

## 日銀、買い入れ額に柔軟性を持たせる

日銀は過去、政策変更が無い場合、会合の結果を少なくとも後場取引開始前にアナウンスしてきたため、まさか(大きな)変更があるのではといった反応が為替市場、小幅ながら国債市場で見られました。しかし、修正は市場の予想範囲内で、声明全体のトーンは、どちらかというとハト派(金融緩和を選好)的な面が多いように思われます。

### 日銀金融政策決定会合:「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」として公表

日本銀行(日銀)は、2018年7月31日、金融政策決定会合の結果を公表、大規模な金融緩和で膨らむ副作用を軽減するため、従来の金融政策を微修正しました。ただし、短期金利をマイナス0.1%とし、長期金利を0%程度に抑える枠組みは維持しました。

日銀の声明文のタイトルは「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」となっています。日銀は18~20年度の物価上昇率の見通しを4月時点の見通しから引き下げ中、金融緩和の一段の長期化を示唆するタイトルとなっています。

### どこに注目すべきか: 副作用、国債購入、フォワードガイダンス

日銀は過去、政策変更が無い場合、会合の結果を少なくとも後場取引開始前にアナウンスしてきたため、まさか(大きな)変更があるのではといった反応が為替市場、小幅ながら国債市場で見られました(図表1参照)。しかし、修正は市場の予想範囲内で、声明全体のトーンは、どちらかというとハト派(金融緩和を選好)的な面が多いように思われます。

事前のメディアの報道もあり、日銀には、長引く金融緩和政策の副作用への配慮が期待される一方、物価上昇率見通し引き下げの中で、いかに金融緩和姿勢を維持するかという困難に直面していました。声明文の内容に基づけば(黒田総裁の会見内容は本文に反映されていない)、市場の想定に近く、市場の変動は抑えられた格好となっています。

まず、副作用を簡単に振り返れば、量的金融緩和による国債購入で市場の流動性が枯渇、取引不成立が見られます(図表1参照)。日銀の国債保有割合は4割を超えています(図表2参照)。日銀の国債購入により、国債市場の価格形成などは、ほぼ機能停止の状況です。

その他の副作用として、金利(特に長短金利利回り格差)低下による銀行等の収益低下や、株式市場における株価指数連動型上場投資信託(ETF)購入も市場の価格形成をゆがめているとの指摘もあります。

公表された金融政策を振り返ると、副作用への配慮を示しつつも、(配慮が)利上げを想定させるリスクの回避にも注意を払った内容と見られます。

まず、声明のタイトル、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」で会合結果の方向性をハト派としています。また政策金利のフォワードガイダンスの導入も意思表示という点でハト派寄りです。(利上げ前に)来年に予定されている消費税引き上げの影響を見る必要性を述べたとも解釈できそうです。目先の利上げの可能性低下が示唆されたことも、公表直後(13時頃)の国債利回り低下を促したと見られます。

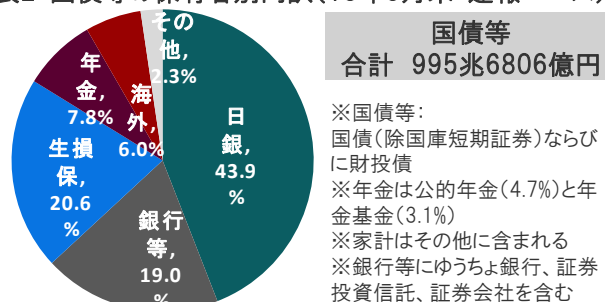
ETFの購入は市場を幅広く代表するTOPIX型を増やすも、購入総額は6兆円前後で影響は限定的と見ています。

ただ国債購入については、80兆円を目処という言葉は残しつつ、「弾力的な買い入れを実施する」と述べています。この意味は、実際の運営(指値水準等)で確認する必要がありますが、国債利回り変動幅の拡大を示唆しており、将来的には金融引締めの可能性を示唆する表現と思われる。

図表1: 日本10年国債利回りの推移と取引不成立日



図表2: 国債等の保有者別内訳(18年3月末:速報ベース)



出所: 日本銀行の資金循環統計を使用しピクテ投信投資顧問作成

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。