

Market Bulletin

2016年9月23日

日銀は新たな金融政策の枠組みを導入： 英断だが、実体経済への効果は限定的

要旨

- 日銀は9月20-21日に、金融政策決定会合を開き、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と呼ばれる、新たな金融政策の枠組みを導入した
- 新たな枠組みは、金融市場が抱く懸念に対し、日銀が率直に対処する試みであり、概してプラス。しかし、日銀の金融政策は既に複雑化しており、実体経済の総需要を刺激する効果は「限界」に近づいていると見られる
- 日本株への投資については、引き続き、銘柄やセクターを積極的に選択することが望ましいだろう

日銀は新たな金融政策の枠組みを導入

日銀は9月20-21日に、金融政策決定会合を開き、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と呼ばれる、新たな金融政策の枠組みを導入しました。一方で、政策金利の引き下げや資産買い入れの増加などの、いわゆる「3次元」を用いた追加の金融緩和については、これを見送りました。

新たな枠組みの骨子は、次の3つに集約されます。

- 長短金利を1つのセットとして操作目標とし、異なる目標水準をそれぞれに設定する。具体的には、金融機関にとっては調達金利である短期金利を低めに、運用金利である長期金利を高めに設定する(→金融機関が日銀に持つ当座預金の一部=『政策金利残高』に適用する金利水準をマイナス0.1%で据え置く一方、10年物国債利回りを当面、0%程度に誘導する)。
- 国債・ETF(株価指数連動型上場投資信託)・J-REIT(不動産投資信託)などの資産買い入れを現行ペースで続ける。
- インフレ率が目標の2%を上回った後も、安定的に上回ることが確認されるまでマネタリー・ベースの拡大を続ける(→日銀はこれを『オーバーシュート型コミットメント』と呼んでいます)。

Yoshinori Shigemi
Global Market Strategist
Market Insights

Guide to the Markets Japan
のダウンロードはこちらから
www.jpmorganasset.co.jp/guide

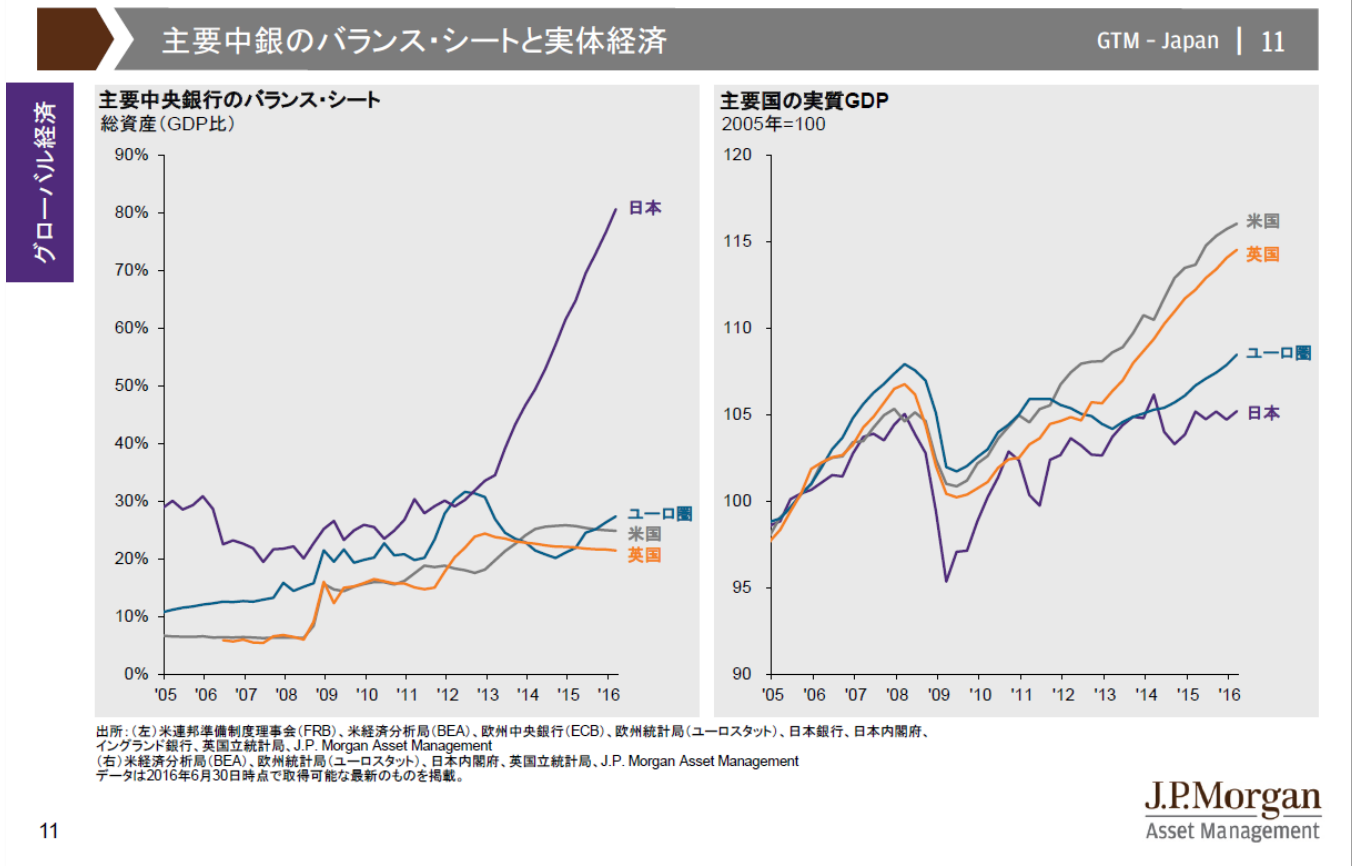
新たな枠組みは金融市場の懸念に対処するもの

今回の新たな金融政策の枠組みについて、筆者は概してプラスと考えています。なぜならば、日銀は、金融市場が抱く懸念に、率直に対応したためです。市場が抱く懸念とは、

- 国債の買い入れを中心に、金融政策の手段は持続可能ではなく、日銀はまもなく「物理的な限界」を迎えるのではないか
- 「限界はない」として、このままマイナス金利での国債買い入れを続けられ、日銀の財務基盤は不安定化するのではないか
- マイナス金利政策の導入は、金融セクターの業績や銀行貸出等に今後、悪影響を与えていくのではないか

との3点です。このうち、1点目と2点目に関わる、日銀の国債買い入れについては、これまでの目標は「国債保有残高を年間80兆円積み上げる」というものでした。今回、これを「10年国債利回りで当面は0%」との『利回り水準目標』に転換することにより、理論上は、次ページに述べるような状況が期待されます。

参考図表1: 2016年第3四半期版Guide to the Marketsの11ページ



出所: JPモルガン・アセット・マネジメント

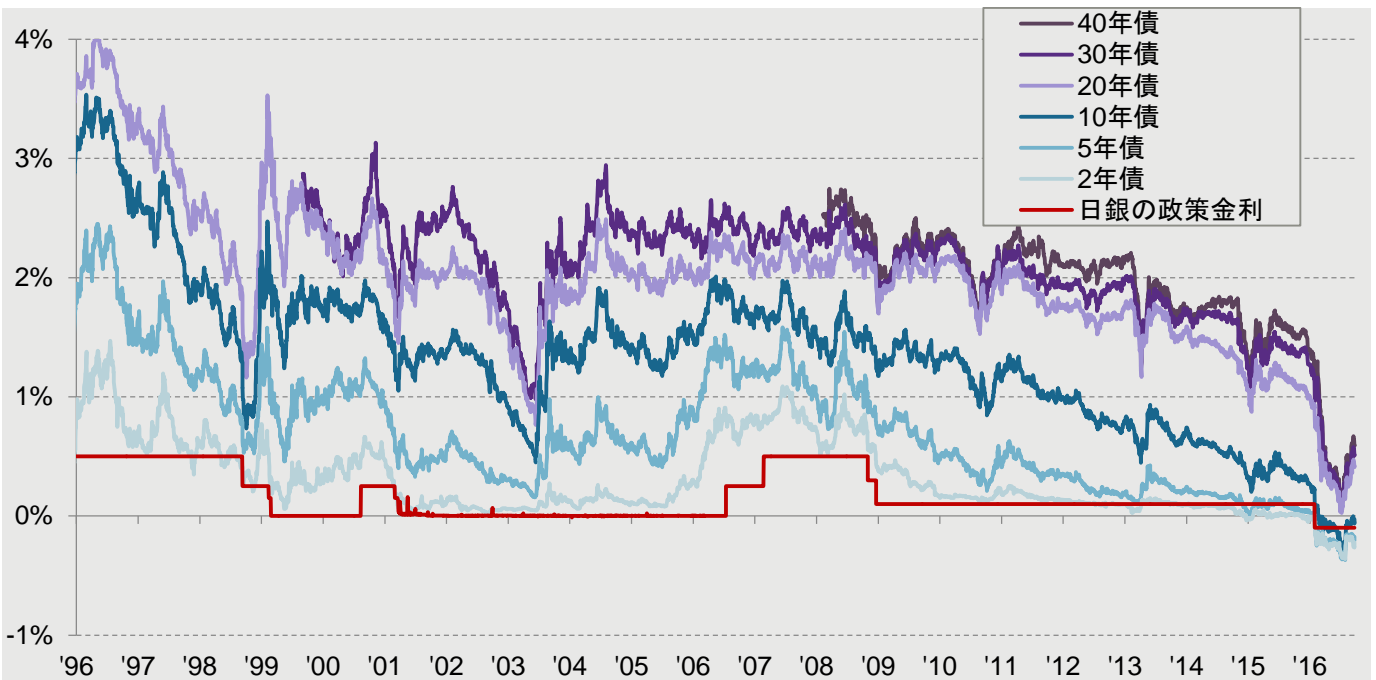
理論上、日銀は10年超の国債買い入れに注力する

1. まず、10年債については、利回りがマイナス水準から日銀の目標である「0%」に近づけば、日銀による(指値での)買い入れが予見されます。こうした期待により、日銀が実際に買い入れを行わずとも(日本の財政が健全と見なされる限り)、利回りが0%を超えることを抑制できる可能性があります。また、今後、日銀が(例えば)新規発行国債の純増分程度の買い入れを続けるとしても、買い入れ利回りは0%以上です。
2. 次に、満期が10年よりも短い国債については、①一番短い金利＝日銀当座預金金利は「マイナス0.1%」であること、②10年債の利回り目標は「0%」であること、なおかつ、③前ページで挙げた『オーバーシュート型コミットメント』によって「ゼロもしくはマイナス金利政策が今後、より長い期間、維持される」との期待や裁定取引があること、の3点により、日銀が国債を買い入れずとも利回りを低水準＝ある程度のマイナスの水準に留め置くことが考えられます。やはり、今後、日銀が(例えば)新規発行国債の純増分程度の買い入れを続けるとしても、日銀当座預金金利はマイナス0.1%ですから、大幅なマイナス水準での買い入れは避けられると見られます(注1)。
3. 都合、日銀は主に、10年を超える国債に買い入れに注力することになります。ただ10年を超える部分についても日銀が考える水準を国債買い入れの指値で示すことで、国債買い入れを大幅に増やすことなく、利回りを抑制することが想定されます。さらに、買い入れ利回りは、10年債利回りの目標が「0%」ですから、プラスの水準と考えられます(注2)

(注1) 金融機関にとってみると、日銀に預ければマイナス0.1%の利息を支払う必要があるわけですから、裁定機会によって、マイナス0.1%~0%の利回り水準では、金融機関等による国債の需要は一定程度あると考えられます。

(注2) あくまでこれらは「理論上」の話であり、実際には大量の買い入れが必要になる可能性も考えられます。また、日銀はマネタリーベースの増加を継続するとしており、例えば、新規発行国債の純増分程度の国債の買い入れは続くと考えられます。今年度の当初予算に基づく、新規発行国債の純増分は約34兆円です。

参考図表2: 日銀の政策金利と日本国債の利回り(1996年から2016年9月21日まで)



出所: Bloomberg, JPモルガン・アセット・マネジメント

新たな枠組みによって期待されるメリット

『利回り水準目標』や『オーバーシュート型コミットメント』には、次の2つのメリットが考えられます。

- 国債の買い入れを抑制し、「物理的な限界」を取り払うことで、緩和的な金融環境をより長期に維持できること、および
- 今後の日銀による国債買い入れ利回りを理論上、0%程度に引き上げることで、日銀の収益を安定させること、です。

つまり、2ページ目に挙げた懸念の1点目（国債買い入れの物理的な限界）と、2点目（日銀の財務基盤）への対処を試みるものです。

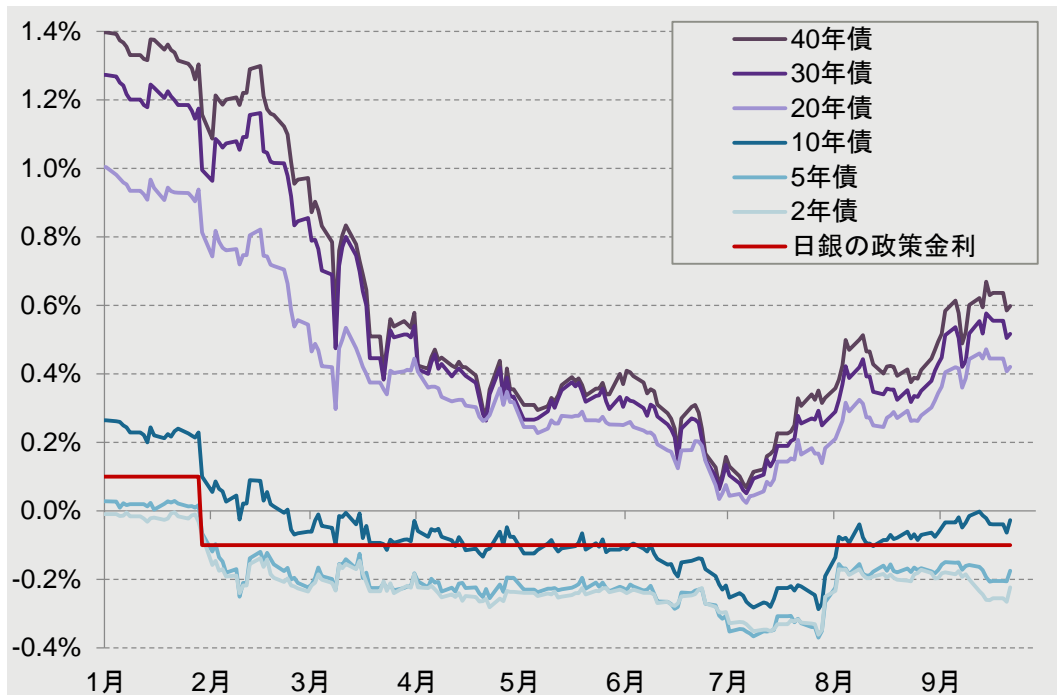
国債買い入れの金額は、『利回り目標』や『オーバーシュート型コミットメント』により、現状の80兆円よりも減らすことができます。

一方、日銀の財務については、残存10年未満のゾーンについては『オーバーシュート型コミットメント』と長期金利の『利回り水準目標』により、マイナスの利回りが期待されますが、同時に、（マイナス金利での）国債買い入れは最小限に抑制されることが期待されます。一方、残存10年以上のゾーンは買い入れるとしてもプラスの利回りでの買い入れとなります（注3）。

加えて、3点目の懸念である金融セクターの業績については、10年以上のゾーンの国債利回り水準を押し上げつつ、短期金利を低位に抑制することで、銀行にとっては「利ざや」を確保しやすい状況を作り出すことを意図しています。また、保険会社や企業年金についても、運用利回りや本体企業の財務を安定させることが期待されます。

（注3）あくまでこれらは「理論上」の話であり、実際には大量の買い入れが必要になる可能性も考えられます。また、日銀はマネタリーベースの増加を継続するとしており、例えば、新規発行国債の純増分程度の国債の買い入れは続くと考えられます。今年度の当初予算に基づくと、新規発行国債の純増分は約34兆円です。

参考図表3: 日銀の政策金利と日本国債の利回り(2016年1月から9月21日まで)



出所: Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント

新たな枠組みの、実体経済に対する効果は限定的

ただ、日銀の金融緩和がこれまでより持続的と見なされ、同時に、金融市場との対話を重視するとしても、実体経済に対する効果は限定的もしくは一時的と見られます。

そもそも、残念なことに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という名前そのものが、政策の「わかりにくさ」を反映していますし、政策がわかりにくくなっているという感覚は、金融緩和の、実体経済に対する効果的な手段が限界を迎えつつあるということの表れと見られます。

米連邦準備制度理事会 (FRB) の前議長であるバーナンキ氏は、回顧録の中で、「金融政策は98%がトークで、2%がアクション」と述べています。

金融政策の主要な波及経路や効果は、それらがいかにたやすく、一般の家計や企業の経営者、(外国人投資家を含む)金融市場の参加者などに理解されるかに依存します。言い換えれば、いかに多くの人々が「貯蓄よりも、投資や消費を前倒して行うことが有利だ」と感じられるかどうかです。この意味において、今回の新しい金融政策の枠組みが、この先、日銀がいかに対話に努めようとも、政策が複雑化している以上、日銀の意図するおりに、実体経済の需要を喚起できるかどうかは、不透明です。

その実体経済を見ると、失業率は直近で3.0%と、1995年5月以来の低水準であり、日銀が推計する構造的な失業率も3%台前半と、労働市場はほぼ完全雇用の水準にあります。これと整合的に、日銀は需給ギャップをほぼゼロと計測しており、言い換えれば、需要と供給は均衡しています。つまり、日銀自身が、実体経済は需要不足の状況にはないと認めており、こうした状況においては、需要サイドを刺激する金融政策や財政政策にできる役割は限定的もしくは一時的と考えられます。

今後とも、金融政策や財政政策による下支えは必要としても、停滞しているように見える所得や購買力の水準を高めるためには、規制緩和や税制改正などによって生産性を高める構造改革がより効果的と考えられます。

参考図表4: 日本の失業率(1989年から2016年7月まで)



出所: 総務省、Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント

日本株は引き続き、銘柄やセクターを積極的に選択することが望ましい。

以上をまとめると、日銀の新たな金融政策の枠組みは、金融市場が抱く懸念に対処し、金融政策の持続性を高めるという点で、評価できます。しかしながら、複雑化する金融政策の手段や完全雇用に近い実体経済を考えると、金融緩和の継続は必要としても、金融政策（や財政政策）が景気を刺激する効果は一時的もしくは限定的と見られます。

今回の枠組みの変更や、今後の追加的な金融緩和が、円相場を現在よりも円安水準に持続的に押し下げ、なおかつ、株価を持続的に引き上げると期待することは困難でしょう。

こうした中で、日本の個人投資家にとってみれば、日本の株式市場では引き続き、銘柄選択やセクター選択によって、グローバルに競争力のある製品やサービスを提供できる企業を発掘することが必要と考えます。

Market Insightsプログラムは、グローバルな金融市場の幅広いデータや解説を、特定の金融商品に言及することなく提供するものです。お客さまの市場に対する理解と投資判断をサポートします。本プログラムは現在の市場データから投資のヒントや環境の変化を読み解きます。

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(以下、「弊社」という。)が作成したものです。本資料は投資に係る参考情報を提供することを目的とし、特定の有価証券の勧誘を目的として作成したものではありません。また、弊社が特定の有価証券の販売会社として直接説明するために作成したものではありません。弊社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、弊社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客様が投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。本資料に記載された意見・見通しは表記時点での弊社の判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や、当該意見・見通しの実現を保証するものではありません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。

【ご留意事項】お客様の投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください。

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

◆ご注意いただきたい事項について

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、購入、換金の申込の受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の換金(解約)金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

◆ファンドの諸費用について

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

投資信託の購入時: 購入時手数料(上限3.78%(税抜3.5%))、信託財産留保額

投資信託の換金時: 換金(解約)手数料、信託財産留保額(上限0.5%)

投資信託の保有時: 運用管理費用(信託報酬)(上限年率2.052%(税抜1.9%))

*費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、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います。その他、有価証券の取引等にかかる費用、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税等の実費(または一部みなし額)および監査費用のみなし額がかかります(投資先ファンドを含みます)。また、一定の条件のもと目論見書の印刷に要する費用の実費相当額またはみなし額がかかります。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。Market Insightsプログラムは、以下のグループ会社により発行されたものです。

- ブラジル: バンコ・J.P.モルガンS.A. (ブラジル)
- 英国: JPモルガン・アセット・マネジメント(UK) リミテッド
- 英国以外のEU諸国: JPモルガン・アセット・マネジメント(ヨーロッパ) S.à r.l.
- スイス: J.P.モルガン(スイス) SA
- 香港: JFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア) リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア) リミテッド
- インド: JPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド
- シンガポール: JPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール) リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール) プライベート・リミテッド
- 台湾: JPモルガン・アセット・マネジメント(台湾) リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾) リミテッド
- 日本: JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)
- 韓国: JPモルガン・アセット・マネジメント(コリア) カンパニー・リミテッド
- オーストラリア: JPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア) リミテッド(ABN 55143832080) (AFSL 376919) (Corporation Act 2001 (Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)
- カナダ(機関投資家限定): J.P.モルガン・アセット・マネジメント(カナダ) インク
- 米国: JPモルガン・ディストリビューション・サービス・インク(FINRA/SIPC会員)、J.P.モルガン・インベストメント・マネージメント・インク

Market Insightsプログラムは、アジア太平洋地域において、香港、台湾、日本およびシンガポールで配布されます。

アジア太平洋地域の他の国では、受取人の使用に限りです。

Copyright 2016 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

Material ID: 0903c02a817348fd