



2019年6月17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

日銀の追加緩和の可能性について

- 市場に日銀の追加緩和観測が浮上、ただ米中首脳会談の行方をにらみ、6月は据え置きを予想。
- 日銀は過去、マイナス金利で超過準備を抑制し、長短金利操作で過度な長期金利低下を抑制。
- 追加緩和ならフォワードガイダンス変更やETF買い入れ増額が見込まれるが、慎重な判断となろう。

市場に日銀の追加緩和観測が浮上、ただ米中首脳会談の行方をにらみ、6月は据え置きを予想

日銀は6月19日、20日に金融政策決定会合を開催します。5月以降、アジア・オセアニアの主要中央銀行が相次いで利下げに踏み切ったことや、6月に入り、米連邦準備制度理事会（FRB）高官からハト派とも受け止められる発言が相次いだこと、また、欧州中央銀行（ECB）が6月6日に利上げ時期の先送りを表明したことなどから、市場参加者の中には、日銀も追加緩和に動くのではないかとみる向きもあります。

ただ、目先、最大の焦点は、6月28日、29日に大阪で開催される20カ国・地域（G20）首脳会議で米中首脳会談が行われるか否かです。結果次第では、市場が大きく動意づく可能性があるため、このイベント前に政策を変更することは難しいと思われます。今週は米連邦公開市場委員会（FOMC）も6月18日、19日に開催されますが、弊社は、FOMC、日銀金融政策決定会合とも、政策据え置きを予想します。

【図表1：ここ数年の日銀金融政策の推移】

導入が発表された年月日	政策の名称	操作目標	マイナス金利の適用
2013年4月4日	量的・質的金融緩和	マネタリーベース	
2016年1月29日	マイナス金利付き量的・質的金融緩和	マネタリーベース	日銀当座預金のうち政策金利残高にマイナス金利を付利
2016年9月21日	長短金利操作付き量的・質的金融緩和	長短金利	日銀当座預金のうち政策金利残高にマイナス金利を付利

（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：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。
資産買い入れ方針	
ETFおよびJ-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	
少なくとも2020年春頃まで、現在のさきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定。	
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



日銀は過去、マイナス金利で超過準備を抑制し、長短金利操作で過度な長期金利低下を抑制

日銀の次なる一手を考えるにあたり、ここ数年の金融政策を改めて確認します（図表1）。日銀は2013年4月に「量的・質的金融緩和（QQE）」の導入を決定しました。マネタリーベースを操作目標に、大規模な長期国債の買い入れを行った結果、日銀当座預金残高は2015年末に250兆円を突破しました。そこで、日銀は2016年1月に「マイナス金利付きQQE」の導入を決定し、日銀当座預金の一部にマイナス金利を付利しました。

マイナス金利の付利には、日銀当座預金残高の積み上がりを抑制する側面もあると推測されますが、マイナス金利の導入の結果、利回り曲線（イールドカーブ）全体が大きく下方シフトし、10年国債利回りは2016年7月、一時-0.3%近くまで低下しました。そこで、日銀は2016年9月に「長短金利操作付きQQE」の導入を決定し、長期および超長期の金利が下がり過ぎないように、操作を開始しました。

追加緩和ならフォワードガイダンス変更やETF買い入れ増額が見込まれるが、慎重な判断となる

長短金利操作には、銀行の利鞘や生保などの国債運用に配慮した側面もあると推測されます。このように、マイナス金利には超過準備の積み上がりを抑制する意図があり、長短金利操作には長期・超長期金利の過度な低下を抑制する意図があるとすれば、マイナス金利付きQQEや、長短金利操作付きQQEは、追加緩和というよりも、「QQEの技術的修正」という意味合いが強いように思われます。

以上を踏まえ、日銀の追加緩和の手段を考えた場合、「マネタリーベースの拡大」は超過準備の積み上がり直結し、「長短金利操作の水準引き下げ」は長期・超長期金利の過度な低下に直結するため、これらの選択は容易ではありません。現行の政策（図表2）で、比較的選択されやすいのは、「フォワードガイダンスの変更」と「ETFの買い入れ増額」と考えますが、日銀はこの先、米中貿易摩擦問題の行方や金融市場の動向をにらみ、慎重に判断を下すとみています。

■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、それら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