達するだけでなく、市場はその更なる上昇を催促することになる。

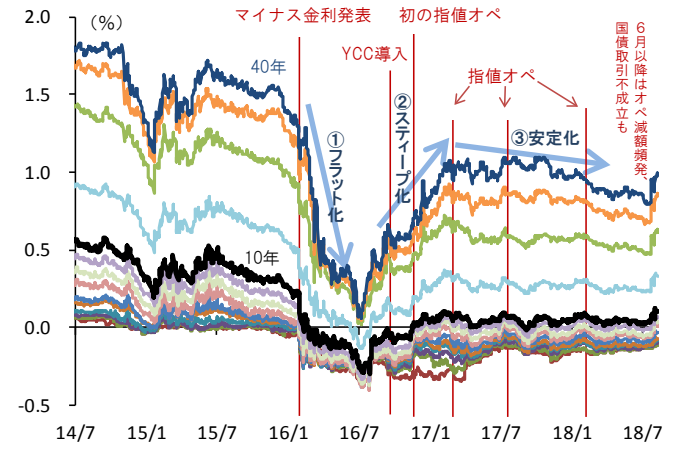
また、日銀側にもキャップ引き上げのインセンティブはある。今回は言及がなかったリバーサル・レート問題への対応である。10月22日頃に予定される日銀の「金融システムレポート」では、イールドカーブのフラット化(銀行の預貸利鞘縮小)による金融機関の収益力の低下が改めて問題となる。

リバーサル・レート問題の要点は、低すぎる金利が金融機関収益を悪化させ、金融仲介機能の低下(貸出態度の消極化、貸出金利の上昇)を通じて、金融緩和効果を減殺することだ。日銀が一部の金融機関の収益性向上のために金融政策を行うことはないが、金融緩和効果を最大化するための手段として10年金利のキャップを再度引き上げ、イールドカーブの更なるスティープ化を図るとすれば理屈が通る。7月会合での「主な意見」にも「長期金利操作の弾力化は(中略)金融仲介機能への累積的な影響の軽減と政策の持続性強化に効果が見込まれる」との見解があった。

そもそもイールドカーブ・コントロール(16年9月)は、マイナス金利政策を発表(16年1月)して以降に極端に低水準でフラット化したイールドカーブを立たせることが狙いだった(図表3)。16年9月の「総括的検証」でも、景気を刺激するのは10年以下の短中期ゾーンの金利低下である一方、10年を超える超長期ゾーンの金利が過度に低下すると金融機関収益の減少などを通じて金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、これが経済活動に悪影響を及ぼすとの警戒が明記されている。

(注)「日本の自然利子率-DSGEモデルに基づく水準の計測と決定要因の識別」日銀ワーキングペーパーシリーズ(6月13日)表3で、直近5年(2013~17年)の平均的な自然利子率として示されている。なお、この論分では直近の自然利子率は1%程度とされている。

図表3: 日銀政策と国債利回り(1Y~40Y)

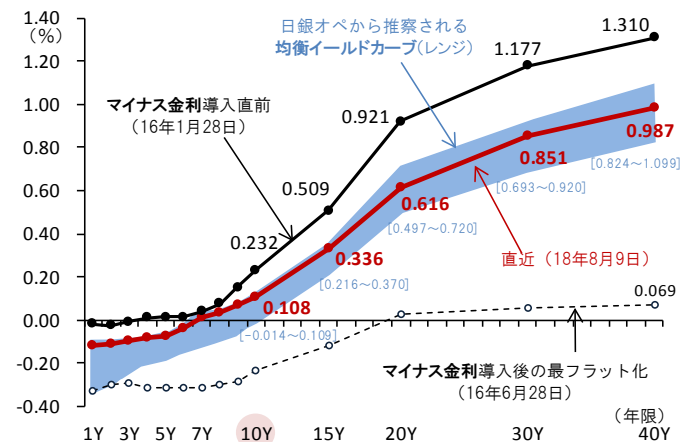


出所: Bloomberg, SonyFH

では、日銀はどこまでキャップを引き上げるのだろうか。「ゼロ%程度」の10年金利目標を「当分の間」続けるとのフォワードガイダンスを導入した以上、そこから逸脱することはできない。ゼロ%目標との整合性が取れる10年金利の上振れ上限は0.4%だろう。その場合、図表2に当てはめれば10年金利は0.2%を中心に0%~0.4%の変動を許容することになる。イールドカーブの形状は、短中期ゾーンは現行の通りである一方、10年超のゾーンは図表4にあるマイナス金利導入直前のような姿に近づくのではないかと考えられる。すなわち、10年を境に現行のイールドカーブとマイナス金利導入前のイールドカーブを繋いだような形状に行き着くと考えられる。

なお、キャップの引き上げは微調整とはいえ事実上の政策変更であり、実施できる時期は限られる。当面の政治・経済日程(選挙や消費増税)とのバッティングを避けるなら今年10月から来年3月の6ヵ月間だろう。もっとも、短期間に政策調整を繰り返すことが不適當、ないし困難であれば、キャップの再引き上げは見送られよう。日銀にはFRB(米連邦準備理事会)のように向こう数年の政策金利見通し(ドットチャート)や政策金利の天井である中立金利、並びに長期金利の均衡水準を表す自然利子率などを明示することが求められそう。

図表4: 日銀政策とイールドカーブの形状



出所: Bloomberg, SonyFH



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

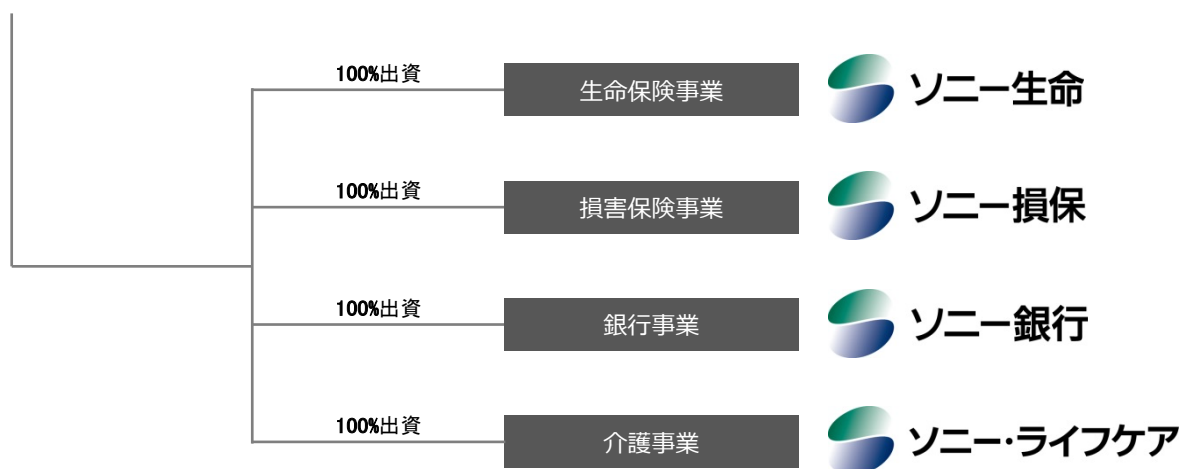
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に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もありません。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>