



# 上田八木・金融政策サーベイ1年の振り返り

～2016年は波乱で幕開け、秋以降、見通しは上向きへ

2017年1月26日(木)  
上田八木短資株式会社

## 【要旨】

- (1) 第1回予想時のマイナス金利導入はサプライズであったが、年後半に入り、調査を重ねるにつれて市場の予想が実際の政策の方向性と乖離しなくなってきた。
- (2) 市場の金利低下期待は年中頃にもっとも大きくなったが、秋以降弱まり、12月時点では反転している。
- (3) 市場の予想は業態ごとにばらつきがみられる。また、10年国債金利予想のばらつきは総じて大きい。

## 【はじめに】

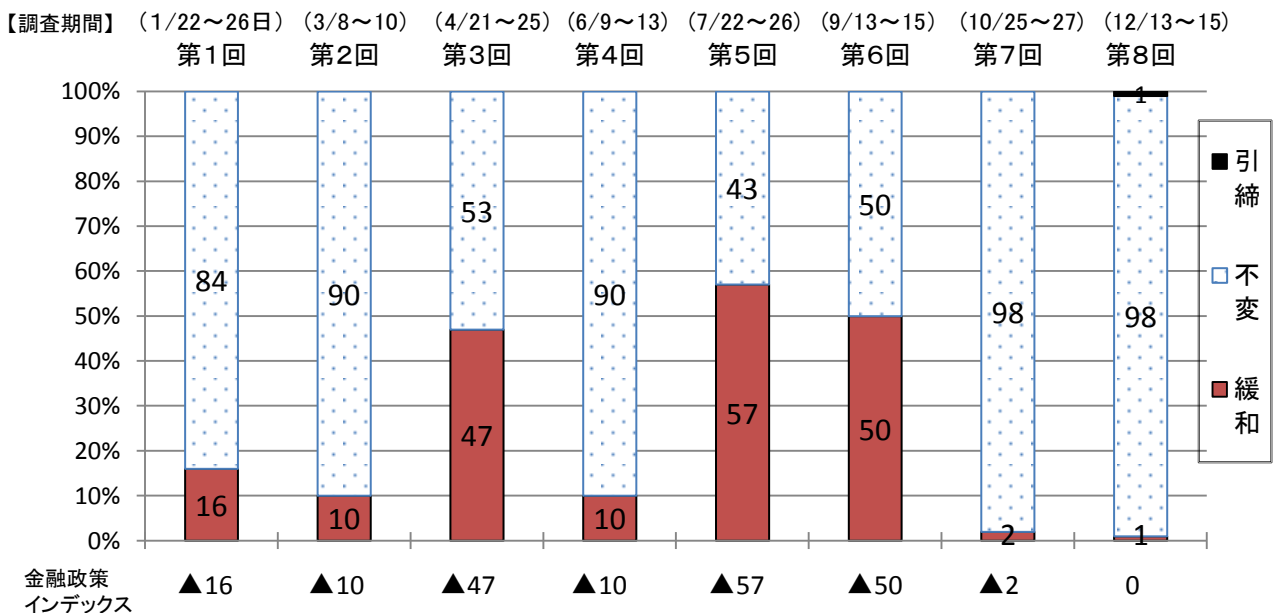
上田八木・金融政策サーベイ(以下サーベイ)は、日本銀行の金融政策決定会合(以下MPM)が年8回開催に変更された2016年1月から、MPMの直前に、実際に市場取引を行っている弊社取引先の方を対象として、政策変更や金利動向に対する見通しについて、新たにアンケート調査を開始した(具体的な内容は別添参照)。以下では、このサーベイ結果をもとに、昨年1年間の動きを振り返ってみたい。

## 【Q1の金融政策変更予想について】

上田八木・金融政策インデックスは、MPM直前にその政策決定の方向性について、市場関係者の予想を調査し、DIとしたものである。

2016年の動きをみると、初回は多くが不変。マイナス金利政策導入後の第2回は不変が多い。第3回は緩和期待が半数近くとなり、第4回は不変か大半。第5回、6回は半数が緩和を予想。第7、8回はほとんどが不変を予想。基本的に不変の見方が多いが、調査時の環境によって緩和期待が大きく増減している。

図表1(1) 上田八木・金融政策サーベイ(金融政策変更予想)の結果



(注1) グラフ中の数字は各回答の構成比(%)

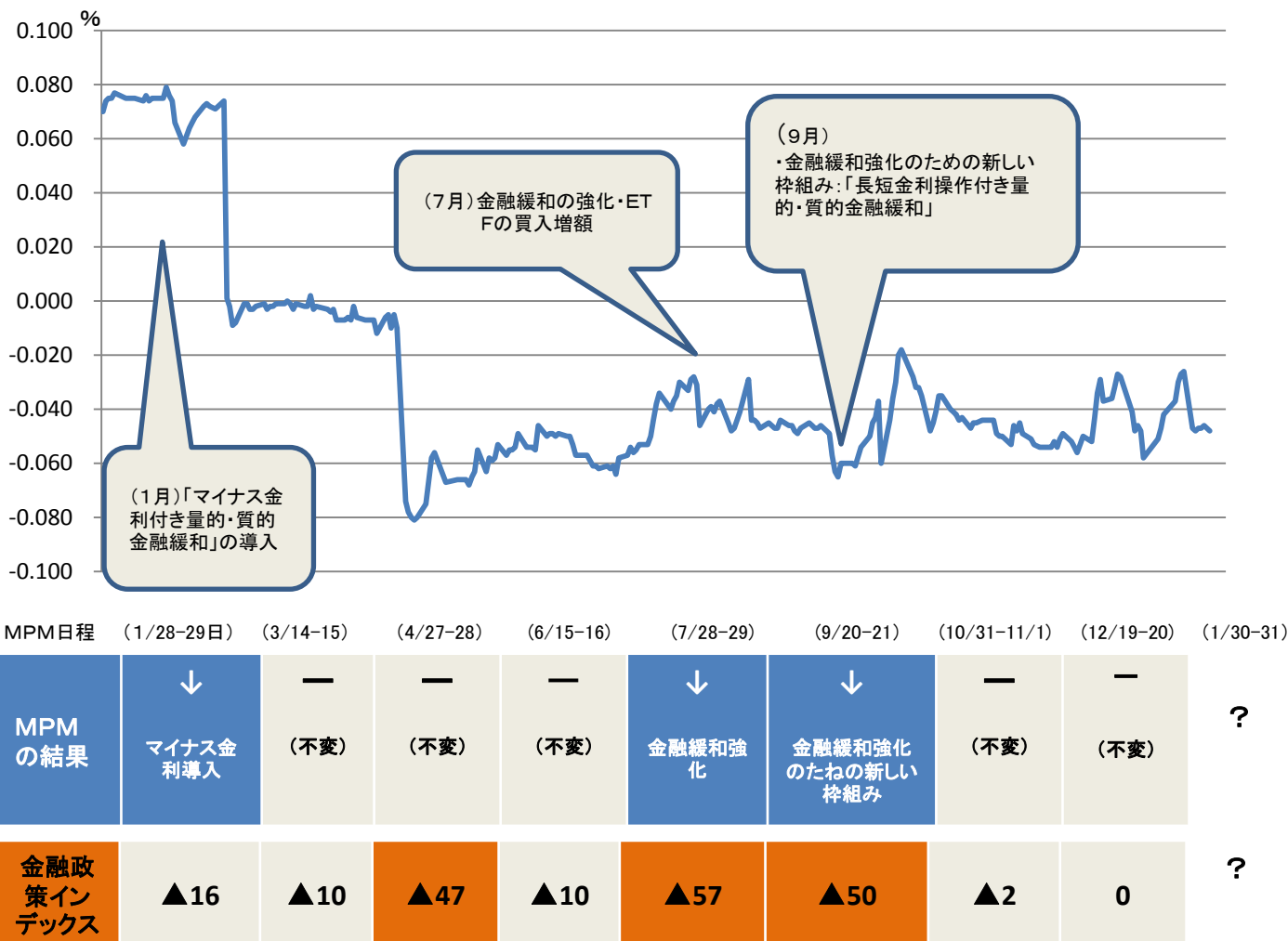
(注2) 上田八木・金融政策インデックス=各調査回の回答構成比(「引締」-「緩和」)(%)

実際の2016年中の日銀MPMの結果は、年初から数えて、マイナス金利政策導入の初回、第5回、総括的検証を行った第6回の計3回で金融緩和方向への政策変更が行われた一方、第2～4、7、8回の5回に政策変更はなかった。

サーベイ結果と比べてみると、初回は大半が政策変更なし予想の中での政策変更と波乱の幕開けとなり、第3回は半数近くが緩和を予想した中の据え置きと、前半は市場の事前の予想と、実際の金融政策の決定結果との間に比較的大きな離れがみられる場面があった(図表1(2)下のシャドーが上下でずれていることがみてとれる)。

一方、年後半は、第5、6回は市場の過半数が緩和を予想していたなかでの緩和の強化が決定されたほか、第7、8回は市場の事前の不変予想の中で、政策変更は行われなかった。このように年後半は、市場関係者の事前の予想(上田八木・金融政策インデックス)が、実際の金融政策の決定結果と大きく離れなくなっている(図表1(2)下のシャドーが揃うようになっている)。

図表1(2) 2016年初からの無担保コールO/N金利の推移と日銀の政策変更



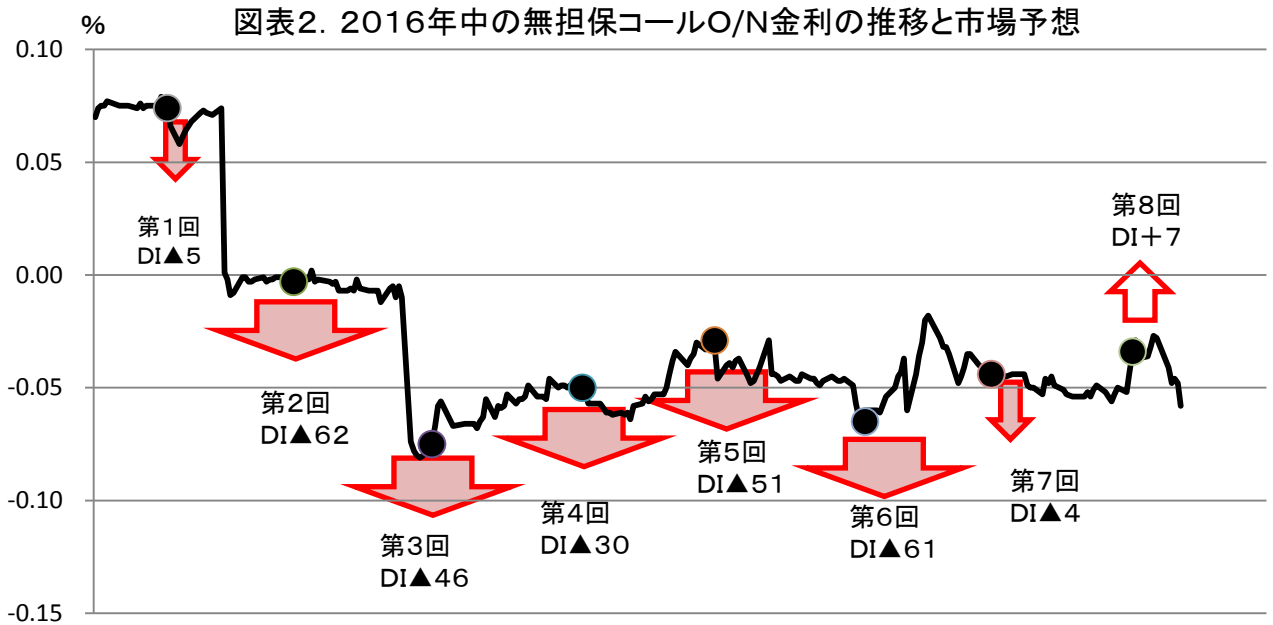
(注1) MPMの結果のシャドー(■)は、金融緩和方向に政策変更が行われた決定会合を示す。

(注2) 金融政策インデックスのシャドー(■)は、金融緩和期待が4割以上と比較的高かった調査回を示す。

## 【Q2の3ヶ月先の無担保コールO/N金利の市場予想(短期金利予想DI)について】

図表2は、昨年初からの無担保コールO/N金利と、サーベイ調査時点(●)における3か月先の無担保コールO/N金利予想の方向を矢印で表し、矢印の太さでその予想の強さを示したものである。

第1回サーベイでは、弱含み程度であった市場の金利予想を大きく下回って、実際の市場金利は急低下した。このあと第2～6回は、市場金利が総じて横ばい圏内で推移する中、市場の見方は強い低下予想が続いていた。その後、7回以降は、市場予想は横這いからやや上向きへと変わってきている。

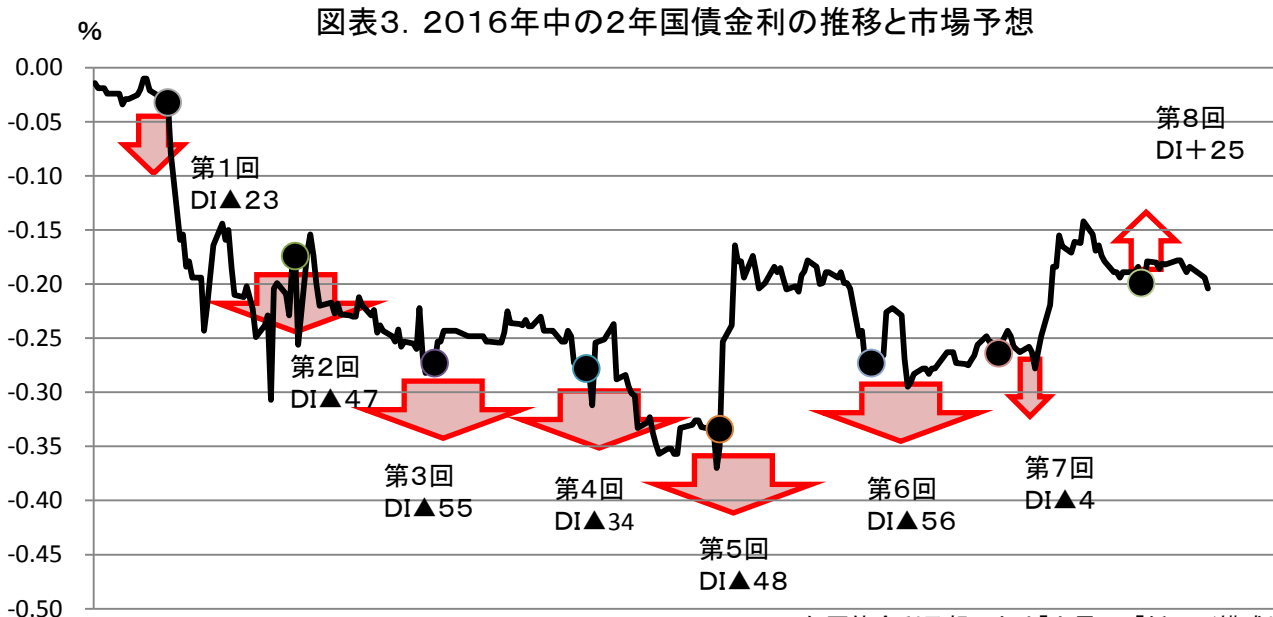


\* 短期金利予想DIとは「上昇」-「低下」(構成比%)

## 【Q3の3ヶ月先の2年国債金利の市場予想(2年国債金利予想DI)について】

図表3は、昨年初からの2年国債金利と、サーベイ調査時点(●)における3か月先の2年国債金利予想の方向を矢印で表し、矢印の太さでその予想の強さを示したものである。

第1回サーベイでは、O/N金利と同様、MPM後に市場予想を大きく下回る金利低下となった。その後、第2回～第6回までは、実際の市場金利は0.05%前後の振れが続く中、市場予想は強い金利低下予想が続いた。その後7回以降は、横這いからやや上向きへ予想へと変わってきている。



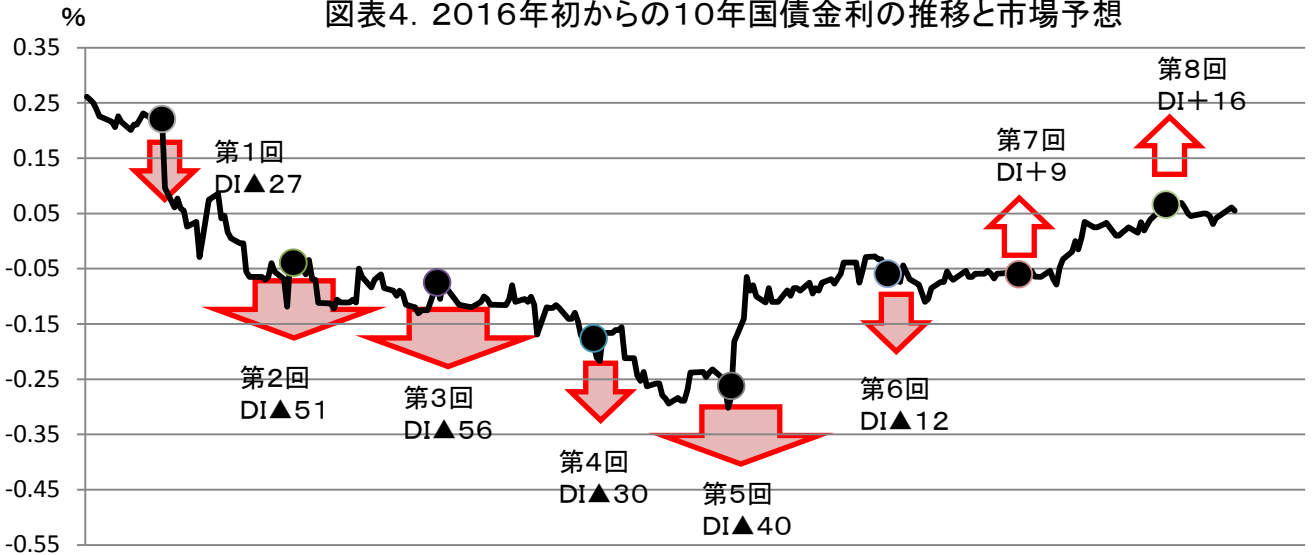
\* 2年国債金利予想DIとは「上昇」-「低下」(構成比%)

## 【Q4の3ヶ月先の10年国債金利の市場予想(10年国債金利予想DI)について】

図表4は、昨年年初からの10年国債金利と、サーベイ調査時点(●)における3か月先の10年国債金利予想の方向を矢印で表し、矢印の太さでその予想の強さを示したである。

第1回サーベイでは、O/N金利と同様、MPM後に市場予想を大きく下回る金利低下となり、第2回～第5回までは、市場の金利低下予想の中、実際の市場金利も低下していった。第5回サーベイ後頃から市場金利は上昇に転じる中、市場の金利低下予想も徐々に弱まり、第7回からは金利上昇の見方に転じている。

図表4. 2016年初からの10年国債金利の推移と市場予想

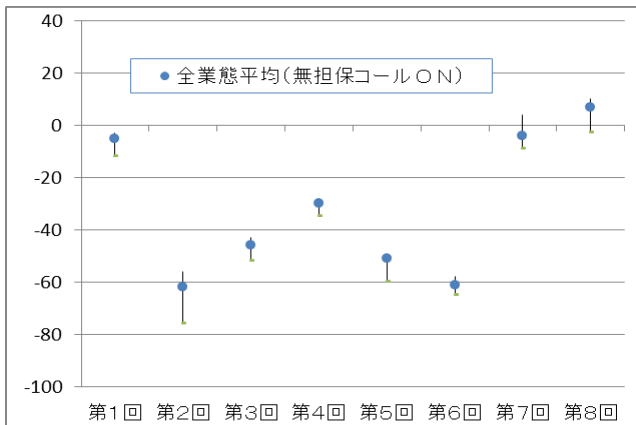


\* 10年国債金利予想DIとは「上昇」-「低下」(構成比%)

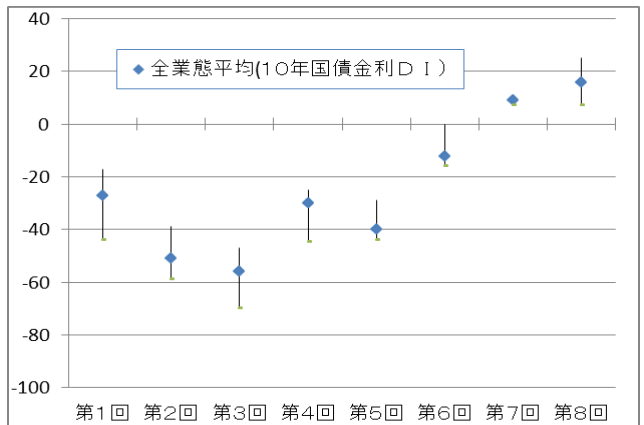
## 【DIの業態ごとのばらつき方】

サーベイでは業態別のDIも参考までに算出している。業態別DIには業態ごとのばらつきが見られる。このうち、10年国債金利予想DIについては、無担保コールO/N金利予想DIよりも業態ごとのばらつきが大きいことが分かる。

図表5 無担保コールO/N金利予想DI



図表6 10年国債金利予想DI



(注)実線は全業態平均の3か月先見通しD.I.、マークは内訳業態平均の見通し(大手銀行、地域金融機関、外銀・外証、その他)

弊社といたしましては、今後ともこのサーベイの精度向上に努めるとともに、お客様に対して有益な情報を提供できるように、改善を図っていく所存です。今後ともよろしくお願いいたします。

【本調査に関する照会先】

企画部 島本、酒井 (電話 03-3272-0293)

(参考) 上田八木・金融政策サーベイの過去データ(回答は構成比(%))

(1) 上田八木・金融政策インデックス

【調査回】	【2016】							
	第1回 (1/22-26日)	第2回 (3/8-10日)	第3回 (4/21-25日)	第4回 (6/9-13日)	第5回 (7/22-26日)	第6回 (9/13-15日)	第7回 (10/25-27日)	第8回 (12/13-15日)
引締	0	0	0	0	0	0	0	1
不変	84	90	53	90	43	50	98	98
緩和	16	10	47	10	57	50	2	1
上田八木金融政策インデックス	▲ 16	▲ 10	▲ 47	▲ 10	▲ 57	▲ 50	▲ 2	0

(2) 3か月先の無担保コールON金利

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回	第8回
引締	6	63	46	33	52	63	7	2
不変	93	36	54	64	47	35	90	89
緩和	1	1	0	3	1	2	3	9
無担保コールON金利予想D.I.	▲ 5	▲ 62	▲ 46	▲ 30	▲ 51	▲ 61	▲ 4	7

(3) 3か月先の2年国債金利

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回	第8回
引締	29	50	58	38	53	59	10	3
不変	65	47	39	58	42	38	84	69
緩和	6	3	3	4	5	3	6	28
2年国債金予想D.I.	▲ 23	▲ 47	▲ 55	▲ 34	▲ 48	▲ 56	▲ 4	25

(4) 3か月先の10年国債金利

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回	第8回
引締	40	58	61	40	52	35	4	15
不変	47	35	34	50	36	42	83	54
緩和	13	7	5	10	12	23	13	31
10年国債金利予想D.I.	▲ 27	▲ 51	▲ 56	▲ 30	▲ 40	▲ 12	9	16

(参考) 金融緩和からの出口開始時期

	第8回
1年未満	7
1年以上3年未満	51
3年以上先	42

【本調査に関する照会先】  
企画部 島本、酒井 (電話 03-3272-0293)

上田八木短資2016年1月から弊社取引先約200社を対象に以下のようなサーベイを実施しております。取引先の皆様のご協力をいただき、平均的な回答率は96%とアンケート調査としてはかなり高い回答率となっております。

調査先	弊社と取引のある銀行、証券会社、保険会社、事業法人などの市場取引関係者 — この調査は、基本的に現場の市場取引関係者に回答をお願いしており、調査部署等のエコノミストは対象としておりません。
調査内容	<p>基本的には、日本銀行の金融政策決定会合における結果予想と、3か月先の金利見通しの4問に付き、以下の三択回答を行っています。</p> <p>①直近のMPMにおける金融政策の変更(1「緩和」、2「不変」、3「引締め」の中から選択)          ②3か月先のO/N金利(現時点よりも1「低下」、2「不変」、3「上昇」の中から選択)          ③3か月先の2年利付国債金利(1「低下」、2「不変」、3「上昇」の中から選択)          ④3か月先の10年利付国債金利(1「低下」、2「不変」、3「上昇」の中から選択)</p> <p>この他、必要に応じ追加質問を行っており、2016年12月から5番目の質問を追加しています。</p> <p>⑤現在の金融緩和局面からの出口開始時期はいつ頃か(1「1年未満」、2「1年以上～3年未満」、3「3年以上」)</p>
調査方法	金融政策決定会合の前日を公表日とし、その前3営業日間、電話等によるヒアリングにより実施しています。
公表方法	日銀金融政策決定会合の前営業日14:00にホームページで公表しています。

次回サーベイの公表は、明日

公表予定日 2017年1月27日(金) 14:00

過去の公表資料、データ等については当社HPをご覧ください。

[http://www.ueda-net.co.jp/uedayagi/04-infofl/04\\_3.html](http://www.ueda-net.co.jp/uedayagi/04-infofl/04_3.html)

【本調査に関する照会先】

企画部 島本、酒井 (電話 03-3272-0293)