



# 上田八木・金融政策サーベイ2年の振り返り

～当初は市場にばらつき、サプライズ感が強かったが、最近は小さい。

2018年4月16日(月)

上田八木短資株式会社

## 【要旨】

(1)「上田八木金融政策サーベイ」は、日銀の金融政策決定会合(MPM)の直前に、市場取引関係者に対して金融政策と金利動向の見方をアンケート調査しているもの。200先近くの幅広い調査先から、毎回の回答率は概ね9割程度を維持できており、市場関係者の見方を迅速、的確に把握できる手段として利用できるものとなっている。

(2)サーベイ調査結果によれば、日銀が現在のMPM運営ルールに移行した当初は、市場の金融政策や金利動向に対する見方にばらつきが多く、日銀政策に対するサプライズ感も比較的高かった。

(3)もともと16年秋以降、最近は、市場関係者の見方のばらつきは小さくなってきている。

## 【はじめに】

上田八木・金融政策サーベイ(以下サーベイ)は、弊社が実際に市場取引を行っている取引先等(約200先)を対象に、日銀のMPMの直前に金融政策や金利動向に対する見通しについてアンケート調査を行い、集計・公表しているものである。日銀が金融政策決定会合を年8回に変更した2016年1月から開始しており、2018年3月で18回目となった。

日銀では、この4月下旬に黒田総裁の新たな体制の下で政策決定会合が開催される予定である。その前に、黒田総裁の前体制の下での2年間について、このサーベイを通じてみてとれる市場関係者の見方について振り返ってみたい。

## 【上田八木サーベイの特徴】

はじめに本サーベイのアンケート調査としての利点を3点挙げておきたい。

- ① 主として実際に市場取引を行っている取引当事者が回答していること。
- ② サンプルは200先程度で、銀行、証券、保険など幅広い金融市場関係業種が網羅されている。
- ③ 回答率も90%程度と高い水準を確保している(調査回ごとのバイアスは小さい)。

図表1 上田八木・金融政策サーベイの回答率推移

2016年	第1回(1/27)	第2回(3/11)	第3回(4/26)	第4回(6/14)	第5回(7/27)	第6回(9/16)	第7回(10/28)	第8回(12/16)
調査先数	203	205	205	204	204	204	202	202
回答率	96.5%	96.5%	95.6%	98.5%	95.5%	93.1%	97.0%	94.5%
2017年	第9回(1/27)	第10回(3/14)	第11回(4/25)	第12回(6/14)	第13回(7/18)	第14回(9/19)	第15回(10/27)	第16回(12/19)
調査先数	200	199	198	198	198	197	197	197
回答率	95.5%	95.4%	93.9%	95.4%	93.4%	91.8%	91.3%	89.8%
2018年	第17回(1/19)	第18回(3/7)						
調査先数	197	197						
回答率	90.8%	89.3%						

## 【Q1の金融政策変更予想について】

図表1はサーベイにおけるMPMIについての予想と実際の政策について一覧表にしたものである。上田八木・金融政策インデックスとは、予想における「引締」(%)－「緩和」(%)の数値をDIとしたものである。

2016年は第1回から第6回まで、市場の見方が不変と緩和で大きく揺れ、見方が割れる中で、金融決定が行われた。すなわち、第1回目は84%が不変を予想するなかマイナス金利政策導入という大きな政策変更があり、第3回は不変と緩和期待が半数近くと拮抗する中で政策変更はなかった一方、第5回、6回も、ともに不変と緩和が拮抗したが、金融緩和方向への政策変更となった。

第6回に「長短金利操作付き量的質的金融緩和」を導入したあと、第7回以降はほとんどが不変を予想、実際の金融政策も変更なしが続いている。

日銀が16年1月から年8回の現在の金融政策決定会合ルールに移行後、当初は日銀の政策に対する市場の見方にばらつきが多く、日銀と市場との間のギャップも大きかったが、最近では日銀の政策について市場関係者の見方のばらつきは非常に小さくなっている。

図表1 上田八木・金融政策サーベイ(金融政策変更予想)の結果

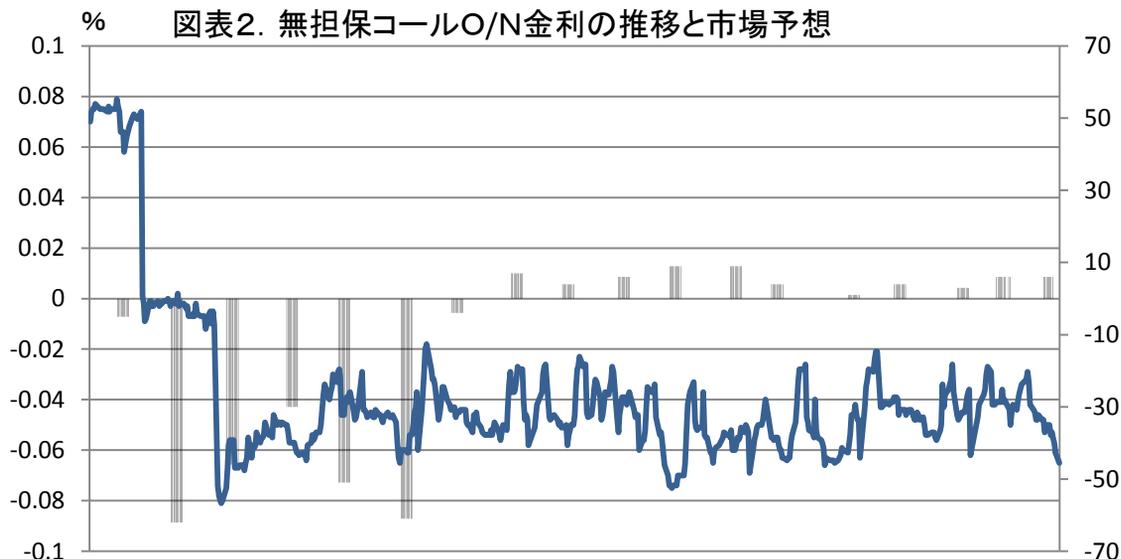
	「緩和」予想(%)	「不変」予想(%)	「引締」予想(%)	上田八木・金融政策インデックス	実際の金融政策
第1回(16/1月)	16	84	0	▲16	マイナス金利付き量的・質的金融緩和導入
第2回(16/3月)	10	90	0	▲10	変更なし
第3回(16/4月)	47	53	0	▲47	変更なし
第4回(16/6月)	10	90	0	▲10	変更なし
第5回(16/7月)	57	43	0	▲57	ETF買入増額
第6回(16/9月)	50	50	0	▲50	長短金利操作付き量的・質的金融緩和導入
第7回(16/10月)	2	98	0	▲2	変更なし
第8回(16/12月)	1	98	1	0	変更なし
第9回(17/1月)	1	99	0	▲1	変更なし
第10回(17/3月)	0	100	0	0	変更なし
第11回(17/4月)	0	100	0	0	変更なし
第12回(17/6月)	1	99	0	▲1	変更なし
第13回(17/7月)	0	100	0	0	変更なし
第14回(17/9月)	0	100	0	0	変更なし
第15回(17/10月)	1	99	0	▲1	変更なし
第16回(17/12月)	0	99	1	+1	変更なし
第17回(18/1月)	1	98	1	0	変更なし
第18回(18/3月)	1	99	0	▲1	変更なし

## 【Q2 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、サーベイ開始の2016年初からの無担保コールO/N金利(左軸)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(DI)を棒グラフ(右軸)で示したものである。

第1回のDIは若干弱含み程度であったが、マイナス金利の導入後市場金利は急低下した。第2～6回は市場の見方は強い低下予想が続くなか、深めのマイナスのまま横ばい圏内で推移した。

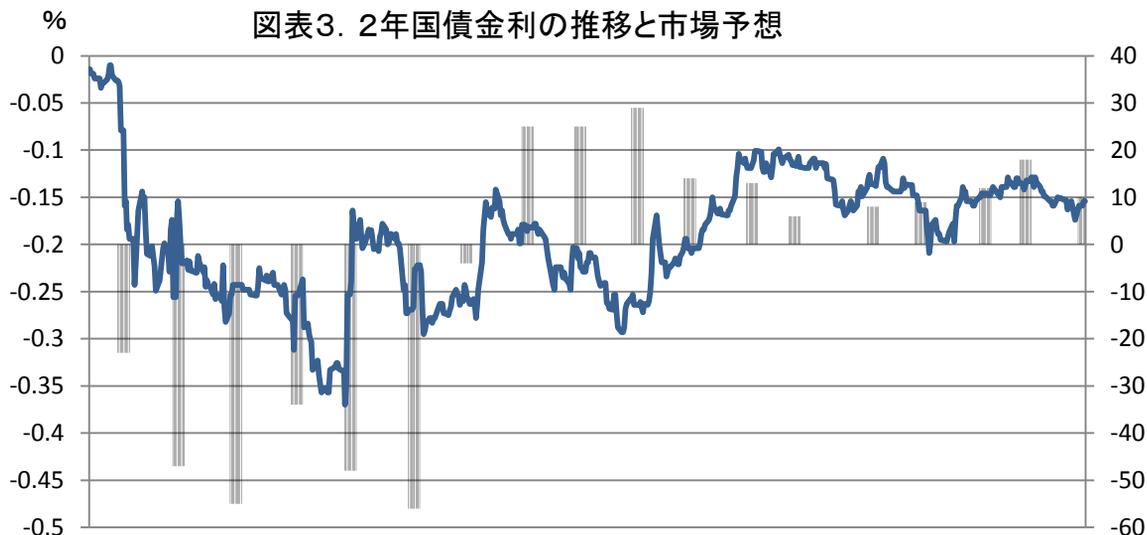
7回以降は、市場予想は総じて安定した動きとなるなか、金利も概ね横ばい圏内の動きとなっている。



## 【Q3 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、サーベイ開始の2016年初からの2年国債金利(左軸)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(DI)を棒グラフ(右軸)で示したものである。

第1回から第6回までは、市場の低下期待が強い中、市場金利も低下気味で推移した。一方、その後市場の見方は大きく反転してプラスに転じ、その後は総じてプラス圏内の見方が続いている。また、金利も市場の見方に追従し緩やかな上昇傾向と示し、最近ではプラス圏内での動きとなっている。

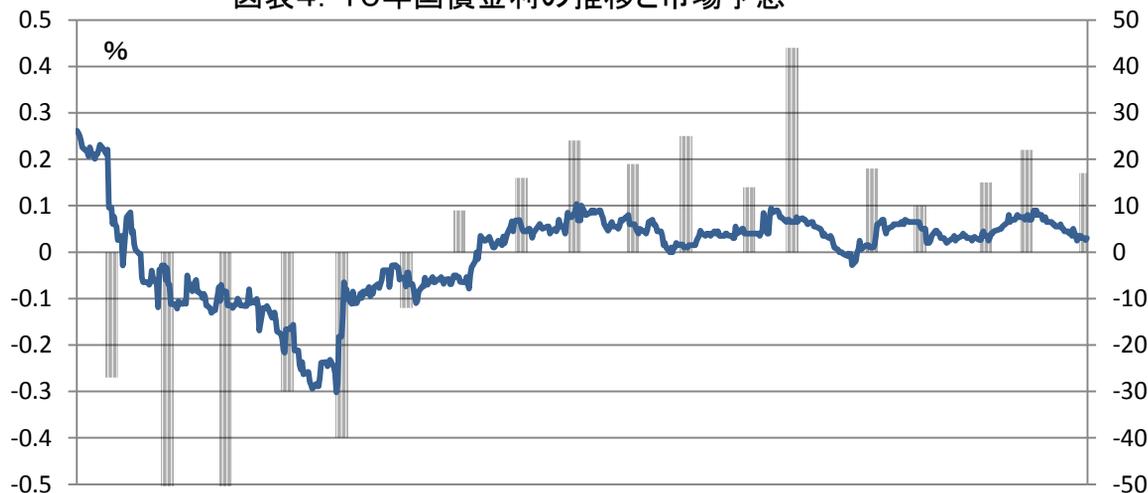


## 【Q4 3ヶ月先の10年国債金利の市場予想(10年国債金利予想DI)について】

図表4は、サーベイ開始の2016年初からの10年国債金利(左軸)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(DI)を棒グラフ(右軸)としたものである。

第1回から第5回は、市場の金利低下期待が総じて強い中、実際の金利も低下傾向を示した。その後、第6回からは、市場の金利低下期待がやや緩和し、第7回以降は一貫して金利上昇の見方が続いている。こうした中、金利も第6回の政策変更の後、上昇に転じ、7回以降は概ねプラス圏での動きとなっている。

図表4. 10年国債金利の推移と市場予想

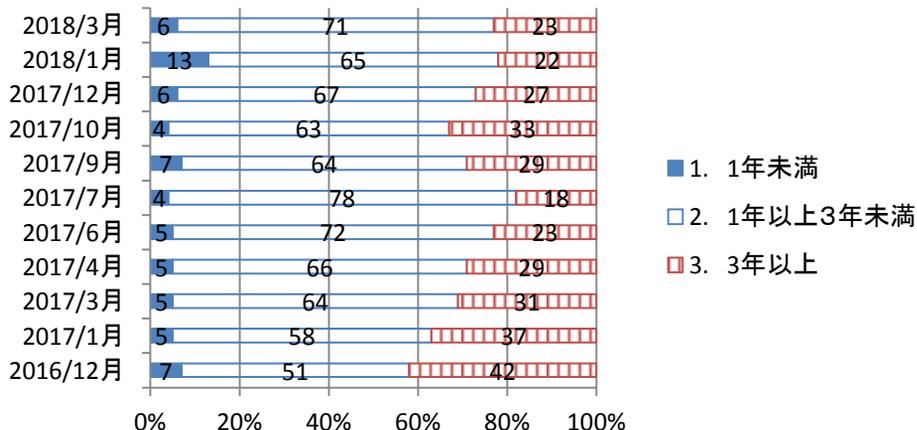


## 【Q5 出口開始時期について】

図表5は、第8回サーベイから開始した日銀の現状の金融政策からの出口開始時期を予想する質問である。

2016年12月には出口開始の時期は3年以上先と回答する先が42%と最も多かった。しかしこの見方は徐々に減少している。一方、1年以上3年未満と答える先は、当初は半分程度にとどまっていたが、現在では7割程度まで上昇している。なお、1年未満との見方は総じて1割未満と引き続き少ない。

図表5. 出口開始時期の予想



弊社では、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)