



## コラム

## 「柏原延行」の Market View

## #39 加速装置？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

日銀は12月19～20日の金融政策決定会合で、政策の現状維持を決め、9月21日に発表された「金融緩和強化のための新しい枠組み（以下、新しい枠組み）」が継続されることとなりました。

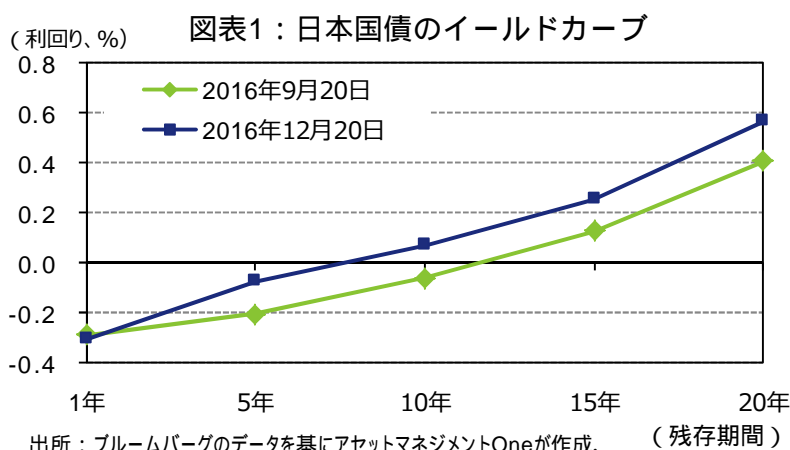
2016年10月3日付のコラム「#27 ご挨拶」（アセットマネジメントOne発足後のはじめてのコラムです）では、日銀の「新しい枠組み」に関しては、「日銀の周到な準備に、市場は圧倒された」と私なりの評価をお伝えしました。

9月、或いは10月の時点では、「新しい枠組み」に批判的な声も多かったように思われ、上記の私なりの肯定的な評価に、「なにをトンチンカンなことを言っているのか」と思われた方もいらっしゃるのではないかと拝察します。加えて、率直に言って、この政策が採用されるまでは日銀の金融政策決定会合を、「金融政策の限界が露呈する」との発想から、日本株などの売却タイミングと捉えていた投資家すらいたように思います。

しかし、現時点において、「新しい枠組み」に対する批判的な声は随分小さくなり、今回の金融政策決定会合も、国内株式市場では特段に材料視されなかったように思います。

そこで、今回のコラムでは、先週決定会合が実施されたこともあり、市場の動きも踏まえながら、現時点での日銀の金融政策に関する評価を再度お話しできればと思います。

まず、金融政策の動きを敏感に反映すると思われる我が国の国債市場の動きです。「新しい枠組み」が導入される前と比較して、長い年限の金利が上昇していることが分かります（図表1、なお年限毎の金利を示す図表はイールドカーブと呼ばれます）。



本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。  
巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

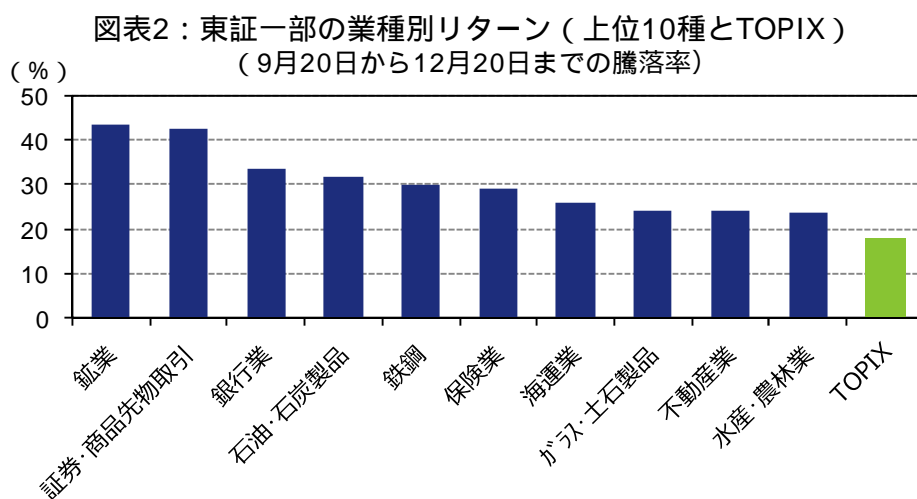
このイールドカーブの動き（金利の上昇）は、（トランプ次期米大統領の選出との追い風もあり、ややタイミングが早いかもしれませんが）日銀が望んでいたものであると考えています。

「新しい枠組み」の根幹部分は、短期の政策金利をマイナス0.1%、長期金利である10年物国債金利をゼロ%程度に操作する「長短金利操作」です。

前述のコラムで、「長短金利操作」により、「景気への感応度（効果）が高い「10年より短い年限の金利」はマイナス圏で維持され、金融緩和効果を発現します。一方で、景気への感応度が限定的な「10年より長い年限の金利」はプラスになる、あるいはプラス幅を拡大することで、銀行や企業等の収益に好影響を与える」とご説明したのですが、日銀の意図した通りのイールド・カーブが形成されていると考えます。

長期金利があまりにも低位であることは、銀行や（年金の運用難を通じて）企業の収益に悪影響を与えるのですが、10年超の20年国債などの長期金利はみごとにプラス幅を拡大しています。

この金利の動きを受けて、株式市場では、銀行業、保険業などの運用環境改善のメリットを受ける業種の上昇が目立ちます（図表2、加えて商品市況の底堅さから資源株も好調）。



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

「新しい枠組み」が発表されたときには、これが金融緩和強化策として評価できるか、否かについては、随分と議論があったように思います。

金融緩和強化策として評価できないとの主張は、「長短金利操作」により、これまで、日銀が重視していた量がどのようになるかが不透明であることを根拠としていたと考えます（「量から金利へ」などの見出しが並びましたね）。

すなわち、「新しい枠組み」においても「保有残高が年80兆円増加するペースをめど」に国債を購入するとされたのですが、金利操作が優先される結果、「①金利が低下（価格が上昇）傾向にあれば、これを抑制するため、購入量が減少し、引き締め効果を与える」のか、「②金利が上昇（価格が下落）傾向にあれば、これを抑制するため、購入量が増加し、緩和効果を与える」のかが事前に予想できないため、強化策か、否かについて、議論があったと考えることもできます。

これについては、足元では、トランプ旋風もあり（なお、これまでのコラムでお伝えしている通り、トランプ旋風だけが現在の株価上昇の原因とは思っていません）、金利は上昇（価格は下落）傾向にあるため、日銀は国債の購入を実施し、金利の低下（価格の上昇）を促しました。

このオペは、経済学的にはとても興味深い現象であると私は理解しています。

（初歩の）教科書では、金融政策は、長期的・持続的な経済成長を達成するため、景気の循環をならす、すなわち平準化するために行われると理解されています。

しかし、仮にトランプ次期米大統領の政策が奏功し世界的に景気やインフレが強含んだ場合に、日本の物価目標が達成されていなければ、日銀は「新しい枠組み」のもと、金利の下落を促し、②国債の購入額を増加させるとの操作を行うこととなります。これは、景気やインフレが強含む状況の中で、金融緩和的な操作を実施することですから、ふつうに考えると景気、インフレの加速装置であり、景気循環の山を高くする行為と考えることも可能なように思います。

したがって、この装置（措置）にはハイパー・インフレを引き起こすなど、様々な批判が可能ですが、「景気の停滞、デフレ的状況からの脱出が優先すべき目標」との認識に立つ私は、現在の日銀の政策は正しいものであると考えます。

今回のコラムは、年内最後のコラムとさせていただきます。

皆さま、良い年をお迎えください。

アセットマネジメントOneでは、業界No1の質と量を実現する積極的な情報発信に努めたいと考えます。

是非、弊社の新しいホームページ等をご覧いただければと考えます。

なお、コラムの過去分に関しては、以下をご参照ください。

・2016年10月以降

<http://www.am-one.co.jp/report/marketreport/3/>

・上記以前

<http://www.mizuho-am.co.jp/report/column-list/ctg/041>

（2016年12月22日 9:00執筆）

#### 【当資料で使用している指数について】

東証株価指数（TOPIX）および東証業種別指数は、株式会社東京証券取引所（株東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウは、(株)東京証券取引所が有しています。

本資料中の図表などは、上記グラフは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限4.104%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

##### ■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。