

## 日銀、まさかのYCC 修正

無風と思われていた12月の日銀金融政策決定会合で、イールドカーブ・コントロールが修正されました。金融緩和の出口戦略ではなく、市場機能改善を前面に押し出し、市場の動揺を抑えることに配慮しています。足元、日本国債市場に落ち着きが戻りつつあるようですが、日銀の説明を額面通りに受け止めたのかは疑問が残る点もあり、今後の動向には注意が必要です。

### 日銀金融政策決定会合：市場予想に反し イールドカーブ・コントロールを修正

日銀は2022年12月19～20日に開催した金融政策決定会合で、市場予想に反し大規模緩和を修正する方針を決定しました。長期金利(新発10年国債利回り)の誘導水準は「ゼロ%程度」に据え置きつつ、変動許容幅を±0.25%から0.50%に拡大し(図表1参照)、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)政策を修正しました。

市場ではYCCの修正等は事前に予想されておらず、サプライズとなりました。公表直後、日本国債市場で国債利回りが上昇し、為替市場では円高が進行しました(図表2参照)。

### どこに注目すべきか： イールドカーブ・コントロール、市場機能改善

今回の日銀のYCC修正が予想外であったのは、日銀が、これまでYCC変更は事実上の利上げと説明してきたこと、黒田総裁の任期(23年4月8日)中は政策変更がないという市場のコンセンサスに反する決定であったからです。

事実上の利上げについては、日銀の内田理事が5月の参院財政金融委員会で(YCC変更は)事実上の利上げ、と述べたことなどがあげられます。黒田総裁も同様の考えとみられる中、利上げの準備が全く整っていないこともあり、黒田総裁任期中の変更はないというコンセンサスが形成されていました。

その意味では、市場との対話という点で今回のYCC修正は問題山積みと見ています。ただし、YCCの修正は事前にアナウンスすることが簡単でないこともあり、今回のような形となるのは仕方ない面もあるかもしれません。

あくまで現段階(執筆時)ながら、市場は比較的落ち着きを取り戻したようにも見られます。この背景として日銀がYCC修正の理由を、緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくためと説明したことがあげられます。例えば日銀の黒田総裁は会見で金融緩和の継続を繰り返し明言しています。また来年1～3月期の月間国債買入れ額は従来の月間7.3兆円から9兆円に増額し緩和の準備(?)を示唆しています。さらに、日銀は会合直後に通常の10年国債だけでなく、イールドカーブ全体(2年、5年、20年国債)に指値オペを実施し、イールドカーブ全体の利回り上昇の抑制姿勢を示しました。

16年に導入されたYCCは18年7月、21年3月の各会合で変動幅が修正(拡大)されています。YCC修正それ自体は可

能で、要は大義名分が必要です。今回は市場機能改善を理由としています。YCC修正の理由が本当に市場機能改善なのか疑問は残りますが、確かに最近10年国債の取引が成立しない日が多いことや、YCCの対象となる10年国債利回りに比べ前後の年限の国債利回りが低いという歪みに対応が必要であったと思われます。例えば、イメージですが、社債の発行は国債利回りを基準とすることが多いため、本来はより短期の年限で調達したい発行体が利回りの低い10年を選ぶ可能性を否定できないかもしれません。

市場機能改善がYCC修正を理由としていることもあり、利上げの準備とみなされている金融政策の「点検・検証」の実施や、日銀と政府の政策連携(いわゆる共同声明)の見直しは明確に否定しています。また、市場機能改善が目的であるからなのか、会見などでインフレ見通しなど経済環境について目立った発言はなかったように思われます。この点は今後の展望レポートなどを確認する必要があるようです。

もともと、長い目で見ればYCC修正は金融緩和政策の出口戦略であることに変わりがないと思われます。市場の見直し圧力が今後強まる局面も想定されます。

図表1：22年12月日銀金融政策決定会合の主なポイント

| 項目       | 注目点など(要約・抜粋)                            |
|----------|-----------------------------------------|
| YCC修正    | 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 |
| 金融政策運営   | 2%物価目標の安定的持続に必要な時点まで現行の緩和継続。点検・検証は時期尚早  |
| インフレ見通し  | 23年度全体で物価は2%に届かない可能性                    |
| 共同声明     | 現時点で見直しの必要はない                           |
| 国債保有割合   | 財政ファイナンスを否定、財政政策をゆがめているのではとの懸念を否定       |
| 資産買い入れ方針 | 社債等の買い入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする   |

出所：日銀資料、各種報道等を参考にピクテ・ジャパン作成

図表2：日本10年国債利回りと円(対ドル)の推移

日次、期間：2021年12月21日～2022年12月21日(日本時間正午)  
(%) (円/ドル)



出所：ブルームバーグのデータを使用してピクテ・ジャパン作成

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様が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。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について(2022年11月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)  
※申込手数料上限は販売会社により異なります。  
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の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2.09%(税込)  
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される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》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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 日本証券業協会



ピクテ・ジャパン株式会社