

情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2023年2月13日

～もし日銀が金融政策を中立化したら～

長短金利操作を行っている日銀が昨年12月に、突如、長期金利の変動許容幅を拡大し、市場参加者を驚かせてから、更なる金融政策の変更に市場参加者は身構えている。本レポートでは、日銀が金融政策を中立化した場合に市況がどの程度変動するのかに焦点を当ててみた。その結果からは、長期金利は1%を超える水準までの上昇が見込まれる。仮に長期金利が1%まで上昇すると、為替は円がドルに対し7円ほど下落（円高進行）し、株価は、一時的ではあるが、およそ20%下落すると考えられる。具体的には以下の通りである。

そもそも、次の政策変更はどのようなものが考えられるのか。例えば、長短金利操作の操作対象としている長期金利の年限を短くすること（年限の短期化）や、長期金利の変動許容幅の更なる拡大（変動許容幅拡大）、長短金利操作自体の撤廃ということも考えられる。他にも選択肢はあるだろうが、筆者としてはここに掲げたいうち、年限の短期化、変動許容幅拡大の可能性が高いとみている。

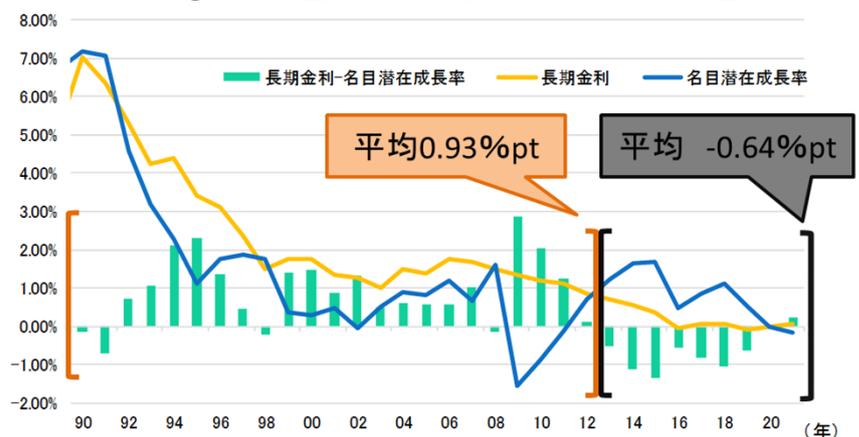
ただ、このレポートではやや一步踏み込み、長短金利操作を止めて、金融政策を中立化した状況を想定してみたい。このようなドラスティックな変化は、市場に与える影響も大きいとみられて、実際に行われるかは懐疑的である。しかし、それだけに「頭の体操」として、現時点でシミュレーションしておくことは肝要だろう。

では、仮に、金融政策を中立化したならば、長期金利はどこまで上昇するのか。筆者は、3つの分析から1%までの上昇は射程圏内とみる。

まず、長期金利と名目潜在成長率の乖離幅（スプレッド）の関係性からの分析（グラフ①）を紹介したい。

1990年～2012年（黒田総裁就任前年）までは、長期金利が名目潜在成長率を平均で0.93%pt上回っていた。直近の動向を踏まえて実質潜在成長率を0.2%と置き、物価上昇率については足許の物価上昇が一時的なものとみて、過去10年の平均値0.7%を用い、名目潜在成長率は0.9%と仮定する。先の0.93%ptというスプレッドを足し合わせると、長期金利は1.83%になるのでは、と弾かれる。

グラフ① 長期金利と名目潜在成長率の関係性



注：名目潜在成長率は、本資料では簡便的に、日銀が示している潜在成長率に消費者物価の伸び率を足した値としている。もっとも、消費者物価の伸び率については、一部、消費税の影響を調整している。

期間：1990年～2021年（年次データ）

（次頁に続く）

出所：グラフ①はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

もっとも、いくら中立化すると言えども、黒田体制の名残も意識されるとすれば、そこまでは上昇しないだろう。黒田体制下（本分析ではデータ制約の観点から2013年～2021年としている）のスプレッドと先に示したスプレッドの単純平均である0.145%を今後のスプレッドと仮定し、名目潜在成長率の仮定0.9%と合計すると、長期金利の推計値は1.045%となる。奇しくも、市場で意識されている1%という数値と近いものとなった。

また、筆者のモデルをもとに算出した場合には、1.4%となった。2000年以降をサンプル期間として、被説明変数は長期金利、説明変数は名目潜在成長率と黒田体制ダミー（黒田総裁が就任している期間にはダミー変数を入れている）として、回帰分析を行った。そこで得られたパラメータをもとに、名目潜在成長率をやはり0.9%として、ダミー変数は0（黒田総裁のような緩和的な金融政策は行われないと仮定）として、長期金利を推計すると1.4%となった。

最後に、日米金利差に基づくものである。2000年～2022年までの日米金利差の平均値は2.35%ptであった。米国の金利が仮に3.5%と仮定しよう。ここから、2.35%ptを引けば、日本の長期金利は1.15%になると計算される。無論、これは単純な試算に過ぎない。

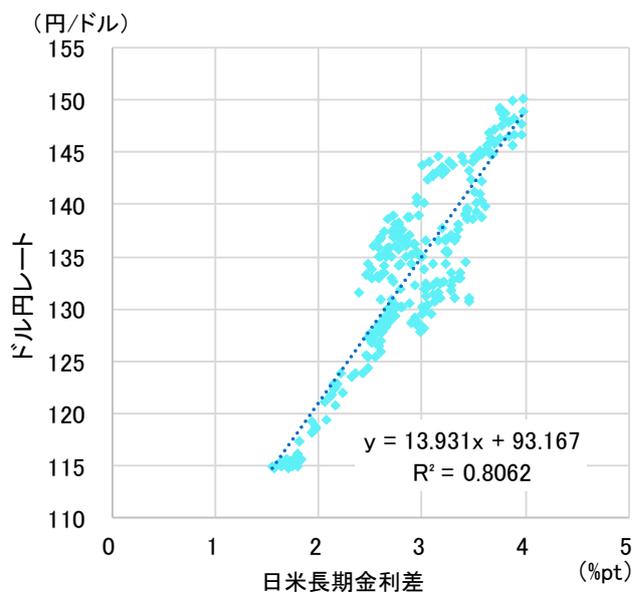
これら3つの分析は、いずれも簡便的分析に過ぎない。ただ、1%を超えてくる可能性が相応にあるということは分かった。心理的な節目ということを念頭に長期金利はひとまず、1%に到達するという前提をおいて、為替と株価を考えたい。

まず、為替、特にドル円については、日米長期金利差である程度の見当がつけられるだろう。非常に簡単な手法であるが、直近1年間のドル円レートと日米長期金利差をプロットし、近似線を引くとグラフ②のようになる。端的に言えば、日米金利差が1%pt変動すると、ドル円は14円程度変動する関係性がうかがえる。上述のとおり、日本の長期金利が0.5%pt上振れ、米国の長期金利が変動しなかったと仮定すれば、7円程度円高進行する形になりそうだ。執筆時の為替レート（1ドル131円72銭）をもとにすると、5.3%程度円高進行することになる。

最後に、株価についてである。今回の分析では、配当割引モデルを変形させ、予想EPS（1株当たり利益）を分子とし、分母は要求期待収益率とすることで、株価が得られるという前提を置く。翻って、分母と分子の変化から、株価の変化を見積もってみたい。

まず、予想EPSが円高進行によってどの程度悪化するかを考えてみよう。過去10年分の四半期データに基づくと、EBITDA（税引前利益に支払利息、減価償却費を加算した値）は、ドル円の変動に対して0.7程度の感応度を持っていた。予想EPSは変動が激しく試算に適さないため、この感応度を予想EPSの感応度に置き換えることにする。上述の5.3%の円高進行を当てはめれば、予想EPSは3.7%程度落ち込むことになると推測される。

グラフ② ドル円レートと日米長期金利差



期間：2022年2月8日～2023年2月9日（日次データ）

[\(次頁に続く\)](#)

出所：グラフ①はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

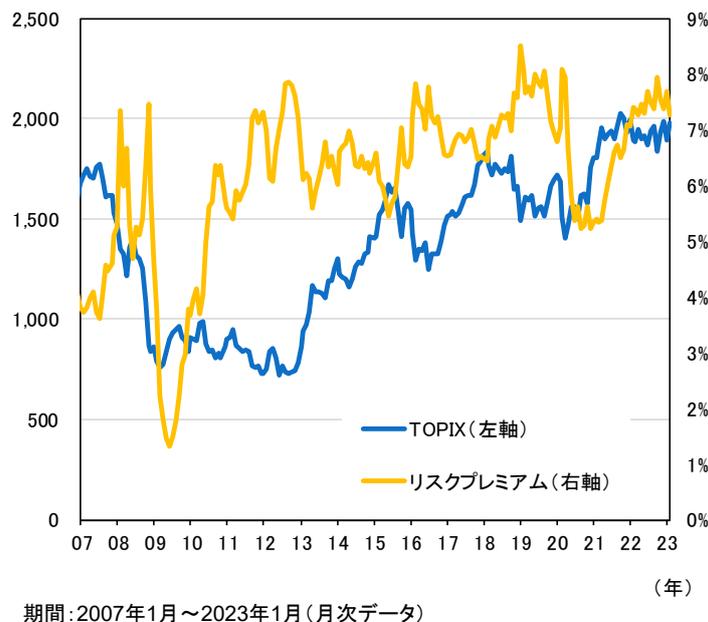
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

次に、分母の部分についても、考えてみたい。要求期待収益率は、ここでは簡単に長期金利とリスクプレミアムによって成立していると仮定する。前者の長期金利は、これまでの議論のとおり0.5%pt上振れると仮定するのだが、リスクプレミアムについても、一時的ではあるが、1%pt程度上振れると予想する。これは、過去、何らかのショックが発生した際に、リスクプレミアムが上振れていたこと、その結果として8%を超えるような場面が散見されていたこと、と照らし合わせれば違和感がない水準だろう。（グラフ③）

2023年1月末の要求期待収益率はおよそ7.75%であった。これが9.25%になると仮定すると、株価が16.2%下落する形になる。これは要求期待収益率の変化だけでの下落率の推計のため、これに予想EPSの落ち込みを加味すれば、株価は20%程度下落しうると見積もることができる。無論、リスクプレミアムは一時的な変動のため、この株価の下落についても一時的なもので、その後反発する余地がないわけではない。

最後に、ここで論じたことは、各種前提条件をもとに推計したものに過ぎない。前提条件が変われば、結果は変わりうる。元も子もない話だが、実際には起きてみないと真の姿はわからない。ただ、いざという時に、こうした推計が役立つこともありうる。筆者は既に、こうした推計も念頭に置きながら、投資判断を行っており、「その時」に備え始めている。

グラフ③ TOPIXとリスクプレミアム



出所：グラフ③は、(株)JPX総研、BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。