

# Special report



## 日銀の政策は新たなステージに

- 📍 政策の軸は「量」から「長短金利（イールドカーブ）」へとシフト
- 📍 インフレ目標は「2%に達するまで」から「安定的に2%を超えるまで」へと変更
- 📍 「総括的な検証」と「新たな枠組み導入」には主に4つの狙いか
- 📍 金融市場は政策を好感

### 政策の軸は「量」から「長短金利（イールドカーブ）」へシフト

日銀は、9月20日、21日に行なわれた金融政策決定会合で、これまでの金融緩和を強化するための新たな政策の枠組みを発表しました。題して「長短金利操作付き量的・質的緩和」（図表1）。新しい政策の柱となるのは、①長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）と、②オーバーシュート型コミットメント、です。

まず、第1の柱であるイールドカーブ・コントロールですが、短期金利は従来同様、民間銀行が日銀に預ける際の、当座預金（政策金利残高）にかかる金利をマイナス0.1%とし、これに加えて10

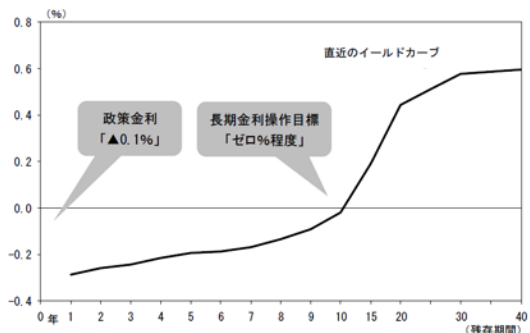
年物国債の利回りをゼロ%付近で維持するよう調整を行なうこととしました（図表2）。驚くのは、日銀がイールドカーブを「操作」できると名言している点です。日銀のホームページ上でも解説されているとおり、短期金利は日銀が直接的にコントロールすることが可能ですが、長期金利は長期資金の需給など市場のメカニズムで決まるという色彩が濃いのが実情です。具体的には「期待インフレ率」「期待潜在成長率」「リスクプレミアム」によって決まるので、今回導入された「新型オペレーション」で果たして10年債利回りを常にゼロ付近に固定できるのか注目されます。

図表1 長短金利操作付き量的・質的緩和の概要

<b>1 イールドカーブ・コントロール</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 短期金利：日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用</li> <li>・ 長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買い入れを行う。</li> <li>・ 買い入れ額については概ね現状程度の買い入れベース</li> <li>・ 長短金利操作のためのオペレーションの導入</li> </ul>
<b>2 資産買い入れ方針</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ETFおよびJ-REITについて、保有残高がそれぞれ年間6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買い入れ</li> <li>・ CP、社債についてはそれぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持</li> </ul>
<b>3 オーバーシュート型コミットメント</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2%の物価安定の目標の実現をめざし、これを安定的に持続するために必要な時点まで、長短金利付き量的・質的緩和を継続</li> </ul>

出所：日銀の公表を元に、ソニーFH金融市場調査部作成

図表2 イールドカーブ・コントロールのイメージ



出所：日銀「目でみる金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的緩和』」より

## インフレ目標は「2%に達するまで」から「安定的に2%を超えるまで」へと変更

この「イールドカーブ・コントロール」に加え、日銀は第2の柱として、「オーバーシュート型コミットメント」を導入しました。これまで日銀は、2%のインフレ目標について「2年程度を目処としてできるだけ早期に達成する」としていましたが、今回はインフレ率が2%を「越える」までマネタリーベース（日銀の資金供給量）の拡大を継続することとしました。つまり、インフレ率が一時的に2%を超えて行き過ぎる（オーバーシュートする）ことがあってもすぐには緩和をやめず、安定的に2%を超えるまで緩和を継続することを約束したのです。これまでよりも強いトーンの「コミットメント（約束）」を導入することで、期待インフレ率を引き上げるのが目的です。マーケットへのインパクトを考慮し、「当面年間80兆円のペー

スでマネタリーベースを拡大する」との文言は残しましたが、日銀は「長期金利の操作次第では、マネタリーベースの残高が変動し得る」ことを認めています。したがって、日銀の政策の軸はこれまでの「量」から「イールドカーブ」へとシフトしたのであり、政策の大きな転換点を迎えたと言えるでしょう。なお、今後のあり得る追加緩和として、1) 短期金利の引き下げ、2) 長期金利操作目標の引き下げ、3) 資産買い入れの拡大、4)（「状況に応じて」という条件つきで）マネタリーベース拡大、の4点を具体的に示しました。これまで追加緩和を決定する度に「サプライズ」を演出してきましたが、「市場とのコミュニケーション」を重視する手法に変わったことを示唆しているといえるでしょう。

### 「総括的な検証」と「新たな枠組み導入」には主に4つの狙いか

イールドカーブ全体をコントロールするのは容易ではなく、市場参加者の間で懐疑的な見方が多いのも事実です。しかし、今回あえてこのような政策に踏み切ったのには以下のような「狙い」があるとみています。

第1に、政策への過度な期待の修正が挙げられます。日銀は「政策の逐次投入はしない」としていたにもかかわらず、これまで結果的に金融市場に催促される形で、段階的に量的緩和を拡大してきました。しかし、今回政策の軸足を量からイールドカーブにシフトしたことで、延々と続きかねない「催促相場→追加緩和」のイタチごっこにおおむね終止符を打つことができたといえるでしょう。量的緩和拡大への過度な期待から、政策決定会合の都度市場の変動率（ボラティリティー）が高まるようなストレスも、徐々に和らいでいくのではないのでしょうか。第2に、「政策の限界説」の払

拭が挙げられます。「日銀による国債購入はそろそろ限界にきているのではないか」、との懸念が高まっていましたが、政策目標をマネタリーベースからイールドカーブにシフトしたことで、政策の手詰まり感、打ち止め感のある程度解消することができたといえるでしょう。

第3に、金融機関への配慮です。黒田総裁は会見で「金融機関の収益に配慮したのか」との問いに対して、「半分当たっている」と述べ、「イールドカーブの過度なフラット（平坦）化は広い意味で金融機能の持続性への不安感をもたらし、マインド面で悪影響がある」との見解を示しました。短期金利と10年債利回りを固定することで、緩和的な政策を維持しつつも、イールドカーブのステイプ化（右肩上がりの傾斜）によって、運用面で金融機関が一息つけるように配慮したといえるでしょう。4点目は、政府へのプレッシャーです。

「総括的な検証」のなかに、「構造改革や成長力強化に向けた取り組みによって、自然利子率を高めていくことも重要」との文言があります。自然利子率とは、引き締めのでも緩和的でもない、景気に対して中立的な実質金利のことで、潜在成長率に類似するといわれていますが、日銀の推計によれば、2010年以降日本の自然利子率はゼロ%付近で推移しています。今回、日銀が「検証」の中で述べているとおり、現在実質金利は自然利子率を十分下回っています。つまり日銀としては、金融政策は十分緩和的なのだから、自然利子率、および潜在成長率を高めるために、今度は政府がもっと構造改革や成長戦略を加速させるべきであ

ると、暗に述べているのではないのでしょうか。振り返れば2013年に政府と日銀が発表した共同声明では、「革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の改革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する」とうたわれています。NYを訪問中の安倍首相は21日、「賃金と生産性を向上させるため日本の労働市場を改革する」と発言しましたが、今回の日銀による「検証」が政府へのプレッシャーとなり、構造改革推進への後押しになることが期待されます。

### 金融市場は政策を好感

今回、新たな政策の枠組み導入にとどまり、市場に期待されていた「追加緩和」がなかったにもかかわらず、金融株を中心に日本株は大幅に上昇、ドル円も一時102円台後半まで上昇しました。これは、今回の発表を市場がある程度評価し、好感したことを表しています。日銀の政策発表の直後に行われた米連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げが見送られたことから、翌日はドル安が進行。ドル円は100円台前半まで下落しました。日銀の

発表に対する消化不良もあいまって、短期的にはドル円のボラティリティが高まりそうですが、中・長期的にみれば、今回の日銀の政策判断は、特に円高要因ではないとみています。むしろ、金融政策の新しいステージへの転換がスムーズに行なわれ、政府もこれに協調する形で構造改革が推進されれば、長い目でみれば株価の上昇や円安を促す要因となり得るとみています。

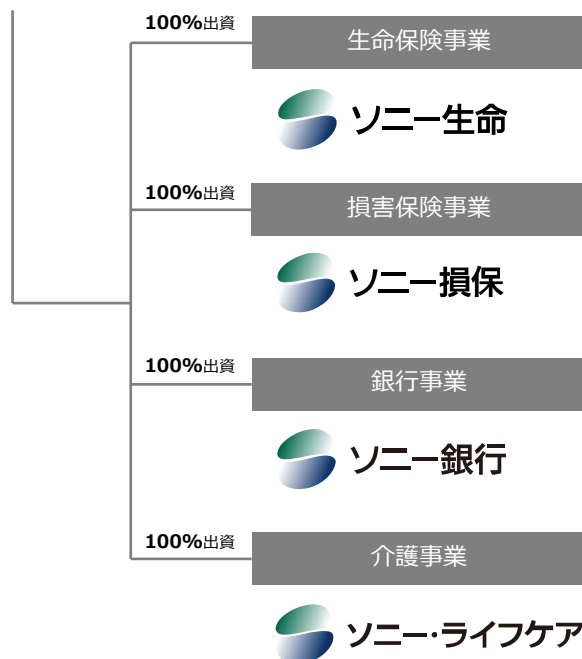
## Special reportについてのご注意

- 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、当社は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しています。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。

<http://www.sonyfh.co.jp>