



2020年1月20日  
三井住友DSアセットマネジメント  
シニアストラテジスト 市川 雅浩

## 市川レポート

## 日銀金融政策で「量」の役割は一段と後退か

- 日銀は量を操作目標としていないが拡大の目安は残し、国債やETFの買い入れを弾力的に実施。
- ただ国債残高の年間増加額は近年約80兆円を大きく下振れ、ETFも昨年は約6兆円に達せず。
- 金利に軸足を置きつつ量の役割を後退させることは健全な手法であり市場は引き締めと解釈せず。

## 日銀は量を操作目標としていないが拡大の目安は残し、国債やETFの買い入れを弾力的に実施

日銀は1月20日、21日に金融政策決定会合を開催し、長短金利操作および資産買い入れ方針の現状維持を決定する見通しです。年初は米国とイランの対立で中東情勢が緊迫化しましたが、全面衝突の回避で市場の混乱は短期間で解消されました。その後は、米中が1月15日に第1段階の合意に署名し、米主要株価指数が連日で過去最高値を更新するなど、外部環境は落ち着きを取り戻しており、少なくとも日銀が追加緩和を急ぐ状況にはありません。

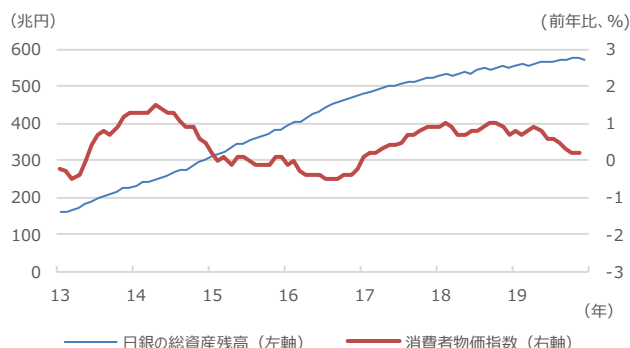
日銀の金融政策における現在の操作目標は、「量」ではなく「金利」ですが、量の拡大目安は維持されています（図表1）。なお、長期金利は、ゼロ%程度からプラスマイナス0.2%程度の変動が容認されており、柔軟な操作が行われています。一方、量についても、国債やETFの保有残高の年間増加額は、それぞれ約80兆円、約6兆円という目安が示されつつも、実際はかなり弾力的に運用されています。

【図表1：現行の日銀金融政策】

イールドカーブコントロール	
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。
長期金利	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、保有残高の増加額年間約80兆円をめどに、弾力的な買い入れを実施。金利は上下にある程度変動しうる。
資産買い入れ方針	
ETFおよびREIT	保有残高が、それぞれ年間約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を行う。買い入れ額は上下に変動しうる。
CP等、社債等	それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持。
フォワードガイダンス	
物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれるおそれに必要な間、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。	
オーバーシュート型コミットメント	
2%の物価目標の実現が、安定的に持続するまで、現行の政策を継続。物価が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続。	

(出所) 日本銀行の資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：日銀の総資産残高と消費者物価指数】



(注) データは2013年1月から2019年12月（消費者物価指数は2019年11月まで）。消費者物価指数は生鮮食品を除く総合で、消費税率引き上げの影響を除く。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



## ただ国債残高の年間増加額は近年約80兆円を大きく下振れ、ETFも昨年は約6兆円に達せず

そこで具体的に、日銀が保有する国債残高の年間増加額を確認してみます。年間増加額について、約80兆円の目標値が掲げられたのは2014年10月でした。その後、2015年の年間増加額は約74.6兆円となり、2016年は約85.5兆円に達しました。しかしながら、2017年は約30.2兆円に急減すると、2018年は約26.9兆円、2019年は約13.8兆円と減少傾向が続き、すでに約80兆円の目標値から大きく下振れています。

次に、日銀が保有するETFの年間増加額を確認します。年間増加額について、約6兆円の目標値が掲げられたのは2016年7月でした。その後、2017年の年間増加額は約6.1兆円となり、2018年は約6.3兆円に拡大するなど、いずれも目標値を超えて保有残高が増加しました。しかしながら、2019年は約4.7兆円の増加にとどまり、目標値を下回る結果となりました。

## 金利に軸足を置きつつ量の役割を後退させることは健全な手法であり市場は引き締めと解釈せず

このように、量に関する政策は現在、極めて柔軟に行われています。日銀は金利操作、具体的には長短金利の操作に軸足を置いているため、それが機能している限り、国債残高の年間増加額に関する目標達成の必要性は低下します。ETFについても同様で、株価のリスクプレミアムの拡大傾向が顕著にならない限り、年間増加額に関する目標達成の必要性は低下します。

市場もこの点は認識しており、日銀がこの先、目標値を残したまま、量の役割を一段と後退させたとしても、市場がそれを「量的引き締め」と解釈し、動揺する恐れは小さいと思われます。量的・質的金融緩和が導入された2013年4月以降、日銀は量の拡大に努め、バランスシートは急激に拡大しました（図表2）。物価との費用対効果を踏まえ、金利に軸足を置きつつ、量の役割を後退させることは、むしろ健全な手法と考えます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会