



## 市川レポート

## 予想される日銀金融政策の進み方と長期金利および円相場の反応

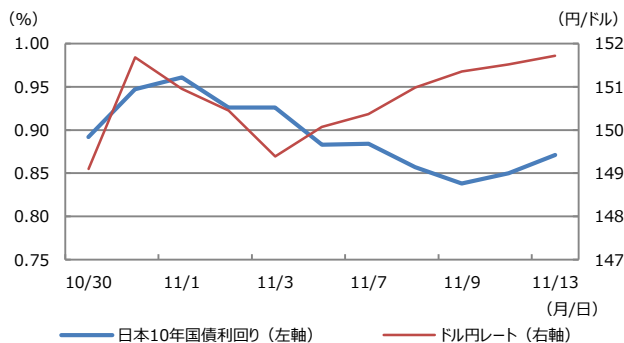
- 日銀は先月YCCの再修正を決定したが、その後の市場は落ち着いており、上手く対応できている。
- 長期金利操作のオペから日銀は段階的に手を引いて、金利水準の形成を市場に委ねる方向へ。
- 異次元緩和は実質終了に向かっており来年4月に正式終了へ、日銀の対話次第で混乱は回避。

## 日銀は先月YCCの再修正を決定したが、その後の市場は落ち着いており、上手く対応できている

日銀は10月30日、31日に金融政策決定会合を開催し、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）について、長期金利の事実上の上限だった1%を「目途」に変更することを決定しました。その後の国内市場の反応をみると、10月30日から11月13日までの期間、10年国債利回りは2.1ベースポイント（bp、1bp=0.01%）低下し、ドル円は2円62銭ほどドル高・円安が進み（図表1）、日経平均株価は6.2%上昇しました。

これらの動きをみる限り、日銀によるYCC運用のさらなる柔軟化で、市場が大きく混乱する事態（長期金利上昇、円高、株安）は避けられたと考えられます。もちろん、決定会合後の国内市場の反応は、米国の長期金利低下や株高などにも影響を受けた部分はあると思われませんが、少なくともYCCの再修正そのものが金融ショックになった様子はうかがえず、日銀はここまで上手く対応できていると判断されます。

【図表1：日本の10年国債利回りとドル円レート】



(注) データは2023年10月30日から11月13日。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：日銀によるYCC運用修正の経緯】

年月日	長期金利	指し値オへの利回り (10年国債)
2022年12月20日	長期金利の変動幅を、従来の±0.25%程度から±0.5%程度に拡大する。	0.5%。
2023年7月28日	長期金利の変動幅は±0.5%程度を目途とする。	1.0%。
2023年10月31日	長期金利の上限は1.0%を目途とする。	金利の実勢等を踏まえて適宜決定する。

(出所) 日銀の資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 長期金利操作のオペから日銀は段階的に手を引いて、金利水準の形成を市場に委ねる方向へ

YCC運用の修正は、2022年12月と2023年7月、そして今回の2023年10月と、これまで3回行われてきました。具体的には、YCCのうち長期金利について、上昇方向の変動を段階的に容認する形になっています（図表2）。その一方で、YCCの枠組み自体や、資産買入れ方針、そして、長短金利操作付き量的・質的金融緩和とマネタリーベースの拡大方針についてのフォワードガイダンス（金融政策の先行き指針）は一切変更していません。

日銀は恐らく、YCCの長期金利について、それを操作するオペ（公開市場操作）から段階的に手を引き、長期金利の水準形成を市場に委ねていくこと、すなわち、長期金利操作の形骸化を念頭に置いているのではないかと推測されます。そのため、この先、長期金利が市場の需給に基づいて上昇する場面では、今回のように、上限のさらなる引き上げも選択肢になると考えられます。

## 異次元緩和は実質終了に向かっており来年4月に正式終了へ、日銀の対話次第で混乱は回避

すでに資産買入れは形骸化しているため、YCCの長期金利操作も形骸化が進めば、長短金利操作付き量的・質的金融緩和は、実質的に終了に向かっていると考えることができます。ただ、長期金利や円相場の急騰を抑制するには、やはりしばらくは長短金利操作付き量的・質的金融緩和の看板をかけ続けることが必要で、形式上でもYCCの枠組みや資産買入れ方針を残し、フォワードガイダンスで市場の不安を和らげることが求められます。

弊社は、来年3月中旬ごろの春季生活闘争（春闘）の集中回答日を経て、日銀が2%の物価安定の目標を持続的・安定的に実現できる状況になったと判断すれば、来年4月にもマイナス金利は解除されるとみえています。ただ、その後はしばらくゼロ金利政策が継続される公算は大きく、金融引き締めに舵を切る意図がない旨を日銀が市場に上手く伝達できれば、長期金利や円相場の急騰には至らないとみえています。

■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