

日本経済

日銀は金融引き締め動きに追随するのか？

2022年12月20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、上里 啓、ストラテジスト

- 12月の金融政策決定会合で、日銀は唐突にイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)の運用見直しを決定し、長期金利(10年国債利回り)の変動許容幅を従来の $\pm 0.25\%$ 程度から $\pm 0.5\%$ 程度に拡大した。
- 声明文「当面の金融政策運営について」は、今回の措置によって、市場の機能改善を図り、緩和的な金融環境を維持しつつ、その効果が企業金融などを通じてより円滑に波及することを目指すとして述べている。
- この発表を受けて、10年国債利回りは0.25%から0.46%へと急騰し、ドル円は137.1円から133円へと下落した。円の上昇の影響で日経平均株価は下落したものの、金融セクターは今回の見直しによる恩恵を受けた。
- 金融政策決定会合後の記者会見で、黒田総裁は今回の見直しを「事実上の利上げ」ではないと主張した。しかし、10年国債利回りの上限引き上げは将来の金融政策の正常化を示唆している。そうなれば、次期総裁の下でイールドカーブ・コントロールが廃止される可能性も視野に入る。



出所: iStock

何が起きたか？

12月19日から20日にかけて開催された金融政策決定会合で、日銀はイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)の運用の見直しを唐突に決定し、長期金利(10年国債利回り)の変動許容幅を従来の $\pm 0.25\%$ 程度から $\pm 0.5\%$ 程度に拡大した。目標金利は0%に維持される。

声明文は、今回の措置によって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つつ緩和的な金融環境の維持を目指すとして述べている。また、黒田総裁は会合後の記者会見で、日本の国債市場と社債市場の流動性が極端に低いと金融環境に悪影響を及ぼす恐れがあると述べた。

なお、それ以外の金融政策の枠組みは変更していない。すなわち、1)短期金利には0.1%のマイナス金利を適用、2)10年国債利回りの目標水準は0%程度、3)上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(J-REIT)の年間購入額上限はそれぞれ12兆円と約1,800億円、4)コマーシャル・ペーパー(CP)と社債の年間購入額上限はそれぞれ2兆円と3兆円とする政策は維持される。

発表直後の市場の反応を見ると、10年国債利回りは0.25%から0.46%へと急騰し、ドル円は137.1円から133円へと円高

ドル安方向に動いた。円の上昇を受けて日経平均株価指数は2~3%下落したが、金融セクターは今回の見直しの恩恵を受けた。

記者会見で、黒田総裁はイールドカーブ・コントロール(YCC)の運用見直しを「事実上の利上げ」でないと主張し、今回の措置によって市場機能の改善を図り、金融緩和の持続性を高め、その効果が企業金融などを通じてより円滑に波及していくようにすると繰り返し強調した。

なぜ今なのか？

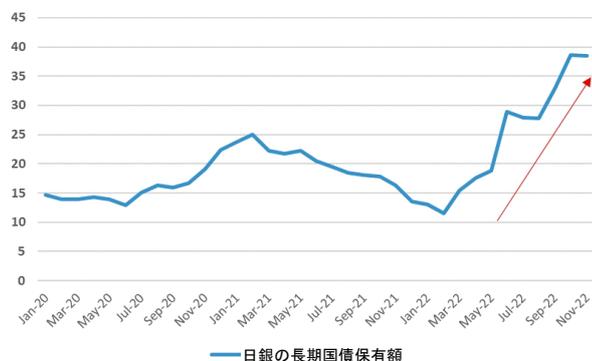
発表は市場には寝耳に水で、メディア調査に回答した47名のエコノミスト全員が今回の変更を予想していなかった。しかし、市場は金融政策の変更が来年には実施されるとの見方を次第に高めていたため、日銀は10年国債利回りを0.25%に維持するために日本国債の大幅購入を余儀なくされてきた。実際、2022年における日本国債の購入額は、昨年11月の約15兆円から今年11月には約40兆円へと増加している(図表1を参照)。その結果、日本国債の流動性が極端に低下し、国債市場の機能に悪影響を与えていた模様だ。

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルスマネジメント株式会社が作成した“Japanese economy: Will the BoJ join the tightening camp?”(2022年12月20日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年12月22日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

国債買い入れ額の急加速が市場機能を損ねていた可能性

日銀の長期国債保有額、(前年比増加額、単位:兆円)

(前年比増加額、単位:兆円)



出所: 日本銀行、UBS

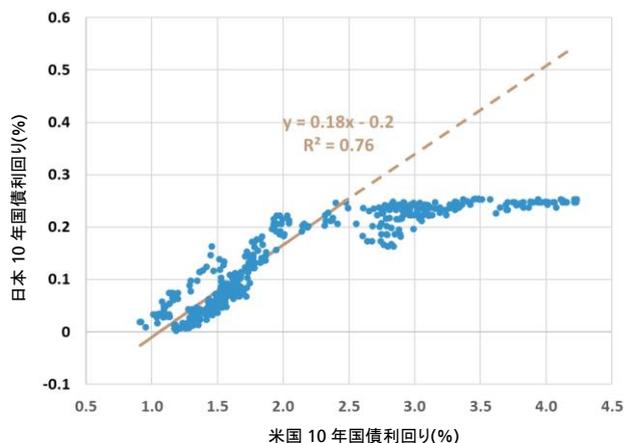
日銀は今後どう動くのか

日本国債の10年利回りおよそ0.45%は、米10年国債利回り3~3.5%と整合すると思われる(図表2参照)。したがって、少なくとも短期的にはさらなる利上げ余地は限られているとみてよいだろう。しかし、このような憶測を避けるためにも、黒田総裁は日銀が金融緩和政策を続けることを市場に納得させる必要がある。

2023年に向けては、2013年に定められた「2%の物価安定目標」の改定が、次期総裁が就任する2023年4月以降に行われると複数のメディアが報じている。黒田総裁は金融緩和政策を継続すると強調したものの、10年国債の上限を引き上げるといことは、日銀が新総裁の下で、イールドカーブ・コントロールの廃止を含む金融政策の正常化に将来踏み切る可能性があることを示唆する。

日本の10年国債利回り約0.4%は米国10年国債利回り3~3.5%と整合的

2021年以降の日米10年国債利回りの日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS

市場への示唆

- 10年国債利回りが若干上昇しても企業の景況感にはさほど影響しないだろう。直近の日銀短観によると、企業の事業計画は1米ドル=132円を前提としており、ある程度の円高が進んだ現在もまだその水準を上回っている。
- 2023年の10年国債利回りは、年間を通じて0.4~0.5%水準にとどまるだろう。ただし、4月以降にインフレ目標が変更され、新総裁が政策の枠組みをさらに調整すると、多少の上昇リスクはあり得る。
- 円については、137.1円から133円への大幅な円高・ドル安の動きはやや行き過ぎに見える。したがって、目先は米ドルが反発する可能性がある。2023年には、米連邦準備理事会(FRB)による利上げサイクルの転換点が近づいていることもあり、円高・ドル安基調が続く可能性が高いとの見方を維持する。
- 円高は日本の輸出業者には悪材料だが、円安の幾分の調整であれば、2023年に賃金上昇がさらに加速する中でサービス消費の下支え要因になるだろう。さらに、日本国債のイールドカーブのスティープ化も日本の金融セクターにはプラスに働く。我々の株式戦略では、日本の経済活動の再開と金融セクターという投資テーマを引き続き推奨する。

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)が作成したりサーチラポートをもとに、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、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。

日本経済

「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 2.20% (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・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。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