

## Topics

- ▶ 日銀は、長短金利操作における長期金利の許容変動幅を「±0.5%」に拡大。
- ▶ 米国が景気後退に向かうとみられる中、日銀が金融引き締めへ舵を切るのは難しく、金利の引き上げは、①物価上昇と賃金上昇の好循環を確認し、②米国の景気後退脱出が見込まれる2024年以降とみています。
- ▶ もっとも、2023年のとりわけ前半は、欧米の金融引き締めの継続や国内の物価上昇率の高止まりが見込まれる中、日銀の総裁・副総裁の人事もあり、日銀が金融政策正常化の一步を踏み出す可能性は残されており、注意が必要です。

エコノミスト 飯塚 祐子

## 2022年12月に日銀が政策を一部修正

日銀は、12月19～20日の金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール（YCC）、短期金利▲0.1%、長期金利（10年物国債金利）ゼロ%程度）の運用を一部見直すことを決定しました。長期金利（10年物国債金利）の許容変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.50%程度」に拡大しました。

一方、国債買い入れを大幅に増額し（長期国債の買い入れ額を従来の月間7.3兆円から9兆円程度へ）、金融緩和姿勢を維持しています。国債を指定した利回りで無制限に買い入れる「指値オペ（公開市場操作）」については、10年物国債は0.5%の利回りで原則毎営業日実施する方針です。また、長短金利の操作目標に整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、指値オペを実施するとしました。「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利は、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との緩和バイアスを示す文言も残しました。黒田総裁は、今回の措置は利上げには当たらず、金融緩和の持続性を高めるとしています。

## 政策修正の背景と日銀を巡る環境整理

日銀は政策修正の背景として、債券市場の機能低下を挙げています。声明文では、年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面での機能低下を指摘しました。日銀が指値オペなどを通じて10年国債金利の上昇を抑え込んできた一方で、日銀の操作対象ではなかった超長期債の金利が大幅に上昇する中（図表1）、市場では10年国債の割高化などが指摘されてきました。日銀は、機能低下が続けば、企業の起債や金融環境に悪影響を及ぼすおそれがあるとしています。

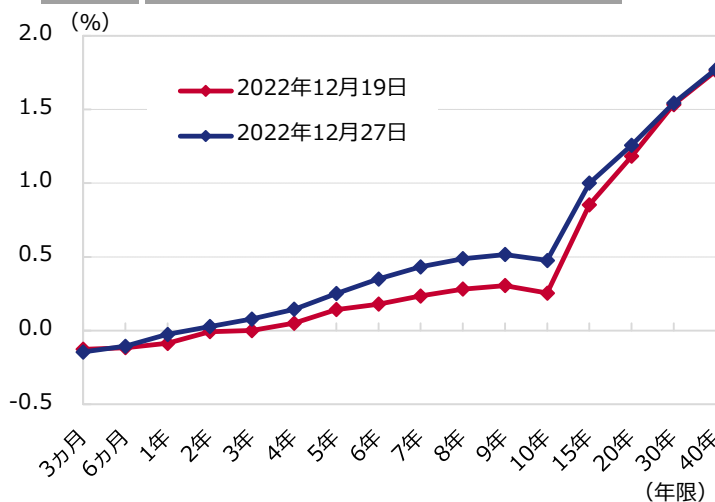
黒田総裁はじめ日銀関係者は、許容変動幅の拡大は事実上の利上げとなり、日本経済にとって好ましくないなどと発言していたことから、今回の見直しは金融市場に驚きをもって受け止められました。

これまでの日銀の金融政策等の推移を整理しますと（図表2）、2022年は日本の消費者物価（生鮮食品を除く、コアCPI）の前年比が4月には物価安定の目標である2%を超えました。欧米が金融引き締め動く中、国内金利にも上昇圧力が強まりました。それに対して、日銀は金融緩和を維持し、10年国債金利を0.25%に抑え込む姿勢を強く示し、海外金利との差が拡大する中で、為替は10月に一時1ドル150円超まで円安が進行しました。

次ページへ続く

※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。  
※上記図表などは、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。

図表1 日本国債のイールドカーブ



注：2022年12月19日は、金融政策見直しの発表の前日  
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

図表2 日銀の2013年以降の金融政策等の推移

2013年1月	政府と日銀による物価2%目標を掲げる共同声明発表
3月	黒田・日銀総裁就任
4月	「量的・質的金融緩和（大規模資産買い入れ等）」導入
2016年1月	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入
9月	「長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和」導入 総括的な検証の結果を公表
2018年7月	長期金利（10年物国債金利）の許容変動幅を±0.1%から±0.2%程度へ
2020年4月	コロナ禍対応で金融緩和を強化 長期金利の許容変動幅を±0.25%程度へ拡大
2021年3月	効果的で持続的な金融緩和実施のための点検結果を公表 強力に金利上昇を抑えるため「連続指値オペ制度」導入
2022年4月	CPI（生鮮食品を除く総合）が前年比+2%超え
4月	長期金利を0.25%で原則毎営業日指値オペ実施
10月	1ドル150円超へ円安が進行
12月	長期金利の許容変動幅を±0.5%程度へ拡大

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

こうした金利上昇を抑え込む政策により、日銀の年間国債買い入れ額は6年ぶりに100兆円を超え、日銀の保有国債は9月末時点で535兆円超と、国債・財投債の保有者割合で50%を超えました（9月末50.3%、図表3）。

コアCPIは、円安による輸入原材料価格の一段の上昇が価格に一部転嫁され、11月には前年比+3.7%にまで上昇しました。かねてより日銀は物価安定目標の達成は、賃金上昇を伴うことを重視してきましたが、物価上昇に対する生活防衛に加えて、人手不足もあり、賃上げの機運は従来になく高まりつつありました。そうした中、日銀審議委員からも、物価上昇の持続性や賃上げに対する期待、金融政策の点検・検証の必要性などへの言及がみられるようになっていました。

政府からも、あまりに硬直的な日銀の政策運営に疑問が呈される中、日銀は今回の修正に至ったと推察されます。

## 金利引き上げの開始は2024年か

金融政策の次の一手は、金融政策正常化に向けた動きとなるでしょう。具体的には、緩和バイアスの文言修正やマイナスにある短期政策金利の引き上げ、10年国債金利のターゲットの引き上げ、YCCの枠組み解除などとみられます。それは、国内外の景気、物価上昇と賃金上昇、為替などの動向が鍵を握ります。

海外景気は、とりわけ欧米が景気後退に入る公算が大きい状況です。日本経済は消費や設備投資の回復などにより底堅く推移するとみられますが、多少なりとも輸出や企業収益の減少などの景気への下押しは避けられないとみられます。また、海外の金利がピークアウトする中での日銀の金利引き上げにより、為替が急激に円高に向かう可能性（企業収益の下押し圧力）にも配慮する必要があります。

日銀が重視する賃金上昇は、2023年の春闘が注目されます。連合をはじめ、各労働組合が大幅な賃金引き上げ要求を掲げているほか、企業からも賃金引き上げの発表が相次いでいます。大企業を中心に春闘の賃上げ率は、2022年の2%程度から明確に上振れ、3%近傍に高まる可能性があるかと予想しています。これをもって、日銀審議委員の多くが物価上昇と賃金上昇の好循環が軌道に乗ったと判断するかどうか注目されます。

10月の金融政策決定会合では、若年層の住宅ローン借り入れが増加している点を挙げ、金利上昇時の影響に注意する必要性が指摘されていました。

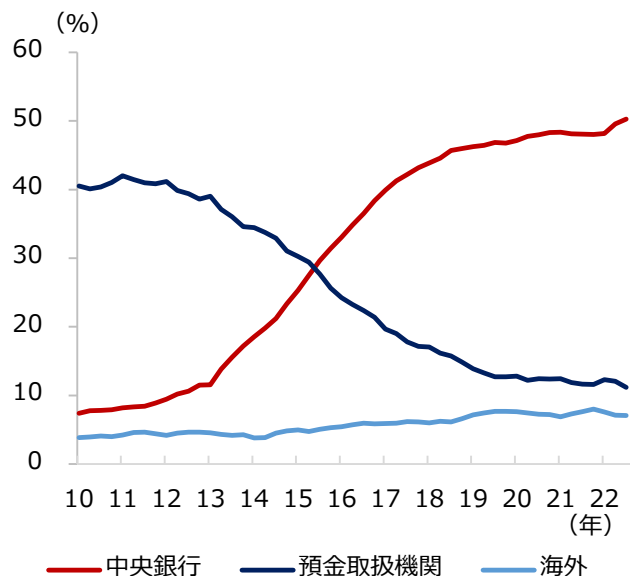
これらの要因を勘案すると、米国が利上げ終了・景気後退に向かうとみられる中、日銀が金融政策の引き締めへ舵を切るのは難しいとみられます。とりわけ金利引き上げは慎重に判断されるものとみられ、2024年以降となる可能性が高いと想定されます。

## 2023年の前半は要注意

ただし、スケジュールを確認しますと（図表4）、2023年前半は予断を持たずに動向を見極めていく必要があります。

2023年3月～4月は、日銀の総裁・副総裁の人事があります。新総裁・副総裁のもと、2%の物価目標とその政策手段について、より現実的な方向へ修正する可能性があります。具体的には、①2%の物価安定目標に向け、政府と日銀で連携して取り組むとした2013年3月の共同声明の見直しや、②これまで新たな政策の導入や修正時に行われてきた政策の点検・検証を行うことなどが考えられます。

図表3 国債・財投債の保有者構成比



期間：2010年3月末～2022年9月末（四半期）

注：国債・財投債に占める保有割合

出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 重要スケジュール

2023年	
1月中旬	通常国会召集
	日銀総裁・副総裁の人事発表予定
3月中旬	春闘集中回答日
3月19日	雨宮・日銀副総裁任期
3月19日	若田部・日銀副総裁任期
4月8日	黒田・日銀総裁任期

出所：報道等を基にアセットマネジメントOneが作成

物価は、電力・ガスなどのエネルギー価格は、政府の料金抑制策などの影響を受けますが、2023年入り後も、食料を中心に値上げが続く見通しで、コアCPIの上昇率は高止まりする可能性があります。

また、2023年前半は、欧米の金融引き締め局面が継続している可能性があり、日銀にとっては金融政策正常化の一步を踏み出すチャンスが残されているとも言えます。

金利の引き上げは、①物価上昇と賃金上昇の好循環が軌道に乗ったことを確認し、②米国の景気後退の脱出が見込まれる2024年以降とみています。もっとも、2023年のとりわけ前半は、欧米の金融引き締めの継続や国内の物価上昇率の高止まりが見込まれる中、日銀の総裁・副総裁の人事もあり、日銀の金融政策について予断を持たずにみていく必要があると考えます。

※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。

※上記図表などは、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。

# 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3.85%（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りますため、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2.09%（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。