

日銀会合レビュー: 政策正常化が日銀の中心視野内に 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1月23日の金融政策決定会合で、予想通りすべての金融政策について現状維持を決めた。同時に発表された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、エネルギー価格の下落を反映して2024年度のコア消費者物価指数(生鮮食品を除くコアCPI)の見通しは下方修正されたが、足元のインフレ基調については「物価安定の目標に向けて(物価上昇率は)徐々に高まる」との判断を維持した。
- 植田和男総裁は会合後の記者会見で、2024年に予想される賃上げが賃金と物価の好循環の支援材料になるとの見方を示した。政策正常化については、将来マイナス金利政策を解除した場合でも、日銀は緩和的な金融環境を継続することを示唆した。
- 2024年の堅調な賃上げが日銀の政策正常化につながると考える。我々は現在、底堅い賃金上昇を背景に、4-6月期(第2四半期)、おそらく4月に、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)とマイナス金利政策の同時解除を行うと予想する。
- 金利: 米国金利の行方にも左右されるが、2024年上期に日本の10年国債利回りは0.9%近辺に上昇すると予想する。日本国債の利回りは、マイナス金利政策の解除後に米国経済の鈍化に伴い米国金利が低下するにつれて徐々に低下するとみている。
- 株式: 良好な国内経済環境とさまざまなカタリストが、2024年上期の日本株式を下支えするとみている。我々はファンダメンタルズ(基礎的条件)が強固な銘柄を推奨しており、銀行株のような高クオリティのバリュー株のウェイトを高めることを推奨する。また、2024年度の利益成長見通しが市場平均を上回る出遅れのグロース株も推奨する。



出所: iStock

何が起きたか?

日銀は1月23日の金融政策決定会合で、広く市場で予想されていた通り、YCCとマイナス金利政策を含むすべての金融政策の現状維持を決定した。

今回の政策決定会合における市場の注目点の1つは、政策委員の景気・物価見通しだった。2024年度のコアCPI(生鮮食品を除く)の見通しはエネルギー価格の低下を受けて下方修正されたが、2024~2025年度のコアCPI(生鮮食品とエネルギーを除く)は対前年比で1.9%上昇するとの見通しを維持し、日銀は足元のインフレ基調は引き続き底堅いとの判断を据え置いた。日銀はまた、物価安定目標の見通しが実現する「確度」は少しずつ高まっている、との文言を追加した。

賃金上昇率は、日銀のインフレ見通しを見定めるにあたって重要な指標だ。植田総裁は中小企業の賃上げを巡る不確実性を指摘したものの、春闘の賃金交渉についての最近の進捗は、賃金と物価の上昇、特にサービス価格上昇の好循環を下支えするとの姿勢を示した。さらに植田総裁は、将来日銀がマイナス金利政策を解除したとしても、緩和的な金融政策を継続したいと述べたが、これは我々の見解と一致する。

日本経済

次の一手は何か？

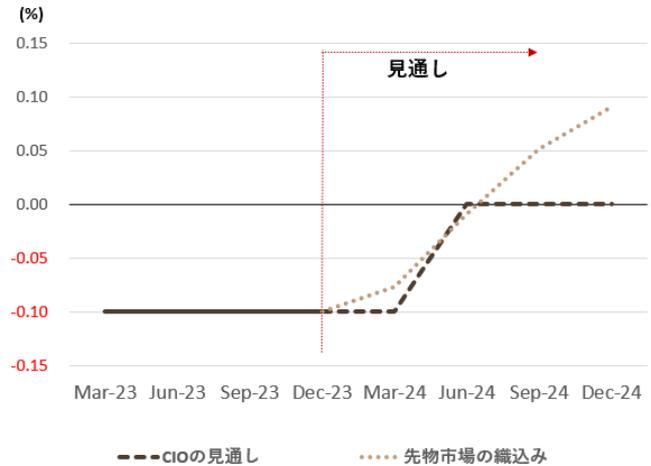
政策正常化は賃金と物価上昇の好循環と強く連動している。我々は、中小企業も含め 2024 年の賃上げは力強いものになると考えており(春闘労使交渉の集中回答日は 3 月 15 日予定)、コストプッシュ型のインフレが一段落しても、物価は過去と比べると相対的に高い伸びで推移すると予想している。

我々は市場コンセンサスと同様、こうした状況により、日銀が政策金利を 4-6 月期(第 2 四半期)に現在の-0.1%から 0%に引き上げると予想する。基本シナリオでは、4 月にマイナス金利解除と同時に YCC を終了し、金利の急激な上昇を抑えるために 10 年国債金利の上限を引き続き 1.0%とする政策を維持するとみている。これに関連して植田総裁は、長期国債の買い入れについても「出口の前後で不連続性が発生することがなるべくないように金融政策を運営したい」と述べた。他方、仮に国内経済が悪化する場合は、政策正常化は遅れる可能性がある。

市場はマイナス金利政策解除後に、2024 年末までにさらに 1 回の利上げを行うとみているが、我々は、日銀がマイナス金利政策を解除しても金利引き上げサイクルに入るとは予想していない。今回植田総裁は、日銀はマイナス金利政策を解除したあとも緩和的な金融政策を維持すると述べている。2024 年を通じて緩和的な金融環境が日本の経済および株式市場を支えるだろう。

図表1：マイナス金利解除後、日銀は政策金利据え置きの見込み

短期政策金利 CIOの見通しと先物市場の比較(%)



出所: Haver、リフィニティブ、UBS

金利見通しについては、日銀の政策正常化が日本の 10 年国債金利の上昇圧力になる可能性が高く、上期に 0.9%近辺まで上昇すると考えている。一方、2024 年に予想される米国金利の低下が日本の 10 年国債利回りの上昇を一定程度相殺するだろう。そのほか、国債利回りの上昇は、日銀の国債買い入れペースにも依存するだろう。我々は、日銀がマイナス金利政策解除後も政策金利をゼロに据え置くと予想しているため、年末は 10 年国債利回りが 0.6~0.8%にやや低下すると予想する。

日本株式に対するインプリケーション

日銀は金融政策を維持したが、賃金と物価見通しに対する確度の高まりは、日本株式に対する我々の前向きな見解をサポートする。相対的に良好な国内マクロ経済状況とさまざまな国内カタリストは、2024 年の、特に上期の日本株式を下支えするとみている。我々は高クオリティ銘柄、特にファンダメンタルズが強い企業に注目している。

今後 6~10 カ月間は、銀行株などの高クオリティのバリュー株を相対的に選好する。元日に起こった能登半島地震を受けて日銀の政策正常化が先送りになるとの観測が生じたため、このセクターは今年の上昇相場に乗り遅れているが、政策正常化というカタリストは上期のどこかで顕在化するだろう。金利上昇が銀行セクターの利益を後押しするが、銀行株の株価純資産倍率(PBR)は 0.7 倍と、2016 年前の水準をいまだに下回っている。我々はまた、米 10 年国債利回りがピークアウトしたとみているため、2024 年の利益成長見通しが市場平均を上回る出遅れのグロース株も推奨する。

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のですが、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。

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 2024 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

UBS | SuMi TRUST