

日本経済

日銀はハト派姿勢を維持

2022年3月18日

Chief Investment Office GWM

青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者) daiju.aoki@ubs-sumitrust.com; 細野 光史、アナリスト

- 日本銀行は3月18日の金融政策決定会合で金融緩和の維持を決定した。黒田総裁のトーンは全体的にハト派的だったが、日銀の政策調整の方向性についてのヒントがいくつかあった。
- 国内総生産(GDP)成長率が堅調に回復し、インフレ率が賃金の伸びを伴って2%近くに上昇し、新たに指名された日銀政策委員会委員の顔ぶれも踏まえると、日銀は2022年後半、または2023年前半にイールドカーブ・コントロールを調整する可能性がある。市場では日銀の政策調整に対する思惑が強まる可能性がある。
- 日銀がイールドカーブ・コントロールを調整すると、10年国債利回りは年末までに0.25~0.4%に達しても不思議ではない。円には幾分の上昇圧力が生じるかもしれない。株式については、景気回復に伴う債券利回りの上昇が金融や一部の景気敏感セクターに恩恵をもたらす可能性がある。



出所:iStock

日銀は3月18日の金融政策決定会合で、大方の予想通り金融政策の基本方針を据え置いた。短期金利を-0.1%、10年国債利回りを0%程度に維持するイールドカーブ・コントロールは維持された。資産購入については、上場投資信託(ETF)および不動産投資信託(J-REIT)の年間上限購入額をそれぞれ12兆円、1,800億円に据え置くことが決定された。

「当面の金融政策運営について」は、会合後の記者会見における黒田総裁のコメントと同じく、全体的にハト派的な内容だった。このコメントを受けて、ドル円は1ドル=119円まで(ドル高円安方向に)上昇した。だが、日銀の政策調整の方向性についてはいくつかのヒントがあった。黒田総裁は、コストプッシュ型インフレは持続せず、現行の金融緩和政策を維持することが重要であると強調した。しかし、輸入物価の上昇が経済の他の分野に広がった場合には日銀は動くとも述べた。

記者会見とは別に、黒田総裁は3月16日に国会で、長期債利回りが低下すると金融セクターの収益が悪化するため、イールドカーブを傾斜させておくことが重要だと指摘した。同時に、日銀は現在上下25ベーシスポイント(bp)としている長期金利変動幅を当面変更する計画はないと述べた。

日銀がイールドカーブコントロールを調整する可能性

黒田総裁は金融政策の調整または正常化の必要性を否定したものの、我々は、2022年後半または2023年前半に、長期債利回りの上昇をある程度許容することでイールドカーブ・コントロールを調整する可能性があると考えている。理由はいくつか考えられる。

第1に、3月下旬にまん延防止等重点措置が解除されるため、2022年第2四半期(4-6月期)または第3四半期に経済成長率が回復すると考えている。エネルギー価格と食品価格の値上がりは、消費者心理にある程度の重石となる可能性がある。しかし、家計はまだおよそ40兆円(対国内総生産(GDP)比で7%)という莫大な余剰貯蓄を抱えている。さらに、GoToトラベルキャンペーンの再開もサービス消費を押し上げる可能性がある。7月の参議院選挙前に予想される景気刺激策も家計の景況感を支えよう。

第2に、我々は2022年後半に穏やかな賃金上昇を予想しており、年後半のインフレ率は1%を優に上回って推移するだろう。最近行われた労使間の賃金交渉(春闘)で示された今年の賃上げ率は、昨年の前年比+1.86%に対して+2%超(ただし現時点では大手企業のみ)と、予想以上に強い結果となった。黒田日

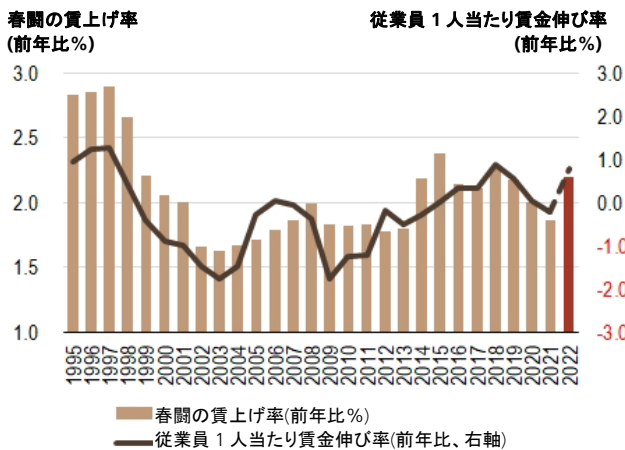
日本経済

銀総裁も、今年の春闘について、これまでのところ非常にうまくいっていると述べている。

5月から6月にかけて、各社の労使交渉の結果が次々と発表されるだろう。春闘による賃金伸び率は2%を上回ると予想される。これは、従業員1人当たり名目賃金伸び率の前年比+1%と平仄が合い、消費者物価指数(CPI)伸び率の1%を大きく上回る(図表1参照)。

図表1 – 春闘による賃上げと労働者1人当たり賃金伸び率

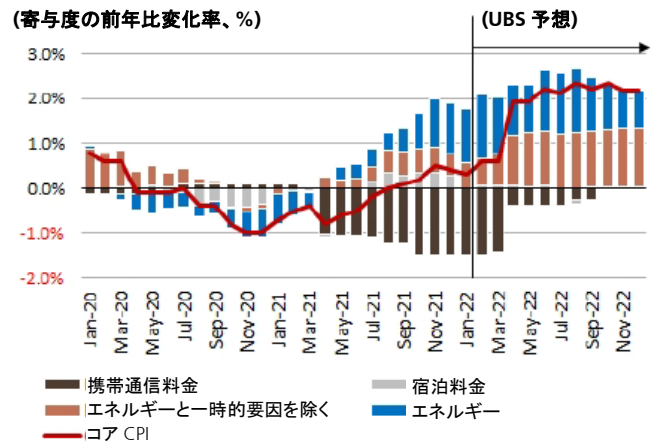
春闘における2%超の賃上げは約1%の賃金の伸びと平仄



出所: Haver, UBS

第3に、賃金の伸びが緩やかでエネルギー価格の上昇圧力が続くことから、生鮮食品を除いたコアCPIは2022年後半でも2%近い高水準で推移しそうだ(図表2参照)。2月には、全国のコアCPI上昇率は前年同月比+0.6%と、1月の同+0.2%に続いて低水準にとどまった。だが、2021年4月以降の通信料金の値下げといった一時的要因を除くと、コアCPIは前年比+2.1%となる。こうした押し下げ効果の大半は4月までには徐々に解消され、4月以降はコアCPIが+2%に近づく急激な上昇が予想される。インフレ率の2%達成は一時的かもしれないが、日銀がイールドカーブ・コントロールを調整するには十分だと考えている。

図表2 – UBSによるコアCPI(生鮮食品を除く)見通し
2022年後半も高い水準が続く



出所: Haver, UBS

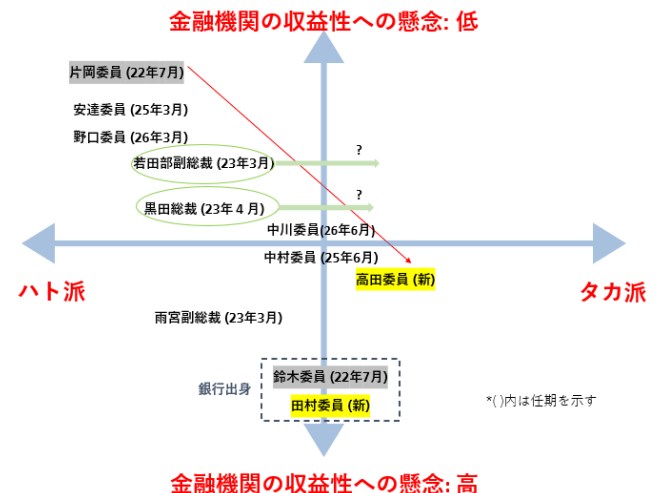
日銀への政治的圧力

こうした経済的理由に加え、政治的理由もある。現在の岸田内閣は日銀の金融政策の正常化を望んでいる模様である。国際通貨基金(IMF)は経済政策に関する各国政府のスタンスを反映することが時々あるが、そのIMFが最近日銀に対し、景気回復に合わせて金融セクターの収益性を上げるために金融政策の正常化を図るよう提言した。

さらに、岸田首相は、2022年7月に退任する片岡剛士氏の後任となる新たな日銀政策委員会委員候補を指名した(図表3参照)。片岡氏は金融緩和に積極的なスタンスでよく知られているため、より中立的なスタンスの委員候補を指名したということは、政府が日銀の金融政策の正常化に備えていることを示唆するものかもしれない。また、黒田総裁は2023年4月に任期を満了する。次期総裁は、岸田内閣の見解を反映してややタカ派的な人物になる可能性があるというのが市場の憶測である。

図表3 – 日銀政策委員会委員の政策姿勢

岸田総理は日銀政策委員会の新委員にハト派色の薄い候補者を指名



出所: UBS

日本経済

また、岸田総理大臣は最近、円安が続いた場合の消費への悪影響について語っている。黒田総裁は、もはや2%のインフレ目標達成のために円安を追求することはないようだ。円安がさらに続いた場合、円を安定させるために金融政策調整への圧力がかかるかもしれない。

市場への影響

日銀はまだしばらくはハト派姿勢を維持するかもしれないが、以上のような経済的、政治的理由から、2022年後半から2023年前半にかけて、おそらく10年国債利回り目標の変動幅を拡大することで、イールドカーブ・コントロールの調整を始める可能性が高い。

また、GDP成長率の堅調な回復が明らかとなり、インフレ率が賃金の伸びを伴って2%近くに上昇し、2022年後半に日銀の新総裁が指名されると、日銀の政策調整をめぐる市場の憶測も高まる可能性がある。

景気回復の中で長期債利回りの上昇を容認するのは自然なことであるため、日銀はこうした政策調整を政策の正常化のはじまりとはみなしていないかもしれない。米国10年国債利回りが2022年末までに2.1~2.3%に達すると仮定すると、日本の10年国債利回りが0.25~0.4%に到達しても不思議ではない。

日銀による長期金利上昇の容認により、円は幾分の上昇圧力にさらされる可能性がある。株式市場については、景気回復に伴う債券利回りの上昇が、金融や一部の景気敏感セクターに恩恵をもたらす可能性がある。

日本経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があります。現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10% (税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375% (税込) の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3% (税込) の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3% の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0% の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20% (税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75% (年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、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お読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76% (税込) をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費

日本経済

用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号