

政策正常化に向け前進

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; 清水 麻希、ストラテジスト

- 日銀は10月31日に開いた金融政策決定会合で長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)の再修正を決めた。今回の再修正の目的は将来起こりうる副作用を事前に回避することである。10年国債金利の上限であった1%をあくまでも目途とし、一時的に1%を上回ることを容認する。
- 我々は、10年国債利回りが近く1%に到達し、2024年上期いっぱいその水準で推移すると予想する。今後米国金利の低下が日本国債利回りの上昇を抑えたとみられる。現在のサイクルで中立金利に到達する可能性は低い。
- 日銀は、賃金が堅調な伸び率を示すなかで、2024年1-3月期(第1四半期)にYCCを撤廃し、同第2四半期にマイナス金利政策を解除して政策金利を-0.1%から0%に引き上げると予想する。ただし、インフレ率2%の持続的な達成は困難であり、2025年まで利上げサイクルに入ることはないだろう。
- 日本株式については、銀行株を含む高クオリティのバリュー株を引き続き推奨する。過去数十年ぶりの高い物価上昇率と賃金の伸びを伴う、相対的に良好なマクロ経済環境が下支えとなり、2024年の相場は底堅く推移すると考える。



出所:iStock

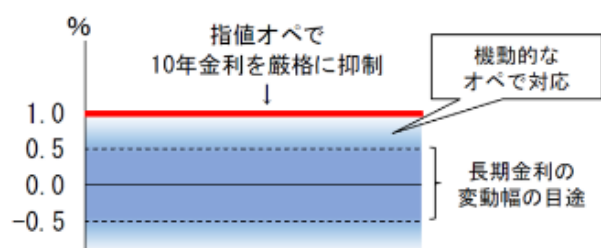
何が起きたか？

日銀は10月31日に開いた金融政策決定会合で、YCCの再修正を決めた。10年国債利回りの目標値は0%に据え置いたが、これまで上限としていた1%はあくまで目途となった。今後、日銀の国債購入は市場動向に応じて決定される(図表1参照)。ブルームバーグによる調査では、エコノミストの76%が日銀の現状維持を予想していたが、会合前日の10月30日に日本経済新聞が、日銀がYCCを修正する方針であると報じた後、各資産の相場にYCC修正が概ね織り込まれる形となった。そのため当初市場の反応はまちまちで、10年国債利回りは0.95%程度まで小幅に上昇した一方、ドル円は150円近辺にまで上昇した。

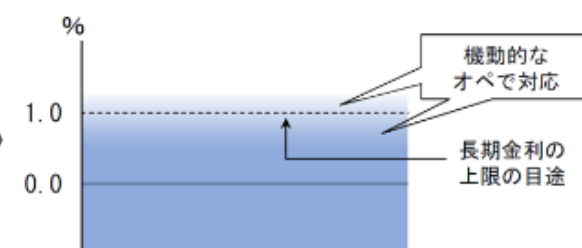
今回の変更の目的は、経済や金融市場の不透明性を踏まえ、10年国債利回りの上限を厳格に1%と設定することで起こる大きな副作用を回避することである。会合後の記者会見で植田日銀総裁は、7月の会合時よりも米国の金利上昇が予想以上に進行したことが、YCC再修正のもう1つの要因だと述べた。

図表1: YCC 再修正後の枠組み

<従来の運用>



<さらなる柔軟化後の運用>



出所: 日本銀行

日本経済

同時に公表された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、2023年度と2024年度の消費者物価指数(CPI)の見通しが上方修正された。上方修正の背景には、企業による価格転嫁の拡大、原油価格の上昇、電気料金およびガス料金に対する政府の補助金の支給期間延長がある。だが、2025年度のコアCPI(生鮮食品を除く)とコアコアCPI(生鮮食品とエネルギーを除く)予想は依然2%を下回っており、日銀がインフレ率2%の持続的な達成をまだ確信できないことが示唆されている(図表2参照)。

図表2：日銀政策委員はインフレ率2%の持続にまだ距離があることを示唆

日銀政策委員による経済とインフレ率の見通し

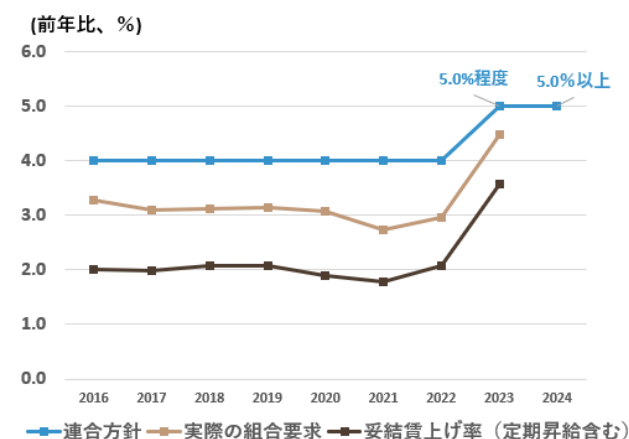
	CPI(前年比、%)		
	実質GDP (前年比、%)	生鮮食品除く	生鮮食品及びエ ネルギー除く
政策委員見通しの中央値			
2023年度			
10月決定会合	+2.0	+2.8	+3.8
(7月決定会合)	+1.3	+2.5	+3.2
2024年度			
10月決定会合	+1.0	+2.8	+1.9
(7月決定会合)	+1.2	+1.9	+1.7
2025年度			
10月決定会合	+1.0	+1.7	+1.9
(7月決定会合)	+1.0	+1.6	+1.8

出所：日本銀行、UBS

今後の見通しは？

我々は、日銀が2024年第1四半期にYCCを撤廃し、同第2四半期にマイナス金利政策を解除して政策金利を-0.1%から0%に引き上げると予想する。植田総裁が指摘したように、2024年の春闘での賃上げが政策正常化の鍵を握るだろう。日本労働組合総連合会(連合)が最近決定した方針は、2024年も堅調な賃金上昇率が続くことを示唆している(図表3参照)。植田総裁は、物価(特にサービス価格)と賃金が好循環を続けることが重要だと述べたが、それを確認するには時間がかかる可能性がある。

図表3：連合の方針は2024年の堅調な賃金上昇を示唆
連合の方針と実際の結果



出所：日本労働組合総連合会、UBS

日銀は国債購入ペースを減速させており、10年国債利回りは近く1%に到達し、2024年上期中はその水準で推移すると考える。YCCの撤廃とマイナス金利政策の解除は国債利回りの上昇圧力となるが、米国金利の低下によって一部相殺されるだろう。

インフレ率2%は持続的に達成可能か？

企業の価格転嫁は以前よりも進んでいるが、インフレ率2%の持続的な達成は依然ハードルが高いとみている。そのためには、まずは4~5%の賃金の上昇が必要となる(図表4参照)。

図表4：持続的なインフレ率2%には賃金のさらなる上昇が必要

総賃金とコアCPIの伸び率(前年比、%)



出所：総務省、厚生労働省、Haver、UBS

5月31日付日本経済レポート「インフレ持続が日銀金融引き締め」で述べたように、最近のインフレ率上昇(コスト・プッシュ型インフレを除く)は旅行関連消費が牽引しており、ペントアップ需要が後退すれば減速するとみられる。また、構造的に価格上昇率が低い公共サービスや家賃(両者を合わせるとCPIの30%、およびサービスCPIの60%を占める)などは、今後もサービス価格インフレ率の重しになりそう。公共サービス価格は、政府によって価格上昇が抑えられているほか、家賃の伸びも1998年後半以降ゼロ近辺で推移している。日本の人口減少も長期的には逆風だ。

中立金利はどこか？

日本の潜在的な実質国内総生産(GDP)成長率は約0.5%、長期期待インフレ率は1%近辺で推移するだろう(GDPデフレーターベース)。よって我々は、日本の中立金利は約1.5%と考える。日銀が大量の国債を抱えることで長期金利が低下する「ストック効果」などにより、10年国債の中立金利は1.5%を下回る可能性がある。日銀は10年国債利回りが一時的に1%を超えることを容認したが、日本の政策金利が現在の景気サイクルで中立金利に到達するとはみていない。

日本経済

日本株式に対するインプリケーション

日銀の予想通りインフレ率が上昇すれば来年の賃金の伸びを押し上げる可能性があるため、日本株式の支援材料になるだろう。過去数十年ぶりの高いインフレ率と賃金の伸びを伴う、相対的に良好なマクロ経済環境が下支えとなって、2024年の日本の株式相場は底堅く推移するとの見通しを継続する。世界的なリスクセンチメントの後退を受けて、10月は東証株価指数(TOPIX)が3%下落した。だが、企業業績が比較的堅調であることから、バリュエーション(株価収益率(PER)は13.8倍)は魅力的に映る。インフレ環境定着に鑑み、銀行株など高クオリティのバリュー株を引き続き推奨する(詳細は10月18日付日本株式レポート「日本のインフレ定着がもたらす変革」を参照)。

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