

～日銀金融政策決定会合（2024年3月）～

マイナス金利を解除し、17年ぶりの利上げを決定

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

マイナス金利解除を含めた大規模金融緩和策を修正

日銀は3月18、19日に開催した金融政策決定会合で、現行の大規模金融緩和策を修正することを決定しました（図表1）。具体的には、日銀当座預金の超過準備に適用されているマイナス金利を解除するほか、長期金利を抑え込むためのイールドカーブ・コントロール（YCC）や上場投資信託（ETF）などの資産買入の枠組みを撤廃（CP・社債については1年後をめど）しました。これは春季労使交渉（春闘）の回答集計結果や企業に対するヒアリングから、賃金と物価の好循環の強まりが確認され、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することが見通せる状況に至ったと判断したためと考えられます。

マイナス金利政策は、日銀当座預金の一部に▲0.1%を適用することで金融機関に活発な融資を促し、景気や物価を押し上げることを目的として2016年2月に導入されました。導入後は金融機関の収益悪化や金融仲介機能の低下といった副作用が指摘されており、2023年4月に発足した植田日銀新体制の下でマイナス金利解除のタイミングを探る中、今会合で17年ぶりの利上げに踏み切る格好となりました。マイナス金利解除後は政策金利を日銀当座預金への適用金利（▲0.1%）から、2013年3月以来となる無担保コールレートに戻した上で0～0.1%で推移するように誘導することになります（図表2）。

YCCを撤廃し、市場実勢にあわせた金利変動を容認

マイナス金利政策の導入から7か月後に導入されたYCCも撤廃することになります。YCCは短期金利を▲0.1%、長期金利をゼロ%程度に誘導することでイールドカーブを適切な水準にコントロールする政策で、マイナス金利政策により収益悪化が懸念されていた金融機関への配慮から、イールドカーブをスティープ化（傾きが急になること）させるなどの狙いがありました（図表3）。

※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。

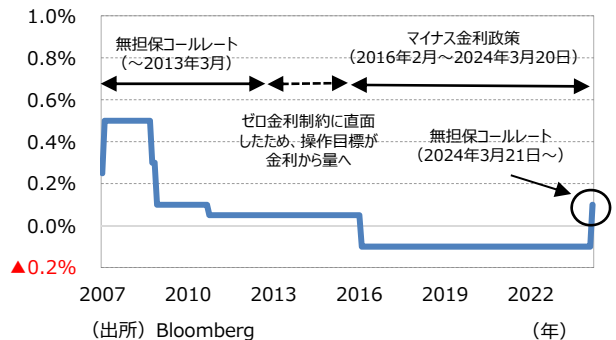
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

【図表1 マイナス金利解除を含めた修正内容】

	修正前	修正後
短期の政策金利	▲0.1% （日銀当座預金の超過準備に適用される金利）	0～0.1% （無担保コールレート）
イールドカーブ・コントロール（YCC）	長期金利ゼロ%程度 ただし、上限目途1.0%	撤廃
国債買入れ	YCCを維持するよう買入れ	現状程度（6兆円）買入れ
ETF買入れ	上限年間12兆円	撤廃
J-REIT買入れ	上限年間1,800億円	撤廃
CP・社債買入れ	CPは約2兆円の残高維持 社債は約3兆円へ戻す	買入れを減額し、1年後に終了
フォワードガイダンス ※先行きの政策指針	物価が2%を超えるまで マネタリーベースを拡大 必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる	撤廃 当面、緩和的な金融環境を継続

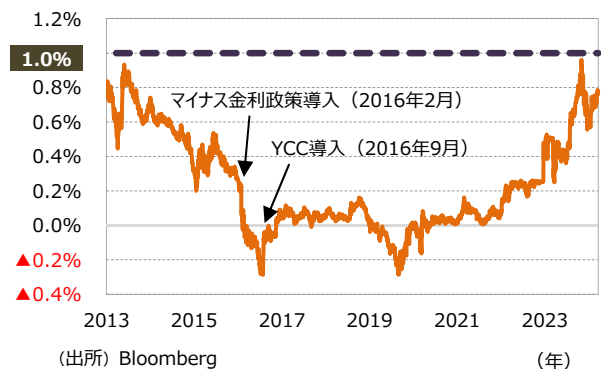
（出所）日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

【図表2 政策金利の推移】
2007年1月～2024年3月、月次



（出所）Bloomberg

【図表3 10年国債利回りの推移】
2013年1月1日～2024年3月19日、日次



（出所）Bloomberg

（次頁へ続く）

近年は、FRB（米連邦準備制度理事会）の大幅な利上げ（2022年3月～）により国内長期金利への上昇圧力が強まる中で、日銀は長期金利の上昇を抑制するために大量の国債買入れを行い（図表4）、足もとの保有残高は約600兆円と発行残高（約1,000兆円）の過半に達しています。

日銀による国債の大量買入れは市場機能の低下につながるとの懸念もあり、2023年以降は金利の上昇を一定程度容認する形で国債の買入れを抑制してきました（図表5）。YCCを撤廃した後も金利上昇は容認しつつ、金利の急騰を防ぐためにこれまでと概ね同程度の金額で国債の買入れを継続するとみられます。同時に、「ゼロ%程度」としている長期金利の誘導目標と、「1.0%」としている長期金利上限の目途を撤廃し、市場実勢にあわせた金利変動を容認することになります。

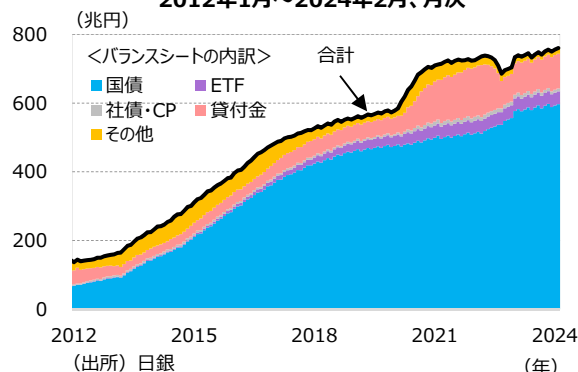
また、ETFや不動産投資信託（J-REIT）の買入れを停止することも決定しました。これらの資産は金融緩和の一環として2010年12月から買入れが実施され、ETFについては足もとの保有残高が約37兆円（簿価ベース）まで膨らみ、一部の報道では株高で30兆円以上の含み益が生じているとされています。株式相場が最高値圏で推移するなか、ETFの買入れによって株価を支える必要性は乏しいと日銀は判断したとみられます。

当面、緩和的な金融環境を維持する方針を明記

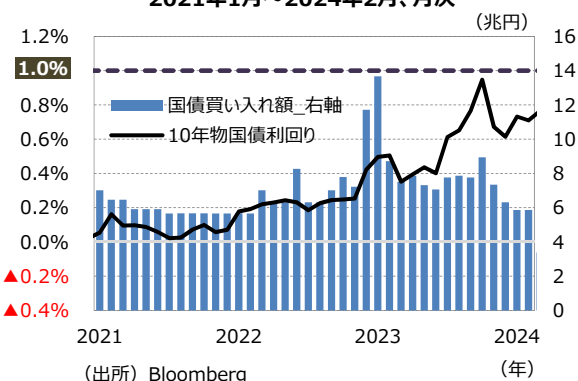
金融政策決定会合後に日銀が公表した声明文では、従来の「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」などの文言が削除され、「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」との文言が追記されました。内田日銀副総裁は2月の講演で、「わが国の実質金利は大幅なマイナスであり、金融環境は極めて緩和だ。この状況が大きく変化することは想定されていない」と指摘している通り、実質金利（10年名目金利－10年期待インフレ率）は▲0.5%程度 of 大幅なマイナスが続いており、日銀は緩和的な金融環境を継続するとみられます（図表6）。

今後も期待インフレ率が1～1.5%前後で推移した場合、この水準を名目金利が上回れば実質金利がプラスに転じるため、引き締め的な金融環境となります。このため、日銀は緩和的な金融環境を維持するために名目金利を当面1%程度に抑制する必要があると考えられます。

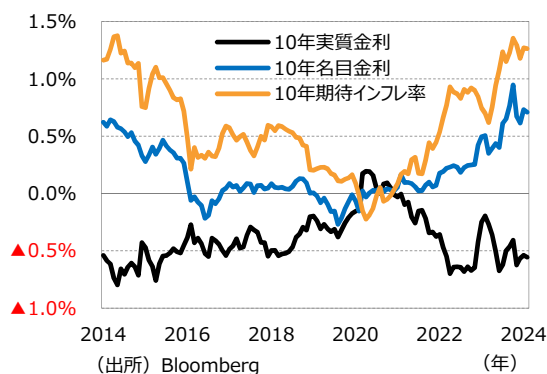
【図表4 日銀のバランスシートの推移】
2012年1月～2024年2月、月次



【図表5 日銀による国債買入れ額の推移】
2021年1月～2024年2月、月次



【図表6 長期の実質金利の推移】
2014年1月～2024年2月、月次



※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）

追加利上げに向けた今後の焦点

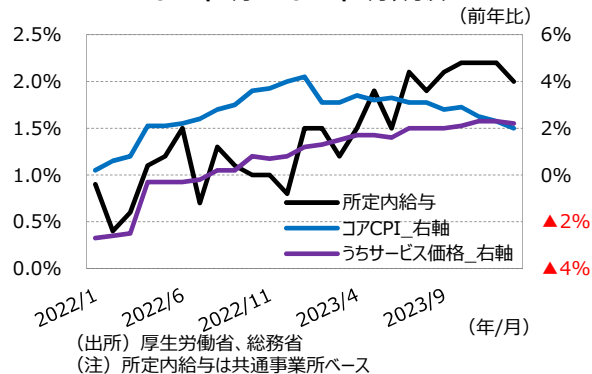
植田日銀総裁は会合後の記者会見で、マイナス金利解除を含めた金融緩和策の転換に踏み切った背景について、「今年の春闘では昨年に続き、しっかりとした賃上げが実現する可能性が高く、企業からのヒアリング情報でも幅広い企業で賃上げの動きが続いているとうかがわれる。これまでの緩やかな賃金上昇も受けてサービス価格の緩やかな上昇が続いている。賃金と物価の好循環の強まりが確認されてきており、物価安定の目標が持続的、安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した」と述べました。今後の利上げについては、「金利を引き上げるペースは経済・物価の見通し次第になる」と、経済・物価情勢次第では追加利上げを実施する可能性を示唆しました。

物価情勢に目を転じると、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は足もとで伸びが鈍化傾向にあります。今後コアCPIが持続的、安定的に2%を達成するためには高い賃上げ率の実現するとともに、賃金に連動しやすいサービス価格が引き続き高い伸びを維持できるかが焦点となります（図表7）。

春闘の最終的な賃上げ率が賃金に反映される期間（4～6月頃）において、サービス価格の上昇が確認され、2%の「物価安定の目標」を達成する確度がより高まれば、日銀は追加利上げに踏み切ると予想されます。なお、市場では海外中銀の一般的な利上げ幅（0.25%）を前提として、年内に1回程度の追加利上げが実施されることを見込んでいます（図表8）。

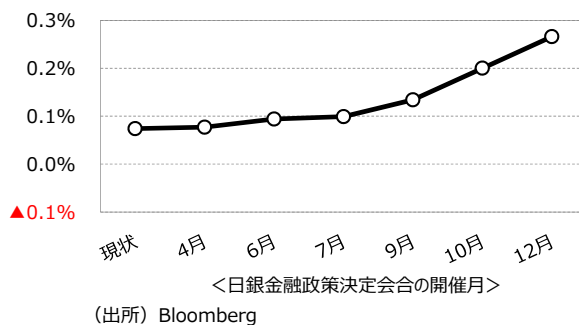
【図表7 所定内給与とコアCPI】

2022年1月～2024年1月、月次



【図表8 OIS金利先物市場が織り込む将来の政策金利水準】

3月21日時点（日銀金融政策決定会合後）



（次頁へ続く）

※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月会合の結果を受けた債券市場の反応と今後の見通し

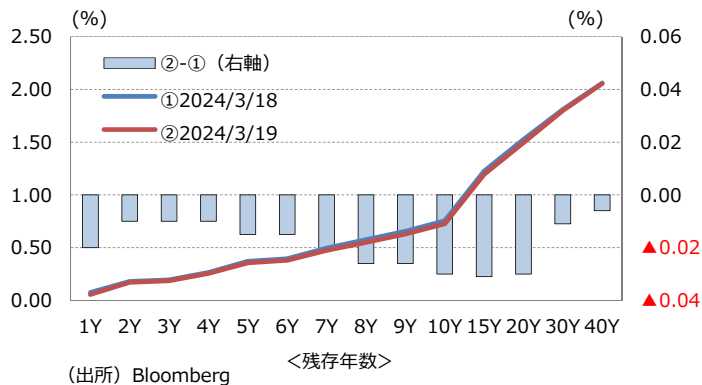
今回の政策変更は、賃金と物価の好循環を確認し、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することが見通せる状況に至ったとの日銀の判断に基づくもので、大規模金融緩和策から「短期金利を主たる政策手段とする通常の金融調節」への移行と言えます。

ただし、YCCを撤廃しつつも声明文ではこれまでと概ね同程度の金額で国債買入れを継続する旨が明記されたほか、会合直後に公表された4-6月期の長期

国債買入れ予定において、買入れ回数は据え置かれ、買入れ金額の上限は引き下げられたものの、買入れ規模を当面維持すると受け止められるなど、市場は日銀がYCC撤廃後も長期金利の動向に一定の配慮を図る「ハト派的な利上げ」と受け止め、会合後の国債利回りは10年～20年を中心に低下しました（図表9）。

10年国債利回りの見通しについては、前述のとおり、日銀の国債保有残高が国債市場全体の過半を占める状況が当面継続すると見込まれることから、10年国債利回りの上限は1%程度と考えられます。ただし、今後賃金と物価の好循環がより強まった場合には、日銀が2%の物価目標を実現する確度が高まったと判断して、国債買入れの減額に踏み切る可能性があります。そうした場合には10年国債利回りへの上昇圧力が高まりやすく、10年国債利回りは1.5%程度まで上昇する余地があると考えられます。

【図表9 日銀金融政策決定会合のイールドカーブ変化】



※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。

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费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。