



TOKIO MARINE
ASSET MGT

2021年3月22日

～日銀金融政策決定会合（2021年3月）～

「より効果的で持続的な金融緩和のための点検」
を受けて、現行の政策を修正

東京海上アセットマネジメント
投信情報部 岡 圭佑

金融緩和の点検結果を公表

3月18、19日の金融政策決定会合において、日銀は「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、①貸出促進付利制度の創設、②長期金利の変動許容幅（±0.25%）の明確化、③ETF及びJ-REITの買入れペースの柔軟化などの政策修正を決定した（図表1）。

点検については、2020年12月の金融政策決定会合で、新型コロナウイルス感染症の影響により、経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想される状況を踏まえ、経済を支え、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、今会合を目途に実施することを既に決定していた。点検を受けた政策修正の内容は、概ね事前の報道に沿ったものとなった。

主な修正内容①：貸出促進付利制度の創設

日銀は、金融機関が預け入れる日銀当座預金残高の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用し、これを短期金利の操作水準としている（以下、マイナス金利政策）。今会合で創設を決定した「**貸出促進付利制度**」は、**短期金利を現行の▲0.1%から引き下げる際の副作用対策として位置づけられる。**

マイナス金利政策は、銀行に活発な融資を促すことを目的として2016年1月に導入することが決定され、その後市場が急変した際には円高圧力の軽減にも効果を発揮してきた（図表2）。特に、円高進行時には日銀内で追加緩和の手段としてマイナス金利の引下げが議論の俎上に上がることもあったが、金融機関の収益悪化など副作用への懸念から見送られてきた経緯があり、市場参加者の間ではマイナス金利の更なる引下げに対して懐疑的な見方が根強かった。

今会合で決定した**貸出促進付利制度は、日銀の貸出支援基金（※）の残高に応じ、金融機関が預けている日銀の当座預金残高に上乗せ金利を付与するもの**である。例えば、短期金利を▲0.2%に引き下げた場合、

（※）日銀が金融機関の積極的な融資を促すために導入した資金供給策。金融機関が環境や医療など成長分野の企業に融資を促進するための「成長基盤強化支援資金供給」、金融機関による貸し出しの増加を目的とする「貸出増加支援資金供給」、大規模な災害にかかる被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するための「被災地金融機関支援オペ」、新型コロナウイルス感染症の拡大による影響を受けた企業の資金繰りを支援するための「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」がある。

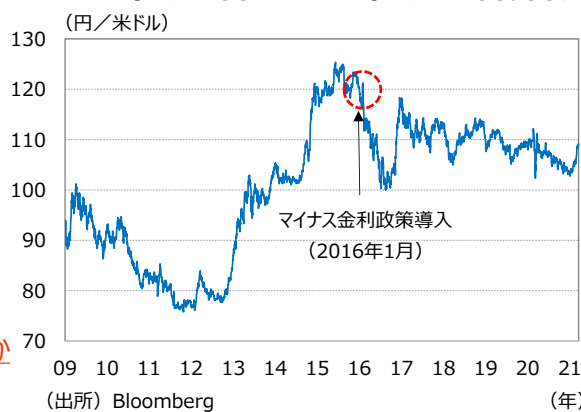
※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

【図表1 点検後の金融政策の主な修正内容】

点検	長短金利操作		資産買入れ	
	短期政策金利	長期金利	ETF	J-REIT
点検前	金融機関が日銀に預け入れる当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用	ゼロ%を中心に、上下±0.2%程度の変動を許容	年間約12兆円を上限に、年間約6兆円のペースで買入れを行う	年間約1,800億円を上限に、年間約900億円のペースで買入れを行う
点検後	金融仲介機能への影響を配慮しつつ、金利の引下げを行うため、短期政策金利に連動する「 貸出促進付利制度 」を創設	ゼロ%を中心に、上下 ±0.25% 程度の変動を許容	年間約12兆円を上限に、 必要に応じて 買入れを行う	年間約1,800億円を上限に、 必要に応じて 買入れを行う

（注）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 米ドル円の推移】
2009年1月2日～2021年3月19日、日次



0.2%の付利を行うことでマイナス金利引下げ時の金融機関への影響を和らげる。副作用を緩和する制度を創設することで、追加緩和の次の一手としてマイナス金利を引き下げる可能性を改めて強調し、政策の手詰まり感を払拭する狙いがあったとみられる。

主な修正内容②：長期金利の変動幅（±0.25%）の明確化

日銀は、長期金利の誘導目標をゼロ%程度とし、上下±0.2%程度に収まるよう国債の買入れを行っている（図表3）。日銀が16年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入して以降、長期金利の変動が限られたことで国債取引が成立しないケースもみられ、18年7月に黒田日銀総裁は長期金利の変動幅を上下±0.2%程度に拡大することを容認した経緯がある。

今会合で長期金利の変動許容範囲を上下±0.25%に広げることが期待される。また、長期金利の上昇を許容すれば、超長期の金利も上昇しやすくなり、超長期債の主な買い手である年金基金や生命保険会社などの運用難も和らぐ可能性がある。

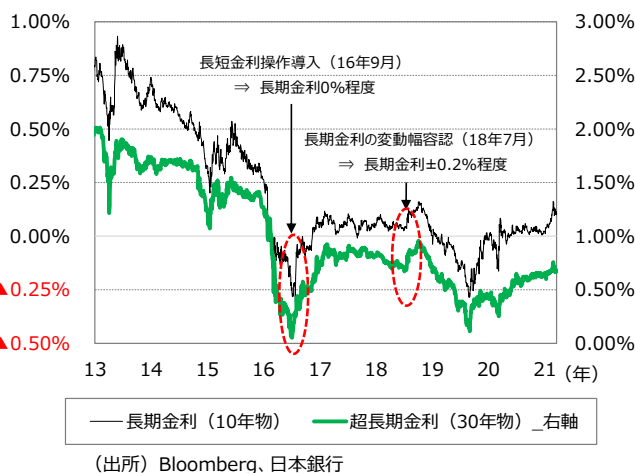
海外に目を転じると、米国の大規模な財政政策や新型コロナウイルスワクチン接種の進展などを背景に景気回復期待が高まり、世界的に金利が上昇しやすい環境にある。もっとも、長期金利が上昇すれば、企業の資金調達コストが上昇し、設備投資に悪影響を及ぼす可能性もある。このため、金利が大幅に上昇する場面では、特定の年限の国債を無制限に買入れる「連続指し値オペ制度」を導入することもあわせて決定した。

主な修正内容③：ETF及びJ-REITの買入れペースの柔軟化

ETF及びJ-REITの買入れは、リスクプレミアムを抑制することで消費者や企業経営者のマインドに影響を与え、経済の活性化、ひいては2%の物価目標を達成するためのツールとして位置づけられている。ETFの買入れについては、2016年7月に買入れペースが原則年間約3兆円から約6兆円に増額され、昨年新型コロナウイルス感染症の影響により株式市場が急落した際には年間約12兆円を上限に増額された経緯がある（次頁図表4）。

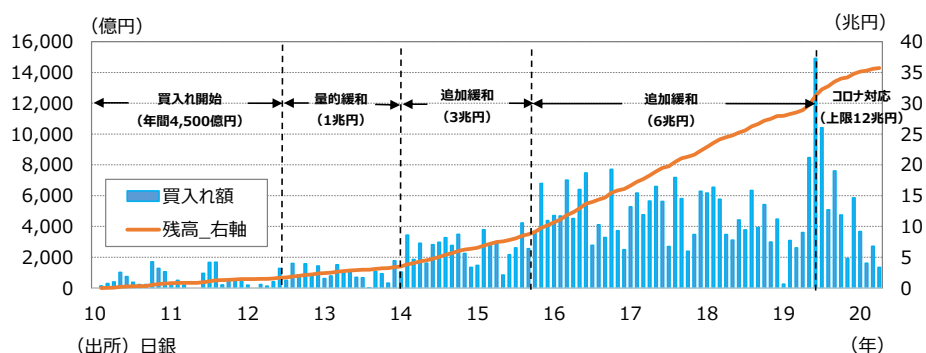
ETFの買入れは、市場が不安定化した昨年3月、4月には年間12兆円を上回るペースとなったが、株価が堅調に推移している足もとの買入れペースは年間約6兆円を大きく下回る。こうした現状を踏まえ、日銀は6兆円の原則を削除することで、ETF買入れの際には株高局面では買入れを見送る一方で、急激な株安局面での買入れ規模を拡大するとの方針を明確化した。これを受けて金融緩和の縮小との見方が市場から出ていることに対して、黒田総裁は会合後の記者会見で「減らそうという意図はない。今後も十分な量を買うために持続性、機動性を増した」と強調し、こうした見方を否定した。

【図表3 10年、30年物国債金利の推移】
2013年1月3日～2021年3月19日、日次



(出所) Bloomberg、日本銀行

【図表4 日銀のETFの買入れ及び保有残高】
2010年11月～2021年2月、月次



日銀はさらに、東証株価指数（TOPIX）、日経平均株価、JPX400の3指数に連動するETFに分散していたETFの買入れを、今後はTOPIX連動型に一本化することも決定した。これまで特定の銘柄で日銀の間接的な保有比率が上昇しているとの点が懸念されており、特定の銘柄への影響が大きくなる指数を買入れ対象から外すことで、こうした副作用を軽減する狙いがあったとみられる。

J-REITの買入れについても原則年間約900億円、上限年間約1,800億円としてきたが、900億円の原則を削除したメリハリの効いた買入れを目指す。

点検公表後の市場の反応と見通し

政策修正の内容は、ETFの買入れの対象がTOPIX連動型に一本化された点を除けば、政策修正の決定は概ね事前の報道に沿った内容となった。株式市場では日経平均株価が下落したものの（TOPIXは横ばい圏）、国債市場や為替市場では大きな変化はみられない。一部の報道機関が報じた内容を事前に市場が織り込んだため、市場への悪影響は回避できたように見受けられる。

今後の株式市場については、株価の調整局面ではETFの大規模な買入れを行う可能性を残した点や、ETFの買入れを実態に即した方針に変更した点を踏まえると、政策修正が株式市場に及ぼす影響は限定的と考えられる。国債市場では米金利が上昇しやすい地合いが継続するなか、長期金利の一定の変動を容認しつつ、過度な金利上昇を抑制する「連続指し値オペ制度」を決定したことから、長期金利は概ね横ばい圏で推移することが予想される。こうした中で、為替市場は米金利の動向に左右される展開が続くとみられ、米ドル円は安定的に推移するだろう。仮に、急激な円高が進行した場合、日銀がマイナス金利の引下げに動く可能性はあるが、貸出促進付利制度を創設したことで、従来に比べマイナス金利引下げのハードルは下がったと考えられる。

投資信託に係るリスクについて

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。

投資信託に係る費用について

- 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 年率上限2.035% (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
(土日祝日・年末年始を除く 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

- 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）をご覧の上、ご自身でご判断ください。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。