

# 2018年の国内長期金利

## －年後半には日銀の政策変更を織り込む形で緩やかな上昇へ－

### 当レポートの主な内容

- ・インフレ率が18年中に日本銀行が目標とする2%に達する可能性は極めて低いことから、日銀は当面、現状の金融政策を維持すると思われませんが、年後半には政策を変更する可能性があると考えます。
- ・そのため、長期金利は当面、現在の水準で推移するものの、年後半にかけて、政策変更への思惑や欧米中銀の金融政策の正常化を受けて、緩やかに上昇する展開になると考えています。

### 日本銀行の金融政策

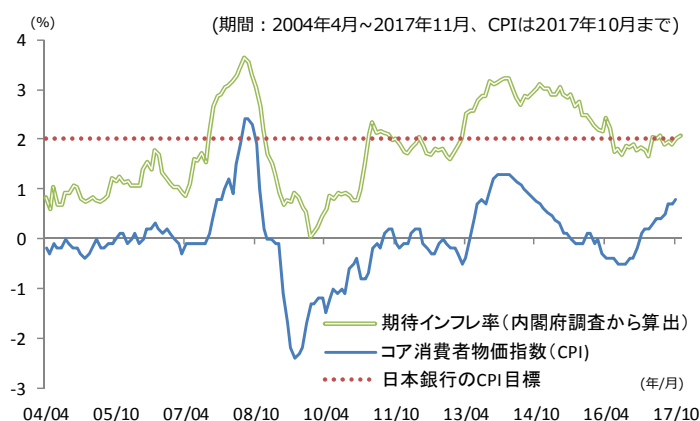
国内のインフレ率（コア消費者物価指数：前年比）は足元で1%を下回っています（図表1）。労働市場が逼迫し、失業率が低下すれば、賃金が上昇し、インフレ率も上昇すると考えるのが伝統的な経済学の考え方ですが、これまでのところ、我が国ではこのプロセスは実現していません（図表2）。また、インフレ率に影響を与えると考えられるエネルギー価格とドル円レートが当面現在の水準から大きく動かないと仮定すれば、1年前と比較したエネルギー価格はこの先ややインフレ率を高める方向に作用するものの、ドル円レートによるインフレ圧力は徐々に減退していくと予想されます。

このような環境を背景に、日銀は10月末の金融政策決定会合で、17年、18年のコアCPI見通しを0.8%、1.4%に引き下げ、「2%程度」のインフレ目標に達する時期を「19年度頃」に据え置くとともに、現状の極端に緩和的な金融政策を維持しました（図表3）。

### 2018年前半は現状の金融政策を維持

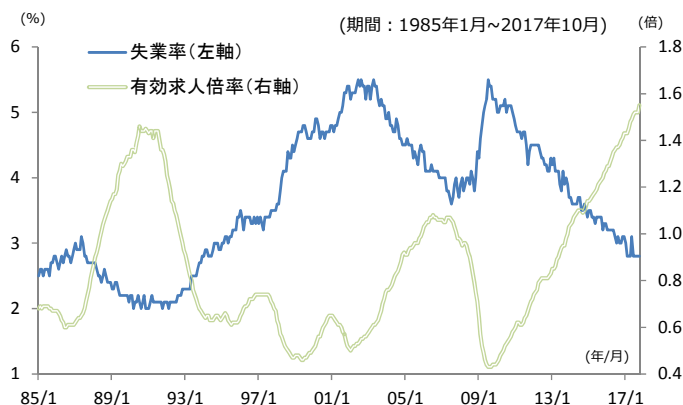
昨年9月に日銀は自らの金融政策に対する「包括的な検証」を行いました。一方、これまでの非伝統的な金融緩和政策に対する学術的な評価はいまだに定まっていません。株式を中心とする金融資産の価格を引き上げ、円安が輸出企業の競争力を高めたことはプラス効果と捉えられています。資産買入れの結果として積み上がったマネタリーベースが国内総生産（GDP）に占める割合を米国と比較すると、米国が20%程度で安定している一方、日本は85%を超え、現在も上昇を続けています（次頁図表4）。日銀が国債を買うことによって、政府による財政支出の拡大をサポートする「財政ファイナンス」を行っているとの批判も高まっています。

図表1 コア消費者物価指数(前年比)と期待インフレ率



(注) 2014年4月～2015年3月のコアCPIは消費税率引上げの影響を調整

図表2 労働市場の推移



(図表1-2の出所) Bloomberg, 内閣府のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表3 現在の金融政策

金融政策	内容
長短金利操作	短期金利：マイナス0.1% 長期金利：ゼロ%程度
資産買入れ	長期国債：年間約80兆円 ETF：年間約6兆円 J-REIT：年間約900億円 CP等：約2.2兆円の残高を維持 社債等：約3.2兆円の残高を維持

(出所) 日銀の資料より岡三アセットマネジメント作成

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

黒田総裁は11月のスイスでの講演で、政策金利をある水準より下げると、銀行部門が脆弱化し、金融仲介機能が阻害され、金融緩和効果をむしろ弱めてしまう「リバーサル・レート」という考え方に言及し、マイナス金利の副作用に焦点をあてました。

米欧の中銀が金融政策の正常化を進める中で、日銀だけが過度に緩和的な政策を続けられれば、将来的に世界経済が減速局面を迎えた時に、米欧の中銀が金融緩和で景気を刺激する一方、日本に追加的な緩和余地がなければ、金利差から円高が進み、日本経済に大きな悪影響を与える可能性があります。

市場では、現状の金融政策を継続することに対して、賛否両論が繰り広げられていますが、当面インフレ率が日銀の目標を下回った状態が続くため、18年前半は、日銀は現状の金融政策を維持すると思われます。

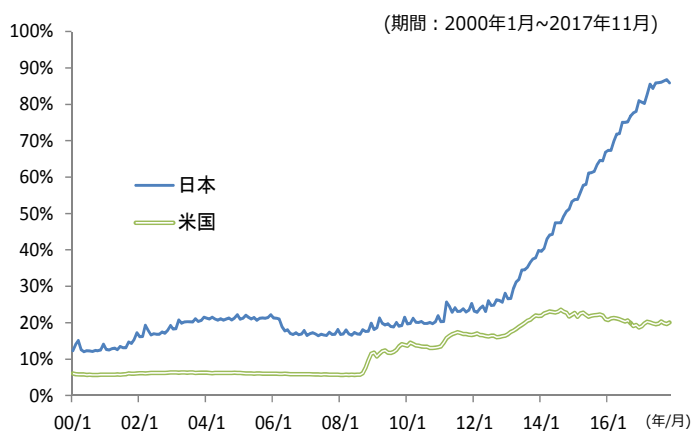
### 年後半は政策変更を織り込む展開へ

黒田総裁は来年4月に任期末を迎えます。同氏が続投しても、新たな総裁が就任しても、当面は現在の緩和路線が継続されると予想しています。しかし、来年中盤以降は、先進国の主要中銀が金融政策の正常化を進めるなか、日銀も政策変更を迫られる可能性があると考えています。インフレ目標の「2%」を断念することはないと考えますが、長短金利操作の目標値の引上げや資産買入れ額の減額など、政策手段の変更が視野に入ってくると予想しています。

長期金利は当面、現在の水準にとどまるものの、年央以降は、これらの動きを織り込む形で徐々に上昇に向かうと予想しています。米欧中銀の利上げ・正常化スピードにもよりますが、長期金利は、年末には0.5%程度まで上昇することもあり得ると考えています（図表5）。

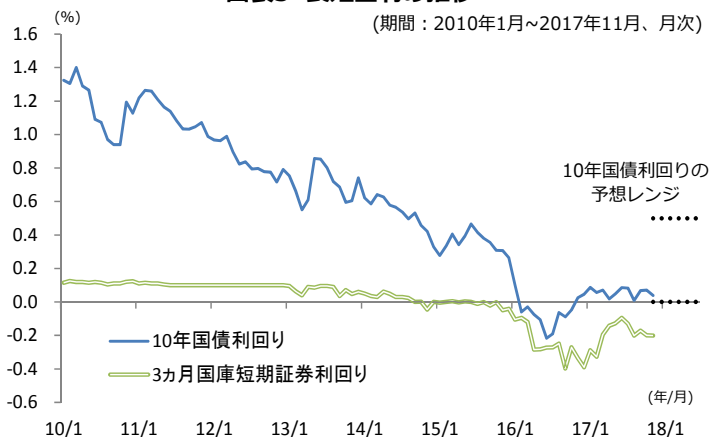
このシナリオに対するリスク要因は、春闘で賃上げが想定通りに進まず、ロボット、AIなどの活用が一時的に雇用を減らし、賃金を引き下げたり、アマゾン効果などによって財・サービスの価格が上がらず、日銀の政策変更が先送りされ、長期金利の上昇時期が後ずれすることです。また、中央銀行にとっては、金融緩和よりも金融引締めの方が困難な課題だと言われるように、2018年は、日銀の市場とのコミュニケーションに注目が集まる1年になりそうです。

図表4 マネタリーベースのGDPに占める割合



(注) マネタリーベースは流通現金と（市中銀行が中央銀行に預ける）中銀当座預金の合計額

図表5 長短金利の推移



(図表4-5の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

## 皆様の投資判断に関する留意事項

### 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

### 【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、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。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

### 【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
**購入時手数料**：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用  
**信託財産留保額**：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用  
**運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担**  
 純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）  
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**  
**監査費用**：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）  
 ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。  
 ※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

### 【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社  
 事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業  
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

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おります。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

### <本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）