

Topics

- ▶ 日銀は2024年3月の金融政策決定会合でマイナス金利政策、長短金利操作などを終了し、金融政策を転換。ただし、今回の決定による経済や市場への影響は限定的。
- ▶ 重要なのは今後の利上げペースと政策金利の到達点。今後、早ければ年内に次の利上げの可能性。ただし、利上げペースは緩やかで、政策金利の到達点も高くない見通し。
- ▶ 今後1～3年を見通すと、一定程度の金利上昇、円安ドル高の修正、景気刺激効果の剥落、投資資金の流れの変化が起こる可能性。財政等にも影響が生じるリスクがある。

ストラテジスト 中野 貴比呂

日銀はマイナス金利政策などを終了

日銀は3月18～19日に開催した金融政策決定会合（以下、会合）で、長短金利操作やマイナス金利政策の終了などを含む金融政策の枠組み変更を決定しました（図表1）。金融政策の操作目標は無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更され、誘導目標は0.0～0.1%とされました。決定前の短期金融市場ではおおむね▲0.1～0.0%の範囲で動いていたため、0.1%ポイント程度水準が上がることとなります。今回決定を受けた無担保コールレートの上昇幅は小幅で、水準も極めて低いまです。

一方、大手金融機関は住宅ローンの変動金利などに影響する短期プライムレートを据え置きました。既存の住宅ローンの変動金利の多くは上がらないとみられます。

以上を踏まえると、今回に限れば金融政策変更の影響は限定的と考えます。ただし、マイナス金利からプラス金利への転換という象徴的な出来事であるため、各種マインドに想定外の影響が出る可能性に注意が必要です。

今後の利上げのペースと到達点

日銀は3月会合で物価目標実現を見通せる状況と判断しました。そのため、日銀は利上げ局面に入ったとみられ、今後は利上げのペースと政策金利の到達点が注目されます。3月会合後の植田総裁の会見ではテイラールール、中立金利などの話題も出ており、政策金利の到達点に対する市場参加者の関心は高いと考えられます。また、国債やETFなど買い入れた資産の縮小ペースも注目されます。

利上げによる政策金利の到達点は潜在成長率の影響を受けると考えます。潜在成長率が低いと高い収益率が期待できる投資案件が減少し、高い金利では資金需要が減少するため、政策金利の到達点は低くなると予想されるからです。足元の日本の潜在成長率は内閣府や日銀の推計で0～1%程度となっています（図表2）。日本や日本以外の国の潜在成長率、物価、金利、金融政策の動向などを踏まえると、今回の局面では日銀や市場参加者は政策金利の到達点を0.5～1.0%程度と考えるのではないかと予想しています。経済や物価動向次第ですが、早ければ日銀は年内に次の利上げを行う可能性があります。ただし、利上げのペースは景気などに配慮して緩やかなものになり、買い入れた資産の縮小も市場に配慮して実施される見込みです。そのため、大幅な政策金利や市場金利の上昇にはならないというシナリオを想定します。以下では、このシナリオ下における、今後1～3年程度の期間における経済、金融市場、財政等への影響について検討します。

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。

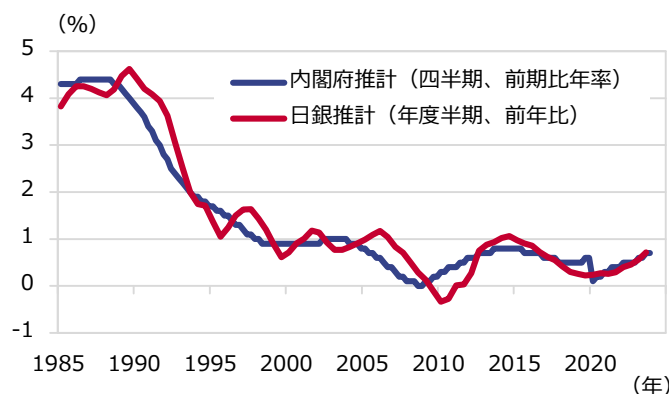
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 日銀2024年3月会合における公表文の内容の要約

物価	<ul style="list-style-type: none"> ・賃金と物価の好循環を確認 ・2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せる状況と判断 ・オーバーシュート型コミットメントは要件を充足
金融政策の枠組み	<ul style="list-style-type: none"> ・長短金利操作付き量的・質的金融緩和とマイナス金利政策は終了 ・無担保コールレート（オーバーナイト物）を0～0.1%程度で推移するように促す ・当座預金のうち所要準備額相当部分を超える部分に0.1%の付利
先行き	<ul style="list-style-type: none"> ・当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている
資産買い入れ	<ul style="list-style-type: none"> ・長期国債はこれまでと同程度買い入れ（月6兆円程度）、長期金利急上昇時は買い入れ額の増額や指値オバ、共通担保資金供給オバなどを実施 ・ETFとJ-REITは買い入れを終了 ・CP等・社債等は1年で段階的に買い入れを終了

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 日本の潜在成長率の推移



期間：内閣府推計は1985年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）、日銀推計は1984年度下期（1984年10月-85年3月、1985年3月末に表示）～2023年度上期（2023年4月-9月、2023年9月末に表示）。注：内閣府推計は四半期の前期比年率、日銀推計は年度半期の前年比。グラフの値は四半期または年度半期の最終月のデータとして表示した。出所：内閣府、日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

日銀の利上げの経済への影響

最初に経済への影響です。金利上昇は景気を抑制するため、今後利上げが進めば金融緩和による景気刺激効果は一定程度剥落します。一方、今後の利上げ幅は小幅とみられ、経済全体では景気抑制効果は限定的と予想します。

ただし、企業や家計によって資産と負債、収支の状況が異なるため、個々の影響は異なります。個別に見ると厳しい状況に直面する企業や家計もあるとみられます。

日銀の次回利上げの際には短期プライムレートも上昇する見込みです。その場合、変動金利の住宅ローンの利息負担は増加するため、変動金利の住宅ローンを抱える家計は利上げの影響を受けることになります。家計の消費行動に一定の変化が出る可能性があります。

また、今後の利上げは経営が厳しい企業の退場を促す可能性があります。その場合、新陳代謝が進み産業構造が転換するような前向きな動きではなく、市場からの撤退だけが相次ぎ経済の縮小に至らないか注意が必要です。

日銀の利上げの金融市場への影響

続いて金融市場への影響です。債券市場では、利上げによる金利上昇で債券価格は下落しますが、利回りは高くなります。今後利上げが進めば、国内債券の相対的な魅力が高まる可能性があります。主要中銀の中で最後までマイナス金利を続けていた日銀の政策転換で世界的な金利水準が従来よりも上がる可能性もあります。日銀は国債を大量に買い入れてきましたが、今後予想される日銀の国債買い入れ縮小は金利上昇要因となる可能性があります（図表3）。ただし、日銀は過度な金利上昇を招かないペースで縮小を進めると予想します。

外国為替市場では、日銀の利上げが進めば、内外金利差が縮小し、円安から円高傾向に転じる可能性があります。内外金利差縮小から低金利の通貨で資金調達をして金利の高い通貨で運用するキャリートレードの巻き戻しが進めば、投資されていた資産の価格に影響する可能性があります。

これらの結果、国内資産の相対的な魅力が高まり、外国債券などへの投資資金が国内債券に回帰するなど、投資資金の流れが一定程度変化する可能性があります。

株式市場では、今後利上げによる景気刺激効果の剥落、円安傾向の転換、日銀が保有するETFの処分に対する思惑などが、株価の重しとなる可能性があります。

日銀の利上げの財政等への影響

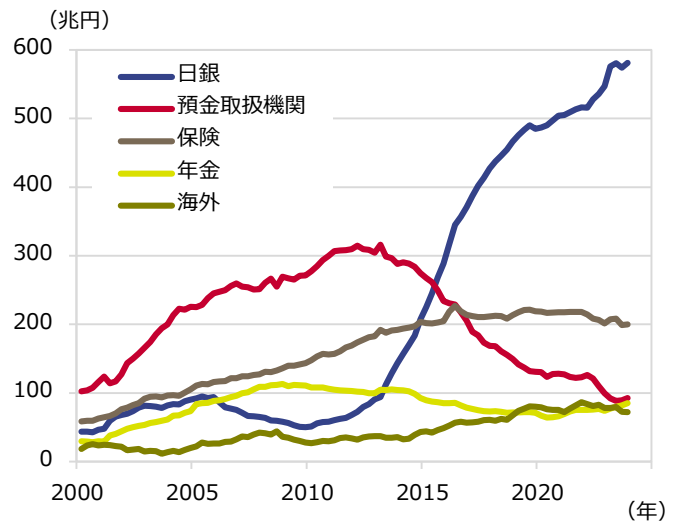
最後に財政等への影響です。金利上昇は国債の利払い増加につながり、財政を圧迫するため、歳出削減圧力や増税圧力を高める可能性があります。そして、国債の利率が名目GDP成長率を上回ると、国債残高の対名目GDP比率上昇要因となります。国債の利率と名目GDP成長率の関係は局面によって異なりますが、名目GDP成長率が伸び悩んだ場合、財政懸念が強まる恐れがあります（図表4）。

類似する論点として、日銀の財務の健全性があります。大量の買い入れ資産を保有したまま利上げを行う場合、短期金利市場の金利誘導を円滑に行うため、利上げに伴い当座預金への付利も引き上げると予想されます。この場合、日銀の民間金融機関に対する利払いが増加し、日銀の収支が悪化する可能性があります。一時的に懸念が高まる可能性があるものの、急速な利上げでなければ保有資産による利息収入もあるため、信認を根本から揺るがすような事態には至らないと予想します。なお、これらの日本の財政や日銀の財務の健全性に関する論点は、逆に政策金利の上限を制約する要因になる可能性もあります。

※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。

図表3 日本の国債の保有残高の推移

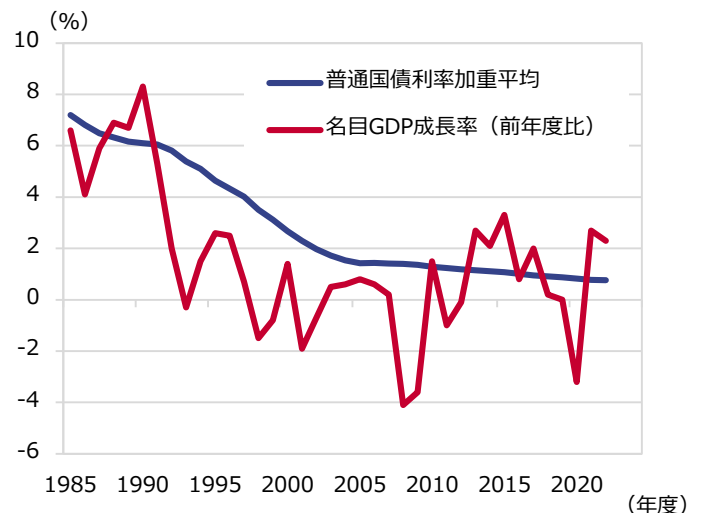


期間：2000年1-3月期～2023年10-12月期（各四半期末）

注：国債・財投債のデータ

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 日本の普通国債利率加重平均と名目GDP成長率の推移



期間：1985年度～2022年度（年度ごと）、1994年度以前の名目GDP成長率は簡易遡及の値を使用。

出所：内閣府、財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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。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。