



コラム

「柏原延行」の Market View

116 日銀の金融緩和政策は修正されるのか？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

週末は、台風が襲来する地域もあるようです。ご注意ください。

今回のコラムでは、7月30日から31日に迫った日銀の次回の金融政策決定会合（以下、会合）について、取り上げたいと考えます。

- いくつかのメディアは、先週末頃にかけて、次回の会合で金融政策の修正が行われるという観測を報道している。
- 「長期金利目標水準の柔軟化」、「上場投資信託（ETF）買い入れの柔軟化」、「副作用への言及」などが、修正の候補としてあげられており、この報道をうけて、週明け23日の金融市場は、円高・米ドル安、株安、債券安（金利は上昇）として反応した。
- 金融政策の修正を根拠づける要因と否定する要因を整理して、現在の金融政策が修正される可能性を検討した。
- 結論として、今回の観測報道による円高の進行などをみた日銀としては、現在の金融緩和政策を正常化方向に修正する可能性は限定的と考える。一方で、「物価目標水準の妥当性や現在の金融緩和政策の副作用などを分析し、対応策を検討する」など、物価目標水準や副作用に関して、なんらかの方針が示される可能性に留意が必要。

まず、2017年の米ドル/円の動向は、米10年国債金利（以下、長期金利）の動向に依存してきたと考えています。この関係は、2018年の前半には失われたものの、4月以降、この関係が回復してきていると思われます。

これは、米国の長期金利が上昇すると、日米金利差が拡大し、金利差に魅力を感じた投資家が米ドルを購入するため、米ドル高・円安が進展するという理論によるものです（逆も同様）。

そして、日銀の長短金利操作と呼ばれる金融政策を受けて、日本の10年国債金利が「0%程度」に固定されている中では、（大きな）日米金利差の変動は、米国金利の動きのみに影響を受けると考えることが可能でした。

しかしながら、仮に日銀が金融政策を修正するのであれば、この考え方は変更を余儀なくされる可能性があるため、日銀の「金融政策の修正」は、投資判断材料として重要であると思われます。

現在のところ、修正については、「長期金利目標水準の柔軟化」、「上場投資信託（ETF）買い入れの柔軟化」、「副作用への言及」が主要な報道内容であると思われます。

※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。

次回の会合での決定内容を考える上では、私は、「目標：2%という物価安定」と、「手段：現在の金融緩和政策」を分けて考えることが必要であると考えています。

その上で、次回の会合で日銀が「金融政策（目標と手段の両方）」の修正を行うか、否かを考えるために、「①修正を根拠づける要因」と「②修正を否定する要因」を整理しました（下図）。

代表的ないくつかをご紹介しますと、「①根拠づける要因」としては、なんとといっても現在の金融緩和政策の副作用があります。

例えば、現在の長短金利操作と呼ばれる金融緩和政策は、銀行などの金融機関の運用環境には厳しい側面があり、金融機関の経営にダメージを与えています。一部金融機関の不詳事などもあり、金融システムの安定に目配りする必要がある中央銀行（＝日銀）としては、副作用は許容できないレベルと判断しているという考えも成り立ちます。加えて、日銀のホームページをみると矢継ぎ早に物価に関するレポートなどが発行されており、現在の目標を変更したいという日銀の意思の表れと考えることもできそうです（2016年9月に現在の金融緩和政策は採用されましたが、その1年半ほど前に、この金融政策の正当化根拠と思われる論文が発表されています（2015年5月1日「均衡イールドカーブの概念と推移」））。

逆に「②否定する要因」としては、副作用が日本経済全体に大きく悪影響を与えているのかとの疑問に加えて、2006年にゼロ金利解除を急いだ日銀には、その判断について批判的な意見が出された教訓などがあると思われます。

結論として、今回の観測報道による円高の進行などをみた日銀としては、現在の金融緩和政策を正常化方向に修正する可能性は限定的と考えます。一方で、「物価目標水準の妥当性や現在の金融緩和政策の副作用などを分析し、対応策を検討する」など、物価目標水準や副作用に関しては、なんらかの方針が示される可能性に留意が必要です。

修正を根拠づける要因

- ・副作用の緩和が必要という考え方
- ・自民党総裁選(9月)後には重要日程が続くため、7月会合しか、柔軟化のタイミングはないという考え方
- ・矢継ぎ早に出された日銀のレポートなど
 - ①6/13:わが国の自然利子率
 - ②6/18: インターネット通販の拡大が物価に与える影響
 - ③7/4: 価格比較サイトのビッグデータと機械学習手法を用いた物価指数の試算
- ・7月の展望レポートでの物価についての見解公表に合わせた物価目標変更の可能性

修正を否定する要因

- ・2006年のゼロ金利解除の教訓
- ・7/23に金利上昇を防ぐ「指し値オペ」があったこと
- ・黒田総裁の発言（「どういう根拠があって報道しているのか、まったく知らない」）
- ・コアコアCPIは弱含み
- ・財政健全化計画への影響
- ・長期金利を手段とする金融政策は、変更・微調整が難しいとの考え方

出所：両図表とも、アセットマネジメントOneが作成。筆者が重要と考えるものを記載。

* コアコアCPIとは、生鮮食品とエネルギーを除いた全国消費者物価指数総合指数のこと。

(2018年7月26日 16:00頃執筆)

【当資料で使用している指数についての留意事項】

ございません。

※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。

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3.78%（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ことがあります。

【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。