

日本経済

転換点を迎える日銀の金融政策

2023年2月15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、居林 通、日本株リサーチヘッド; 小林 千紗、アナリスト

- 経済学者の植田和男氏が次期日銀総裁に指名され、市場に大きな驚きを持って受け止められた。だが、植田氏の政策スタンスはバランスが取れており、新総裁の下で日銀が性急な引き締めには舵を切ることはないだろう。
- 我々は依然、2023年下期に日銀が長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を撤廃するものと予想する。イールドカーブ・コントロールを続ける限り、市場で投機的な動きは収まらず、日本国債市場の機能は回復しないだろう。操作対象を現行の10年国債利回りから短期化させても、状況は改善しないと思われる。
- 短期政策金利は少なくとも2023年は引き上げられることはないと思われる。需要の伸びを踏まえると今の高インフレは持続可能ではなく、短期政策金利の引き上げは住宅投資に深刻な打撃を与えかねない。
- 日銀がイールドカーブ・コントロールを撤廃した場合、10年国債利回りは0.8%近辺に上昇する可能性がある。株式、特に金融セクターは、大半のプラス材料を織り込み済みである。よって、日銀が短期金利を引き上げない限り、金融セクターのさらなる上値は限定的だろう。



出所: iStock

転換点を迎える日銀の金融政策

政府は4月に任期を終える黒田日銀総裁の後任として、元東京大学教授で元日銀審議委員の植田和男氏を起用する案を正式に提示した。植田氏の国会答弁を経て、恐らく2月24日か27日に衆参両院で過半数の賛成により承認され、正式に任命される。

ハト派で知られる現副総裁の雨宮氏が指名されるとの意見が大勢を占めていたため、植田氏の起用は市場に大きな驚きを持って受け止められた。2名の副総裁には、内田日銀理事と氷見野前金融庁長官が起用される。植田氏は雨宮氏ほどハト派ではないだろうが、新総裁と2人の新副総裁の政策スタンスはバランスが取れており、経済成長に沿って徐々に政策の正常化を進めていくとみられる。

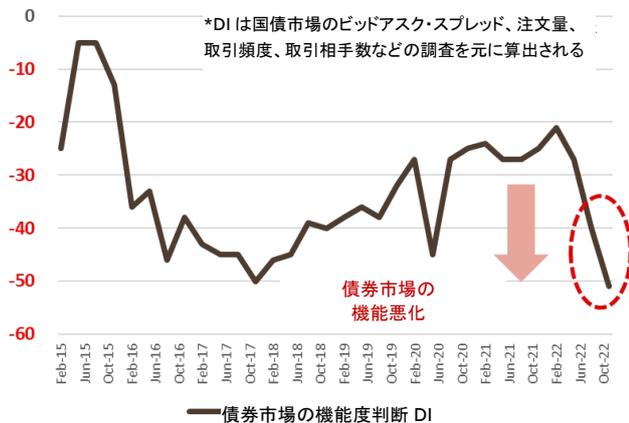
我々は、新たな新体制の下で日銀が性急な政策引き締めを行うとは考えていない。植田氏の直近の金融政策に対する見解は明確ではないが、2022年7月に、2%を上回るインフレ率は経済成長と賃金の伸びを考えると持続可能ではなく、日銀は緩和的な金融政策を継続する必要があるとコメントしている。同時

に、植田氏はイールドカーブ・コントロールがもたらす問題点や、日銀が出口戦略を準備することの重要性についても指摘した。

日銀の金融政策の見通し

我々は、新総裁と新副総裁に替わっても、日銀は遅かれ早かれ今年中にイールドカーブ・コントロールを撤廃するとの見方を変えていない。それは主に、今の体制を続ける限り、日本国債市場の機能が改善しそうにないからだ。日銀がビッドアスク・スプレッド、取引頻度、注文量などの調査に基づいて算出する債券市場の機能度判断指数(DI)は、2022年11月に急速に悪化している(図表1参照)。

図表 1 - 日本の国債市場の機能は急激に悪化
日銀債券市場サーベイにおける機能度判断指数(DI)



出所: 日本銀行、UBS

また、2022年12月に日銀が10年国債金利の変動幅の上限を0.25%から0.5%に拡大し、1月に民間銀行の国債購入を誘引するために共通担保資金供給オペを拡充した後でさえも、日銀は金利を抑えるために積極的な国債購入を継続している。日銀による市場からの毎月の国債購入額は、1月に過去最高の23.7兆円に達した(図表2参照)。

図表 2 - 日銀の国債買い入れ額は2023年1月に過去最高を記録

(月間の国債買い入れ額、兆円)



出所: 日本銀行、UBS

市場参加者の中には、日銀が政策正常化の次の段階として、金利の操作対象を現在の10年国債利回りから5~7年へと短期化すると考える向きもある。だが、わずかな修正や小出しの政策変更では、追加政策修正に対する投機を増大させ、短期的に日銀が国債を大量に買わざるを得なくなる可能性がある。

日銀がイールドカーブ・コントロールを放棄するタイミングについては、3月~6月の春闘明けの力強い賃上げ加速と、4~6月期

の国内総生産(GDP)ギャップのプラス転換を確認した後の2023年下期になるだろう。また、世界のマクロ経済指標の動向を見極めることも重要だ。

だが、新総裁の下で初の開催となる4月28日の日銀政策決定会合に向けて、さらなる政策正常化への憶測が高まるだろう。政府が2%のインフレ目標について日銀と結んだ共同声明(アコード)を修正する可能性があるからだ。

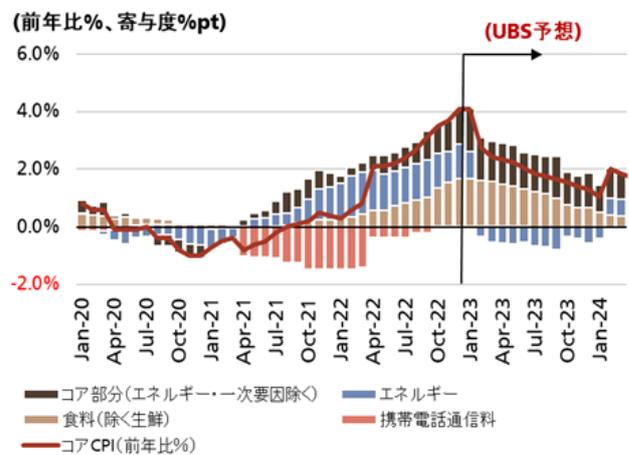
短期政策金利が引き上げられる可能性は低い

イールドカーブ・コントロールの撤廃については2023年下期を予想しているが、短期政策金利については、現行の-0.1%からプラス圏に引き上げられる可能性は低いとみている。足元のインフレ率(2022年12月は前年同月比+4.0%)は、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギーや食料価格への長引く影響や、昨年の急激な円安がもたらしたものであって、持続的なものではないことがその主な理由だ(図表3参照)。

2月からは家計のエネルギー支出への政府補助金が消費者物価指数(CPI)に対するエネルギーの寄与度を押し下げる可能性があり、食料価格の上昇も対前年比で一服するだろう。サービス価格はいくぶん上振れ圧力が強いものの、生鮮食品を除くコアCPIは年末までに2%を下回る水準に再び低下するとみられる。

図表 3 - インフレ率は鈍化へ

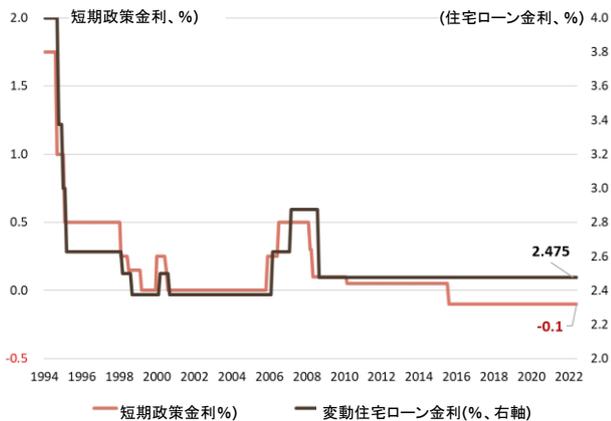
(寄与度別にみたコアCPI、前年比%)



出所: 総務省、UBS

また、短期金利の引き上げは住宅投資に打撃を与えるだろう。住宅購入者の大多数が、日銀の短期政策金利に連動する変動金利で住宅ローンを借り入れているからだ(図表4参照)。住宅ローン金利に影響しないよう、短期政策金利を現行の-0.1%から0%へと引き上げるリスクはある。だが、2%のインフレ目標が持続的に達成されると日銀が考えない限り、0%を超える水準への短期金利の引き上げという明白な政策引き締めは可能性が低い。

図表 4 – 住宅ローンの変動金利は短期政策金利と連動
日銀の短期政策金利と住宅ローンの変動金利(%)



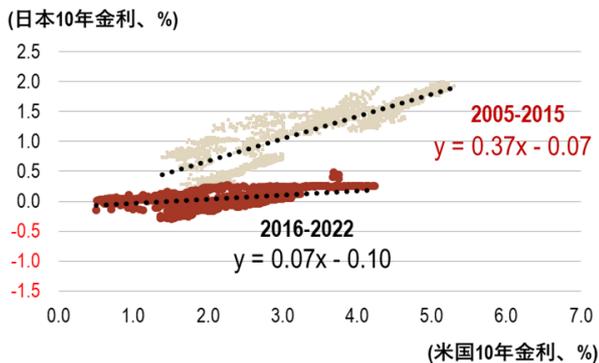
出所: 日本銀行、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、UBS

10 年国債利回りは一段と上昇する公算

我々は、日銀は 2023 年上期は 10 年国債利回りの上限を現状の 0.4~0.5% で維持すると考えている。だが、着実な賃金上昇と GDP ギャップのプラス転換が起これば、イールドカーブ・コントロールを撤廃することもありうる。そうなれば、約 3.0~3.5% の米 10 年国債利回りに対応して、日本の 10 年国債利回りも 0.8~1.2% へと押し上げられる可能性がある(図表 5 参照)。しかし、日銀は債券購入のペースを速めて国債利回りの上昇を抑えるだろう。全体として我々は、2023 年末の日本の 10 年国債利回りをレンジ下限の 0.8% 近辺と予想する。

図表 5 - 米国 10 年国債利回り 3% 近辺から、日本の 10 年国債利回りは 0.8~1.2% に整合

日米の 10 年国債利回り



出所: ブルームバーグ、UBS

金融政策の追加変更がなく、GDP の潜在成長率が 0.5% 近辺、長期インフレ期待が 0.5~1.0% と想定し、多少の国債リスクプレミアムを加味した場合、日本の 10 年国債の中立金利は、理論上 1.5% 近辺になる。

日本に英国の LDI パニックのようなリスクはあるか？

昨年 9 月末、英国のトラス前首相が財源の裏付けのない財政緩和策を発表したのを機に、英国国債が暴落(金利は急騰)した。そして、これが予想外の金利上昇スパイラルを引き起こした。英国の企業年金基金は、金利急騰により現金準備を上回る追加証拠金に直面し、一時的に国債の流動性が枯渇したのだ。英国では、一部の年金基金は負債主導型投資(LDI)戦略を採用している。LDI とは、負債の金利リスクをヘッジし、より高いリターンを追求するために、レバレッジの高いデリバティブ投資を使用することを奨励する戦略だ。

一部の投資家は、日本国債の利回りが上昇すると、昨年英国で生じたような状況が日本でも生じるのではないかと懸念している。しかし、そのリスクは非常に低いと我々は考える。日本の年金基金は LDI 戦略は採用しておらず、バランスシートの管理にレバレッジの高いデリバティブを使用する動機もない。したがって、日本で LDI ショックが起こる可能性は低いと考える。またマクロ経済の観点からみると、日本は英国と異なり、対外資産(および海外から発生する収入)が多い。日本の金利が財政リスクに伴う上乘せ金利(プレミアム)によって急上昇することはないだろう。

国債の利回りが 1.0% 以上に急上昇した場合、日銀は 20~30 兆円程度の含み損を抱えることになる。しかし、日銀は国債を(時価ではなく)簿価で評価し、満期まで保有するため、この含み損が財政リスクにつながることはないと考えている。

日本株式への示唆

日銀の金融政策に対する我々の見方に基づけば、日本の金融株にとってのプラス要因、すなわちイールドカーブ・コントロールの撤廃は、概ね織り込み済みであると考えている。我々は日銀新総裁が少なくとも 2023 年中に短期政策金利を引き上げるとは予想していないため、2022 年 3 月に開始した投資テーマ「金融セクターの魅力が高まる」を終了し、利益を確定することとした。

我々は、2023 年後半に予想される在庫調整サイクル終了の恩恵を受けるであろうハイテク、化学、機械など、景気循環株に注目している。中国経済が再開しつつある中、日本の景気循環株はこの新たなトレンドの恩恵を享受することが可能だ。そのため推奨セクターを変更した。

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)が作成したりサテライトレポートをもとに、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、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場合があります。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 2023 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