



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, CFA

2023年9月12日

**～日本の金融政策と長期金利の見通し～**

「この先の日本の金融政策はどうなるのか」という質問をメディアの記者の方々からよく頂き、いろいろな場面でこうした質問に直面する。

そのため、自分なりに今後の金融政策について整理した内容をここに記したい。

足許時点の筆者の見通しに過ぎないが、次のような政策変更のタイムラインを予想している。

**① 2024年1月にマイナス金利解除と長短金利操作の若干の変更**

**② その後、2024年7月に長短金利操作の撤廃**

①のマイナス金利解除については次のとおり考察している。来年1月になれば、日本におけるインフレ圧力の減衰あるいは持続、ということがはっきりしてくるだろう。また、春闘の動向も予想し易くなるだろう。この頃に何か動きがあるかとみている。インフレ圧力の減衰が見えてきたら「緩和の継続」のためにということで、インフレが持続していたら「インフレ対応」として、いずれにせよマイナス金利の解除をすると見込む。なお、3月や4月は年度の境目のため、企業への影響を踏まえて、政策変更を避けるのではないだろうか。

なぜ、マイナス金利解除を見込むかと言えば、やはり、今後の政策余地を設けるため、とみている。日銀の審議委員という立場にあった植田氏は、1998年5月の会合で「インフレ率ほぼゼロ、名目金利もほぼゼロ、まあせいぜい1%位というところまで、もってきてしまったのは失敗だった、という感じがしないでもない」と発言している。金融緩和の余地がなくなることへの問題意識は当時も今も変わらないのではなかろうか。とすれば、マイナス金利解除は今後の緩和余地を設けるためにも行われうるとみている。

なお、その際に、長短金利操作についても若干の変更が行われるかもしれない。例えば、許容変動幅を1.5%に拡大するなどして、長短金利操作の形骸化を進めるかもしれない。ただ、マイナス金利解除に伴い、長期金利が大幅に上振れ、收拾がつかなくなるようリスクに対処すべく、長短金利操作の撤廃は半年程度先になると予想する。

そうして、2024年7月には、債券市場における「新しい金利観」のようなものが醸成されて、長期金利が安定化したところで、長短金利操作はその役目を終えるのではないだろうか。特に、金融政策の「わかりやすさ」という観点からそのように見込む。植田氏は、金融政策についてわかりやすさを重視している。現に、総裁候補者として名前が挙がった際に、自宅前で記者からの質問に対して、「学者でずっときましたので、いろいろな判断は論理的にすることと、説明をわかりやすくすることが重要かと思います。」と答えた。こういった発言から、わかりにくいとの批判を浴びがちな長短金利操作は、撤廃に向かうとみている。

**(次頁に続く)**



## T&amp;D 保険グループ

4月の金融政策決定会合で実施を決定・公表した金融政策の「多角的レビュー」が、「1年から1年半かけて行う」とされていたが、もし仮に、先述した通り政策変更がなされるとすれば、タイミングとしては、「多角的レビュー」の終了時期とほぼ同時期に、一連の政策修正が終了する形になりそうだ。

さて、債券市場参加者にとっての問題は、来年1月に金融政策変更がなされた際に、長期金利が変動するのか、またどの程度変動するのか、といったところだろう。筆者の推測ではあるが、1.0%程度への上昇を目安としつつ、場合によっては1.0%を超える上昇もあり得るとみている。

過去1年程度振り返ると、金融政策修正時（微修正も含む）には、長期金利のレベルシフトが起きている（グラフ①）。また、金融政策変更に絡むダミー変数（各政策変更前にダミー変数を入れている）を設けた回帰式を次の通り想定し、重回帰分析を行った。

$$JGB_{10} = \beta_0 + \beta_1 US_{10} + \beta_2 D_1 + \beta_3 D_2$$

その結果、次のとおりとなった。

$JGB_{10}$ : 日本の長期金利

$US_{10}$ : 米国の長期金利

$D_1$ : ダミー変数1（2022年8月1日～2022年12月19日に1）

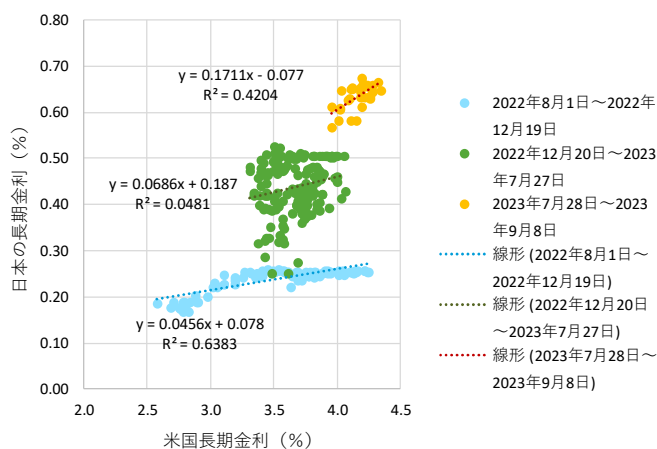
$D_2$ : ダミー変数2（2022年12月20日～2023年7月27日に1）

$$JGB_{10} = 0.417 + 0.052US_{10} - 0.363D_1 - 0.171D_2$$

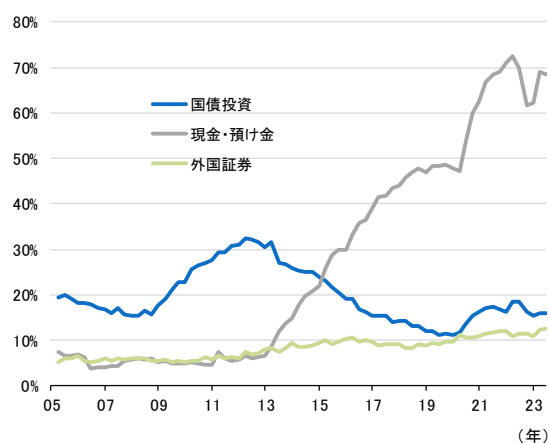
過去、金融政策により、統計的に有意なレベルで長期金利は下押しされていた格好であり、政策修正の都度、長期金利は上振れしてきた。もっとも、これは過去の話に過ぎず、今後も政策修正により金利が上振れる保証はない。しかし、先行きについても、政策修正時には、それなりに金利上昇圧力が生じるのではないかと、勘繰ってしまう。今年2月13日のフォワード・ルッキング・リサーチ「もし日銀が金融政策を中立化したら」でも金利上昇について触れたが、程度は別として、相応に金利上昇圧力が生じるだろう、という見通しは今も変わっていない。

ただ、金融機関の需要にも着目したい（グラフ②）。国内銀行の国内支店は、現金・預け金を厚めに保有している状況にある。外国証券への投資は伸び続けているものの、高いヘッジコストやリスク管理等の観点から、更なる伸びは限られる見通しである。そうしたなかで、今後、長期金利が上昇してくるとすれば、国債投資を活発化させる展開が予想される。よって、日本の長期金利の上振れは、程度も限られるだろう。ひとまずは1.0%をメインシナリオとしつつ、更なる上振れもありうると予想する。

グラフ① 日米長期金利の関係性



グラフ② 国内銀行の資産の状況（ローンを除く）



期間：2022年8月1日～2023年9月8日（日次データ）

期間：2005年1月～2023年6月（月次データ）

出所：BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

2

【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。