

特別レポート： 日本銀行の決定について

2022年12月21日



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

〔要旨〕

- **我々の見解**：今回の政策変更の目的は、金融政策を引き締めることではなく、市場機能を改善することのようでした。イールドカーブ・コントロールは非現実的な政策であり、ある時点で変更または終了する必要があるとの見方が多く、日銀が長期金利の許容変動幅を拡大したことに違和感はありません。
 - **この状況に対する我々の見通し**：この決定は、日本の財政状況、日本市場、そして世界の他の国々にとって、いくつかの重要な意味を持ちます。一方で、インフレに関しては、インフレ率、インフレ期待が大きく上昇することはなく、したがって金融政策が引き締め方向に転換するとは予想していません。
 - **今後の投資戦略**：これにより、我々の投資戦略が変更されることはありません。世界的なリスク選好度が高まるにつれて、リスクの高いクレジット、投資適格社債、ショートデュレーション、割安な地域、およびシクリカルセクターを愛好します。
 - **注目しているポイント・リスク**：経済が改善し続ければ、日銀の次の動きは、マイナス金利政策からゼロ金利政策への転換である可能性があります。世界の金融環境をさらに引き締める可能性もあり、その可能性を注視していきます。
-

日本銀行の発表内容

12月20日、日本銀行はイールドカーブのコントロール政策を変更し、市場を驚かせました。具体的には、イールドカーブ・コントロール政策における長期金利（10年物国債金利）の誘導水準を0%程度に維持しつつ、その上限と下限を従来の0.25%程度から0.5%程度にまで拡大すると発表しました。

市場の反応

この政策変更により、日経平均株価は2.5%下落し（市場終値）、円は大幅に上昇しており、市場は長期金利の0.25%の上昇を織り込んだようです（日経の政策変更の可能性に関する報道を受けて、日経平均株価がここ数日で5%程度下落したことは注目に値します。）。今回の決定により、世界的に債券利回りが上昇（債券価格は下落）しました。S&P 500とFTSE 100はわずかに上昇しましたが、他の欧州株価指数はわずかに下落しました。

我々の見解

今回の政策変更の目的は、金融政策を引き締めることではなく、市場機能を改善することのようでした。イールドカーブ・コントロールは非現実的な政策であり、ある時点で変更または終了する必要があるとの見方が多く、日銀が長期金利の許容変動幅を拡大したことに違和感はありません。

さらに、今回の変更により、2022年に米ドルに対して大きく下落した円相場は大きく上昇しました。我々は今回の対応を受けて、やや構造的な円高につながるかと考えています。今回の変更は、円安と度重なる円買い介入があったという観点から考察する必要があります。日本の膨大な外貨準備高の大部分を管理している日本の財務省は、ここ数カ月、円安を食い止めるために日銀を通じてではなく直接介入を実施し、米ドルを売却しました。しかし、日本が依然として莫大な外貨準備高を有しているとしても、こうした介入は、世界的な、特に米国の金利上昇環境で円をサポートする方法としては持続可能な方法ではないと考えられます。投資家はその経済圏の内外に資金を自由に移動できる場合、政府は金利と為替レートを制御できません。金融政策を緩和した場合には、投資家がより高い利回りを求めて海外の資産を購入できることを意味し、短期的には通貨を押し下げます。イールドカーブ・コントロールを緩和して円を押し上げる方が、より良い、より持続可能なアプローチかもしれません。イールドカーブがいくぶん上昇してスティープ化し、通貨が増価することは、日本企業、特に銀行などの金融機関に恩恵をもたらすと考えられます。また企業と消費者にとっては、エネルギーや食品などの輸入価格に対する上昇圧力が幾分緩和されると考えています。

一部の人は、この金融政策の決定はインフレを抑制する狙いもあると考えています。特に、日銀の山口副総裁がここ数日、インフレが定着しつつあるという懸念を示したことを考えると、なおさらです。インフレに関しては、ヘッドラインインフレ率とコアインフレ率はともに、最近の四半期で上昇しているものの、他の主要先進国市場と比べるとまだ緩やかで低い水準です。インフレ率は目標を大きく上回って上昇しています。エネルギーと食品価格は、コアインフレ率の上昇につながっています。パンデミックからの再開による需給バランスの調整やウクライナ危機によるコモディティショックが他の主要国にもたらしたほど、日本の低インフレ環境を変化するとは考えていませんが、日本のインフレ率は依然として数年/数十年よりも上昇しています。

この状況に対する私たちの見通し

この決定は、日本の財政状況、日本市場、そして世界の他の国々にとって、いくつかの重要な意味を持ちます：

- 利回りと日本円の市場ボラティリティは、当局が少しでも後戻りすると、上昇する可能性が高いと考えられます。これは、財務状況や金融環境が以前よりもわずかに引き締まることを意味し、日本国債の利回りがわずかに上昇し、円安圧力が低下することを意味するはずです。
- また、政策金利や、資産買い入れを含むイールドカーブ・コントロールの基本的な枠組みに変化がないため、構造的にイールドカーブが幾分スティープ化すると予想しています。

今回の金融政策の変更は、グローバル市場と比較して日本市場が変化し、国内およびグローバルな金融環境を引き締めることで、重要な短期的影響を与えていると考えています。日銀と財務省は、さらに変更を加える可能性があるため、引き続き注視する必要があります。しかし、日銀は重要な役割を果たしつつも、金融政策の主な焦点は引き続きFRBとECBにあります。

インフレに関しては、インフレ率、インフレ期待が大きく上昇することはなく、したがって金融政策が引き締め方向に転換するとは予想していません。日本の構造的な特徴、たとえば急速な高齢化と人口減少を伴う人口動態の変化により、投資率が貯蓄率を下回っているため、低成長とインフレ圧力が続く可能性があると考えています。日本のインフレ率は、何十年にもわたって他の主要先進国の水準をはるかに下回っていました。世界金融危機後の西側先進国における低インフレのかなり前からです。1991年から1992年にかけての日本国内のシステム的な金融危機にさかのぼり、デスインフレ/デフレ環境に陥ってしまいました。

今後の投資戦略

これにより、我々の投資戦略が変更されることはありません。市場がより「リスクオフ」な環境とより「リスクオン」な環境を交互に繰り返す、綱引きのような展開になると予想しています。我々の基本シナリオは、西側の先進国ではインフレ率が低下し、2023 年央に中央銀行の引き締めが一時停止するというものです。世界的なリスク選好の高まりは、タイミング、期間あるいは規模の面で景気後退リスクが前向きに再評価されると予想する一方で、我々は過去の金融引き締め策の影響全般について継続的に評価しています。このような環境下では、世界的なリスク選好度が高まるにつれて、リスクの高いクレジット、投資適格社債、ショートデュレーション、割安な地域、およびシクリカルセクターを愛好します。

私が注目しているポイント、リスク

日銀の新しいイールドカーブ・コントロールに圧力がかかった場合、日銀は、その幅をさらに拡大するのか、目標デュレーションを短縮するのか、政策を完全に放棄するのか、いずれかの追加措置を講じる必要がある可能性があると考えています。完全な放棄は、市場に重大な混乱を引き起こす可能性があることを考えると、最もありそうにないオプションのようです。

テクニカルには金融政策の正常化に向けた一歩である今回の変更は、迫り来る米国の景気後退だけでなく、日本経済の改善にも対応している可能性があることは注目に値します - インフレ期待は最近上昇しており、いままでデフレの逆風に直面してきた日本にとって朗報であると考えています。日銀が引き続きマイナスの政策金利を維持していることも重要です。経済が改善し続ければ、日銀の次の動きは、マイナス金利政策からゼロ金利政策への転換である可能性があります。世界の金融環境をさらに引き締める可能性もあり、その可能性を注視していきます。

また、日本経済にインフレが定着するリスクもありますが、その可能性は極めて低いと思われます。それが起こる兆候はほとんどなく、日銀の政策調整を考えると、その可能性はさらに低いと思われます。ただし、インフレとインフレ期待のデータを注意深く追跡したいと考えています。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・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306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