

2019年の国内長期金利

－日銀の金融政策の枠組み変更は想定されず、低位安定へ－

当レポートの主な内容

- ・2019年を通して日銀が現在の金融政策の枠組みを変更することは想定していません。その結果、国内長期金利も1年を通して0.3%を上限とする低位で安定的に推移すると予想しています。
- ・しかし、米国経済の後退が視野に入り、緩和的な政策の副作用に対する議論が高まってきたことから、日銀はこれまで以上に難しい政策の舵取りを迫られると考えています。

日銀は金融政策をテクニカルに調整

日本銀行は7月末に長期金利の誘導目標の柔軟化とオペ運営の弾力化を行いました。その後長期金利は急上昇しましたが、直近は米国で利上げの早期打ち止め観測が浮上するなか、7月以前の水準まで低下してきました(図表1)。基本的にこの変更は政策運営のテクニカルな調整であり、QQE+YCC(長短金利操作付き量的質的金融緩和政策)の枠組みを変更するものではなかったと判断しています。

想定されない金融政策の枠組み変更

一方、国内のコア消費者物価(CPI)は日銀が目標とする2%を下回った状態が続いています(図表2)。失業率はバブル期以来の水準まで低下し、有効求人倍率はバブル期を上回っています(図表3)。伝統的な経済学では失業率が低下し、労働市場が引き締めれば、賃金が上昇し、インフレ率も上昇すると考えられますが、このプロセスは依然として実現していません。日銀はその理由を解明することに四苦八苦しています。さらに、2019年のCPIには今秋以降の原油安、幼児教育無償化、政府主導の携帯料金引下げなど、マクロ経済の需給要因以外の低下圧力がかかると考えられます。

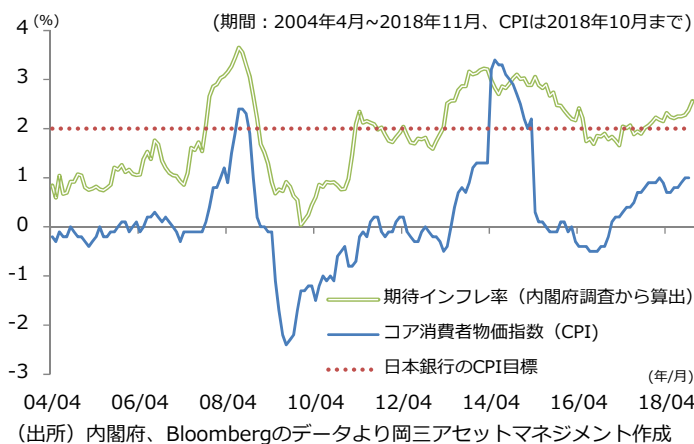
継続的に物価が下落するデフレからの脱却は達成されたと考えていますが、コアCPIは目標に到達できていません。そのため、日銀は2019年を通して、長期金利の誘導目標やETF(上場投資信託)の買入れ目標額の若干の変更などテクニカルな調整は行っても、金融政策の枠組み変更は見送ると予想しています。

また、4月の統一地方選、5月の新天皇の即位、6,7月の参院選、10月の消費増税と即位の礼など重要な国家イベントの前後で金融政策を変更して経済や金融市場を混乱させることは避けられると思われま

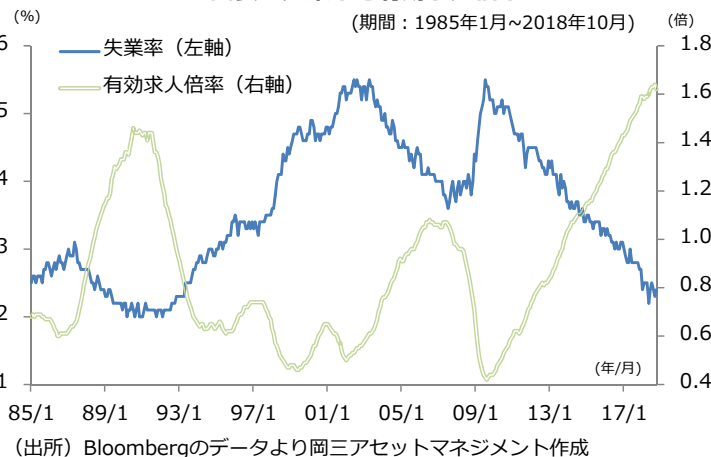
図表1 10年国債利回りの推移



図表2 コア消費者物価(CPI: 前年比伸び率)



図表3 失業率と有効求人倍率



<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。

さらに1月にも始まるTAG（日米物品貿易協定）で為替条項の議論が高まったり、米国で利上げ打止め感が高まってドル安円高が進めば、日銀の政策変更に対する逆風になると思われます。

長期金利は低位安定へ

このような環境で長期金利も2019年を通して上がりにくい環境が続くと考えています。海外を見渡せば、米国でも景気減速を受けて長期金利は上がりにくく、欧州でも景気拡大が想定しにくいなか、ECB（欧州中央銀行）の金融政策の正常化はむしろ長期金利の低下要因になると考えています。そのため、海外発の長期金利の引上げ圧力は高まりにくいと考えています。

以上より10年国債利回りは2019年を通して0.3%を上限とする低位で安定すると考えています（図表4）。

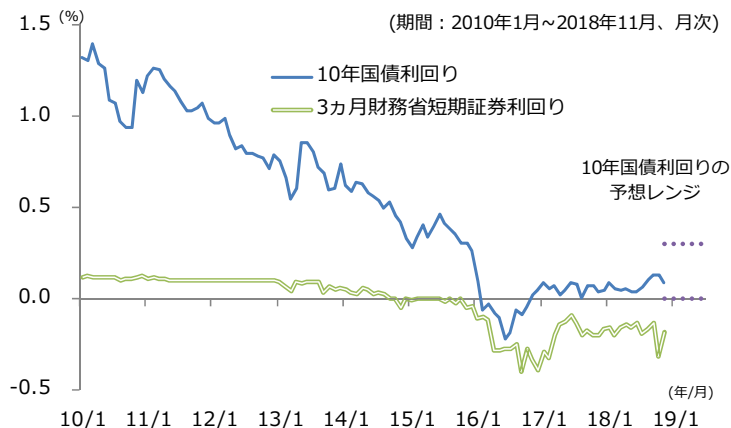
もしも次のようなシナリオが実現すれば、0.3%を超えて上昇する可能性もありますが、その実現可能性は高くないと考えています。国内で10月の消費増税後に個人消費が想定ほど悪化しないこと、政府が消費増税を再度延期し、財政プレミアムが大幅に拡大すること、インフラ整備や2020年の五輪に向けて労働需給がさらに逼迫すること、海外では中国経済や米国経済が想定外に力強く回復・拡大し、元高、ドル高、原油高が進むシナリオです。

警戒される日銀リスク

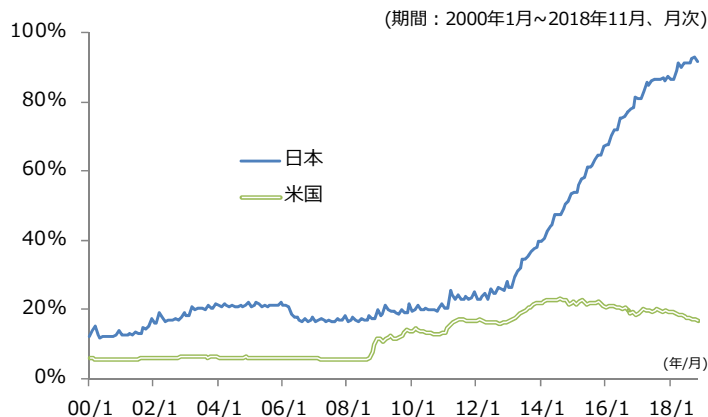
市場の一部には日銀がこのような非伝統的な金融緩和政策を続けることに対する警戒的な意見も存在します。国債市場における市場機能の低下や流動性の枯渇、金融機関の経営悪化、財政規律の喪失などのリスク・副作用です。日銀の国債買入れによって日本のマネタリーベースはGDP比で100%近くまで拡大してきました（図表5）。政府が「日銀が買ってくれるから際限なく国債を発行できる（財政赤字を増やせる）」と考えてしまうことが不安視されています。また、国内で資金需要が高まり、インフレが戻ってくれば金利は上昇し、その結果、財務省の資金調達コストが高まり、日銀が多額の評価損を抱えることも懸念されます。株式市場では日銀のETF買いによって市場機能が低下するとともに、指数に含まれる銘柄であれば経営の優劣に関わらず無差別に買われることによって市場の選別効果や経済の新陳代謝の機会が奪われるとの批判も高まっています。2020年以降に予想される米国経済の後退に備えて日銀も（円高を阻止するために）金融緩和余地を拡大しておく必要があるとの議論も聞かれます。2019年は米国で利上げサイクルが終わることも想定され、極端に緩和的な金融政策を続ける日銀はこれまで以上に難しい舵取りを迫られそうです。

以上（作成：投資情報部）

図表4 長短金利の推移



図表5 マネタリーベースのGDP比率



(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

＜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。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目録見書）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。

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に帰属します。

【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1.991088%(税抜1.8436%)程度

※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)