

日銀7月会合レビュー:ベルトを緩める

日本経済

青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者); 上里 啓、ストラテジスト; 小林 千紗、アナリスト

- 日銀は7月28日の政策決定会合で、市場の予想に反して長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)の修正に踏み切った。今後は長期金利の±50 ベーシスポイント(bp)の変動幅を「めど」とし、厳密な上限とはしない。10年国債利回りの事実上の上限は1.0%とする。
- 日銀は、2023年度および2024年度のインフレ率が上振れるリスクを視野に入れ、今回の修正で将来の副作用軽減を目指す。また、植田和男日銀総裁は、為替のボラティリティ(変動率)も副作用になりうると述べた。
- 我々は、日本の10年国債利回りは当面50~60bp近辺で推移すると予想する。マクロ経済環境が改善すれば、日銀は毎月の国債買い入れ額を減額することで、年内には80bp近辺まで利回り上昇を容認するだろう。
- 今年のインフレ率の上振れは、2024年度の春闘での賃上げ交渉を後押しするだろう。持続的な2%のインフレ率達成はまだハードルが高いものの、2024年後半以降に日銀はYCCを撤廃し、1回限りの政策金利の引き上げを行うとみている。

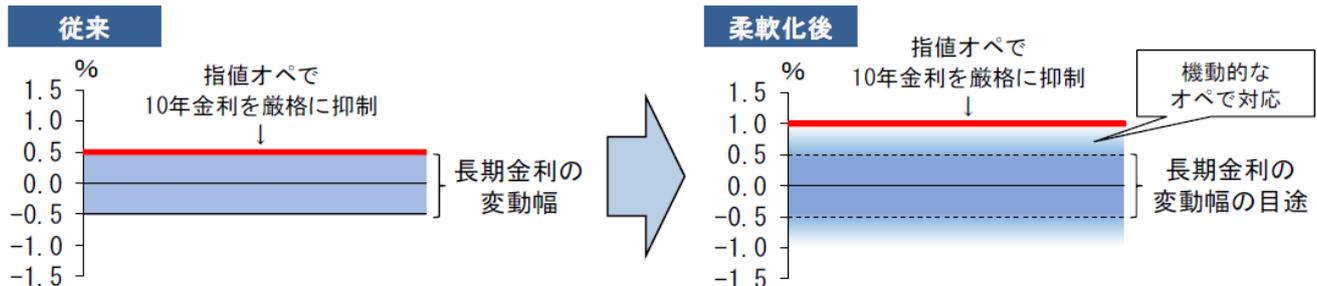


出所: iStock

何が起きたか?

日銀は7月28日の政策決定会合で、YCCの修正に踏み切った。我々はこのタイミングはやや早いと感じており、多くの日本経済エコノミストはこれほど早い政策修正を予想していなかったため、市場にとってもサプライズとなった。短期政策金利を-0.1%、YCCの下で10年国債利回りの目標を0%近辺とし、その変動幅を50bpとする枠組みは維持する一方、これからは変動幅を「めど」として厳密な上限としない。同時に、指値オペで厳格に抑制する利回りを0.5%から1.0%に引き上げた。日銀は今後、急激な金利上昇や投機的な動きを抑えるために、10年国債利回りが50bpを超えることは容認するが、1.0%は超えないよう抑制する。

図表1—YCCの新たな枠組み



出所: 日本銀行

日本経済

同時に発表した経済・物価情勢の展望(展望レポート)では、2023年度のコア消費者物価指数(生鮮食品を除くコアCPI)の対前年比の見通しが大幅に上方修正されたが、2024年度と2025年度は2%を下回る。だが、2025年度見通しの下振れリスクに関する文言が削除され、2023年度と2024年度の数値が上振れするリスクが強調された。企業の賃金と価格設定に明るい兆候が見られ、日銀は以前よりも物価上昇リスクを意識し始めた可能性がある。

図表 2—インフレ率 2%持続には依然ハードルが
政府委員のインフレ見通し

	CPI(前年比、%)		
	実質GDP (前年比、%)	生鮮食品除く	生鮮食品及びエネルギー除く
政策委員見通しの中央値			
2023年度			
7月決定会合	+1.3	+2.5	+3.2
(4月決定会合)	+1.4	+1.8	+2.5
2024年度			
7月決定会合	+1.2	+1.9	+1.7
(4月決定会合)	+1.2	+2.0	+1.7
2025年度			
7月決定会合	+1.0	+1.6	+1.8
(4月決定会合)	+1.0	+1.6	+1.8

*CPI…消費者物価指数

出所: 日本銀行、UBS

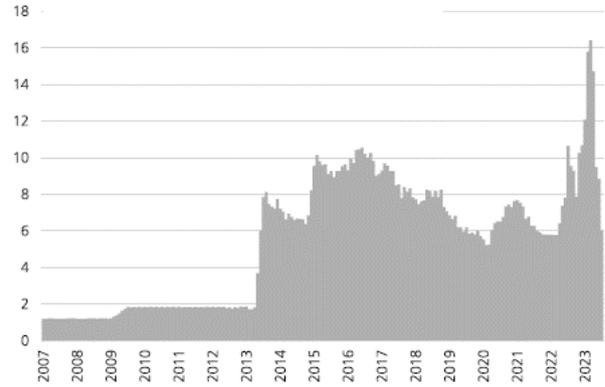
会合後の記者会見で植田総裁は、今回YCCの修正に踏み切った理由を、将来の副作用に対する政策対応が後手に回らないようにするためと回答している。インフレ率が上振れ続けて、国債利回りの上限がファンダメンタルズから乖離すれば、債券市場の機能が悪化する可能性がある。日銀は2023年度および2024年度のインフレ率の上振れリスクがあると考えており、副作用を避けたい意図が見える。また植田総裁は、為替市場のボラティリティは悪影響を引き起こす変数であると述べたが、中央銀行は為替自体を管理できないとも付け加えた。

10年国債利回りはどの程度上昇するだろうか？

植田総裁は、今の経済・インフレ環境が続けば、YCCの±50bpの変動幅は適切であると述べた。我々は、機動的な指値オペにより、10年国債利回りは当面60bp近辺で推移すると考える。

今後、マクロ経済のファンダメンタルズがさらに改善するにつれて、毎月の国債買い入れ額を減らすことで、日銀は10年国債利回りの上昇を容認するだろう。そのため、日銀が容認する金利水準を推測するには、国債買い入れのスケジュールとバランスシートに関するデータ発表が重要になってくる。国内以外の要因としては、今後米国景気が鈍化するにつれて米国債利回りが低下すると、日本の国債利回りの上昇を抑える可能性がある。結論として、日銀は年内に10年国債利回りが80bp程度まで上昇することを容認すると我々は考えている。

図表 3—日銀の国債買い入れペースが今後の焦点に
日銀の月別国債買い入れ額(単位:兆円)



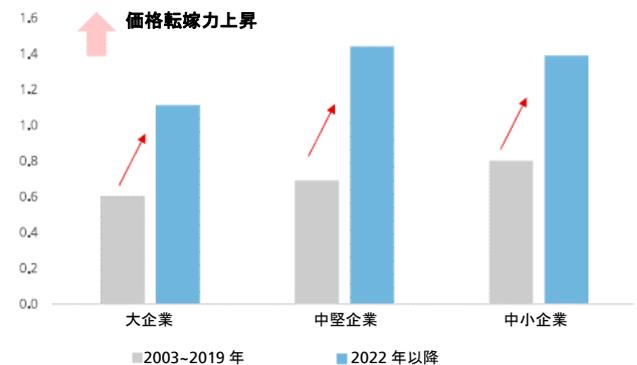
出所: 日本銀行、UBS

ファンダメンタルズ面では、GDPギャップ、賃金上昇、企業の価格設定のさらなる改善など、日本のインフレ基調に関連する変数を引き続き注視する。経済全体の総需要と潜在的な供給力の乖離を示すGDPギャップは、2023年4-6月期(第2四半期)にプラスに転換する可能性があり、今後プラス幅が拡大するとみている。サービスセクターの力強い回復、デジタル化や製造業の回帰など国内の設備投資の拡大、旺盛なインバウンド消費は、日本経済の回復を後押しするだろう。

賃金に関しては、今年の春闘での好調な賃上げ交渉を受けて、5月の賃金の伸びは前年比2.9%増となった。だが、5月末時点で基本給の改定が反映されているのは47%程度の企業にすぎない。基本給の改定が9割以上反映される8月に、特に中小企業での賃上げ状況を確認する必要がある。GDPギャップの改善と賃上げは、サービス業などディマンド・プル型のインフレ率を押し上げるだろう。

図表 4—企業の価格転嫁力は上昇

仕入価格の変化に対する販売価格の感応度



出所: 日本銀行、UBS

日本経済

次の一手は？

YCCで事実上10年国債利回りの変動幅が拡大したことや、今の10年国債利回りの適正水準が1.0%を下回っていることを踏まえると、当面日銀は追加的な政策修正を急ぐ必要がないと考える。ただし、仮に米国経済が底堅く推移した場合は、10月の政策決定会合で今の変動幅(+50bp)を拡大する可能性などはリスクシナリオとして考えている。だが、いずれの場合でも、マクロ経済のファンダメンタルズの改善と併せて、国債買い入れ額の削減が今後の10年国債利回りを決めるという我々の見方は、基本的に変わらない。

2024年度および2025年度のインフレ率の予想中央値がいまだに2%を下回っているため、日銀は持続的な2%のインフレ率達成には慎重な姿勢を維持している。よって、我々は来年度の賃金交渉が、ダイヤモンド・プル型のインフレ基調を維持できるかの鍵を握ると考える。世界経済が大きく落ち込まないことを前提とすれば、構造的な労働力不足を背景に、今年のインフレ率上昇が2024年度の春闘での賃上げを後押しする可能性がある。我々は、日銀が「多角的レビュー(過去25年間の金融政策の効果検証)」が完了した後の2024年後半か2025年前半に、YCCを撤廃し、短期政策金利の-0.1%からゼロ%への一度限りの利上げの可能性があると考えている。

投資家は今後どうすべきか？

28日のYCCの政策修正を受けて、大手銀行株は、我々が予想していた通り上昇した(+4~5%)。政策修正期待が続く限り、日本の銀行株は好調なパフォーマンスを維持すると考える。今後数年間、銀行セクターは適度なインフレ率と賃金上昇という追い風を受けるとみられる。足元の配当利回りは3.5~4.0%と比較的高く下値をサポートするとみている。

我々はまた、一般消費財やサービスセクターなど、内需セクターも推奨する。これらのセクターは、短期的に、日本経済の再開に伴う消費支出増加が追い風になっており、2024年は継続的な賃上げ期待から恩恵を受けるだろう。東京証券取引所による企業価値と自己資本利益率(ROE)の引き上げ圧力など、構造的な変化の可能性を捉えるうえでバリュー株にも妙味がある。

日本経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下の UBS Switzerland AG (スイスの FINMA の規制対象)またはその関連会社 (「UBS」)の事業部門である UBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメント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。UBS Group には Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。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。

UBS Group 内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIO が発行するリサーチレポートは UBS Global Wealth Management が作成しています。UBS Global Research は UBS Investment Bank が作成しています。Credit Suisse Wealth Management Research は Credit Suisse Wealth Management が作成しています。Credit Suisse Securities Research は Credit Suisse の Investment Banking Division 内の Securities Research 部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIO と UBS Global Research の共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含む UBS Group 全体の収益と関係することがあります。

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のではなく、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。

日本経済

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 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 Group 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、本レポートを転載・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