



～日銀金融政策決定会合（2023年10月）～

YCCの柔軟化を決定し、長期金利の1%超えを容認 東京海上アセットマネジメント 投信情報部

日銀は7月会合に続き、YCCを柔軟化

日銀は10月30、31日に開催した金融政策決定会合で、大規模な金融緩和を維持した上で、YCC（イールドカーブ・コントロール）の運用を再び柔軟化することを決定しました（図表1）。

具体的には、これまで1.0%を長期金利の事実上の上限としていたものから「上限の目途」に見直したほか、連続指値オペで厳格に金利を操作するのではなく、大規模な国債買い入れを機動的なオペで金利操作を行う方式に変更し、1.0%を一定程度超えることを容認しました。日経新聞電子版が30日に、『日銀、金利操作を再修正へ 長期金利1%超え柔軟に』との見出しの記事で報じられた内容に沿った決定内容となりました。

YCCの再柔軟化を決定した背景には、米長期金利（10年国債利回り）に上昇圧力が高まるなか、日本の長期金利が事実上の上限としていた1.0%の水準に近づいていることが挙げられます（図表2）。こうした市場環境のなか、国債買い入れの規模が膨らめば、債券市場の流動性低下などの副作用が増大することから、前もってYCC運用の柔軟性を高める狙いがあったと考えられます。

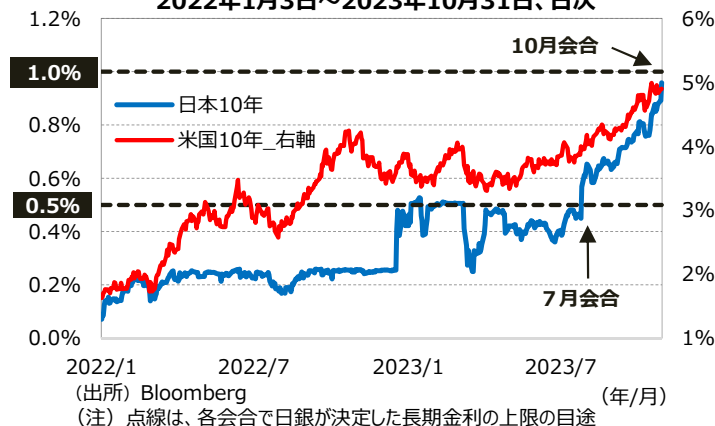
また、為替動向も日銀の政策判断に影響を与えた可能性があります。為替市場では、日米金利差の拡大を背景に、1米ドル＝150円を超える水準まで円安米ドル高が進行していきます（図表3）。米国では高成長と雇用のひっ迫が続くなか、FRBによる金融引き締めが長期化すると観測が高まっており、米長期金利は一時5%台と16年ぶりの水準まで上昇しました。

【図表1 YCCの柔軟化について】

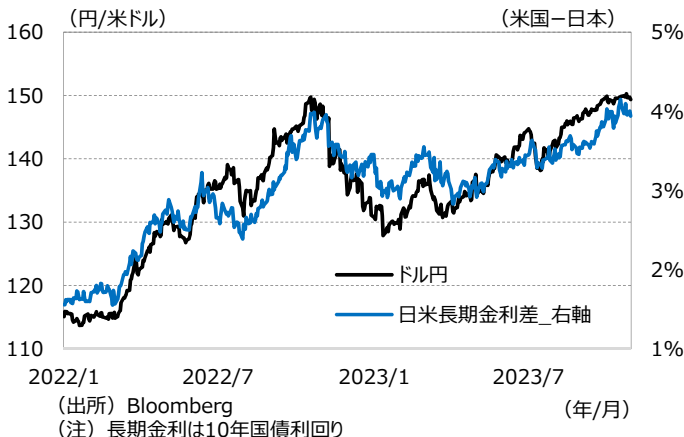
| | 長期金利の操作 |
|--------------|--|
| 10月会合 | 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする。 その際、 長期金利の上限は1.0%を目途 とする。 |
| 2023年7月会合 | 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする。 その際、 長期金利の変動幅を「±0.5%程度」を目途とし、1.0%の利回りでの指値オペを 、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、 実施する 。 |
| 2022年12月会合以降 | 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする。 その際の長期金利の変動幅を「 ±0.5%程度 」とし、 0.5%の利回りでの指値オペを 、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、 実施する 。 |

（出所）日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

【図表2 日米の10年国債利回りの推移】
2022年1月3日～2023年10月31日、日次



【図表3 ドル円と日米長期金利差】
2022年1月3日～2023年10月31日、日次



※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

日銀が長期金利の上昇を抑え込めば、高金利通貨の米ドルに資金が流入しやすくなり、更なる円安を招きかねない状況にあります。日銀が一定程度の長期金利の上昇を容認することで、一方的な円安進行に歯止めをかける狙いもあったとみられます。

物価見通しは3年連続で3%程度に

金融政策決定会合後に公表された展望レポートでは、前回（7月）から物価見通しが上方修正されました（図表4）。2023年度、2024年度の消費者物価指数（生鮮食品を除く）は7月時点からともに前年度比+2.8%へ上方修正され、前年度比+3.0%（実績）となった2022年度から3年連続で、日銀が目指す2%の『物価安定の目標』を上回る見通しが示されました。会合後の記者会見で植田日銀総裁は、物価見通しが上振れた理由について、「第1の力は輸入物価の上昇が国内の物価に及んでいることで、第2の力は国内の賃金と物価が好循環で回っていくことを意味する。今回の見通しが上振れた主因は第1の力が長引いていることや、このところの原油価格の上昇だと判断している」と述べ、原油価格上昇など供給側の要因による影響が大きいとの認識を示しました。

また、基調的な物価動向を示す消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く）は2023年度に加え、2024年度、2025年度の2%の達成が視野に入りつつあり、YCCの撤廃やマイナス金利解除が近づいている点を示唆する内容と言えます。

マイナス金利解除に向けた今後の注目点

これまで植田日銀総裁は、2%の『物価安定の目標』の達成が見通せれば、マイナス金利の解除に踏み切る可能性を示唆しています。ただし、マイナス金利解除を左右する材料として、物価情勢以外に、①賃金動向、②海外経済、③市場環境などが挙げられます（図表5）。

1点目の賃金動向については、物価の上昇を通じて賃上げの持続性を高めるといふ好循環が定着するかがカギを握ると考えられます。その意味で来年の春季労使交渉で高い賃上げ率が実現するかが注目されます。

2点目の海外経済については、特に米国経済が重要となります。米国ではインフレ率が低下する一方で、経済が底堅く推移するソフトランディング（軟着陸）の可能性が高まっているものの、累積的な利上げ効果により景気後退に陥れば、わが国の経済や物価に悪影響を及ぼす可能性があります。

【図表4 経済・物価見通し（展望レポート）】

| | 実質GDP | 消費者物価指数 (生鮮食品を除く) | 消費者物価指数 (生鮮食品及び エネルギーを除く) (前年度比) |
|---------------|---------------|----------------------|---|
| 2023年度 | 2.0% ↑ | 2.8% ↑ | 3.8% ↑ |
| 7月時点 | 1.3% | 2.5% | 3.2% |
| 2024年度 | 1.0% ↑ | 2.8% ↑ | 1.9% ↑ |
| 7月時点 | 1.2% | 1.9% | 1.7% |
| 2025年度 | | 1.7% ↑ | 1.9% ↑ |
| 7月時点 | 1.0% | 1.6% | 1.8% |

(出所) 日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成
(注) 政策委員見通しの中央値

【図表5 マイナス金利解除を左右する材料】

| | |
|-------|---|
| ①賃金動向 | 賃金と物価の好循環の実現に向け、来年の春闘で高い賃上げ率が実現するか |
| ②海外経済 | 金融引き締めが継続する中で、米国経済が底堅さを維持するソフトランディング（軟着陸）が実現するか |
| ③市場環境 | 為替市場や株式市場などが安定的に推移するか。急激な円安が進行すれば、マイナス金利解除の可能性 |

(出所) 各種報道資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

3点目は為替市場や株式市場などの市場環境であり、特に為替の動向が金融政策に与える影響は大きいと考えられます。米金融引き締めが長期化したり、中東を巡る地政学リスクの高まりから原油価格が急騰すれば、一段と円安が進行することが予想されます。その場合、円安に歯止めをかけるべく、日銀は更なる金利の上昇を容認する形でマイナス金利の解除に踏み切る可能性があります。

今回の金融政策決定会合では、2%の『物価安定の目標』の達成とともに、マイナス金利の解除が視野に入りつつあることが示唆されました。早ければ、日銀は来年1月にマイナス金利を解除するとの見方もあります。ただし、植田日銀総裁はマイナス金利解除の時期について「決め打ちできない」と述べており、上記のような様々な外部要因で解除時期が前後する可能性があることには留意が必要です。

10月会合の結果を受けた長期金利見通し（今後1年程度）

植田日銀総裁は記者会見でYCCの再柔軟化について、物価見通しの上振れと大幅な米金利上昇を背景とした、金利や為替のボラティリティ（変動率）増大と副作用（債券市場の流動性低下等）を防ぐ観点からの早めの対応であると述べました。物価見通しの上振れについては、物価上昇を第一の力（輸入物価からの経路）と第二の力（国内賃金・物価の好循環）に区分した上で、足もとの物価上振れの大部分はいずれ収束するとみられる第一の力によるものであって第二の力は大きくなく、物価上昇への対応が遅れるビハインド・ザ・カーブ（後手に回る）に陥るリスクはそれほど高くないとの認識を示しました。

欧米では高い政策金利が継続するもとの、半年程度景気の減速が見込まれることを踏まえると、春闘の結果を確認し、第二の力が十分に強くなっていくことを見通せる来春以降に、日銀はYCCの撤廃・マイナス金利解除に踏み切ることが予想されます。その後、日銀は連続利上げに追い込まれることなくグローバルな景気減速下での賃金・物価動向を確認した上で、利上げのタイミングを見極める猶予を得られると考えます。具体的には早ければ来年4～6月期にマイナス金利解除・YCC撤廃を行った後1年以上の間隔を置いた後（その間グローバルに景気減速）、年間50bp程度の利上げペースで名目中立金利2%程度を目指すイメージを持っています。

当該シナリオを前提にすると足もとの適正10年金利は1.2%、1年後には1.4%を目指す展開を予想しています。ただし、米景気の減速により米金利が低下した場合、1%割れの状況が続くことも想定されます。

投資信託にかかるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。

投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が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。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかる費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.3%（税込）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
- 保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限 年率1.9525%（税込）
※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。
- その他の費用・手数料・・・監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

<ご注意>

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメント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います。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

サービスデスク 0120-712-016

（受付時間：営業日の9：00～17：00）

商号等：東京海上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361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

【一般的な留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報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。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。