

日銀が金融政策正常化へ舵を切る、緩和姿勢は継続

日本経済

青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者); 小林 千紗、アナリスト; 清水 麻希、ストラテジスト; Teck Leng Tan, ストラテジスト

- 日銀は3月19日の金融政策決定会合で、マイナス金利政策や長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)など、長期に及んだ大規模緩和の解除を決めた。植田和男日銀総裁は、賃金と物価の好循環が見通せる状態に至ったと述べた。
- 日銀の新たな政策の枠組みにおける金融引き締めペースは緩やかなものになるとみている。いまだにマイナスの需給ギャップと穏やかなインフレ見通しを踏まえ、我々は政策金利が2024年を通じて0~0.1%で推移すると考える。
- 金利: 米国金利の動向にもよるが、日銀の新しい政策枠組みでは、日本の10年国債利回りが年末までに1.0%に達すると見込む。
- 株式: 2024年は、良好な国内経済環境と緩和的な金融政策の継続が、日本株式を下支えするとみられる。今年、日本株式を押し上げる重要な要因はコーポレート・ガバナンス改革であり、特に政策保有株の解消は短期的な押上要因となるだろう。



出所: iStock

何が起きたか?

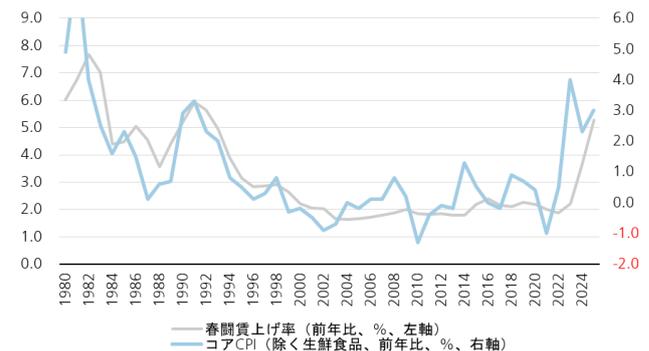
日銀はマイナス金利政策の解除とYCCの撤廃を決め、ついに金融政策の正常化に踏み切った。無担保コールレート(オーバーナイト物)を0~0.1%程度で推移するよう促す。YCCを撤廃する代わりに、これまでと同程度の国債買い入れを継続し、長期金利が急激に上昇する場合には機動的に対応する。2010年に導入された上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(J-REIT)の新規買い入れも停止する(どちらも過去2年間の活用は最小限にとどまっている)。さらに日銀は、フォワードガイダンス(政策の先行き指針)から、物価上昇率が2%を安定的に超えるまで資金供給量の拡大方針を続ける「オーバーシュート型コミットメント」を削除した。だが、植田和男総裁は現時点で将来の金融政策の道筋について示唆しなかった。今後、需要回復からインフレ基調が加速した場合、日銀の政策は追加引き締め方向に傾く可能性がある。

今回の政策修正で、日銀は2006年以降初めて利上げに踏み切ることとなった。発表後、ドル円はやや上昇した一方、日本の10年国債利回りは20~30ベースポイント(bp)低下(価格は上昇)した。日本経済は、低インフレ・低賃金成長・低金利という状況からようやく脱出したように見える。本稿では、日銀が政策正常化に踏み切った背景、今後の政策見通し、市場(日本株式、債券および為替)への影響について説明する。

政策正常化の背景

日銀が政策正常化に踏み切った理由の1つ目は、連合が3月15日に発表した春季労使交渉(春闘)の第1回目の集計結果で、賃上げ率が1991年以来の高水準となる平均5.28%と、想定以上に強い伸びが示されたことだ。

図表1: 春闘賃上げ率と消費者物価指数



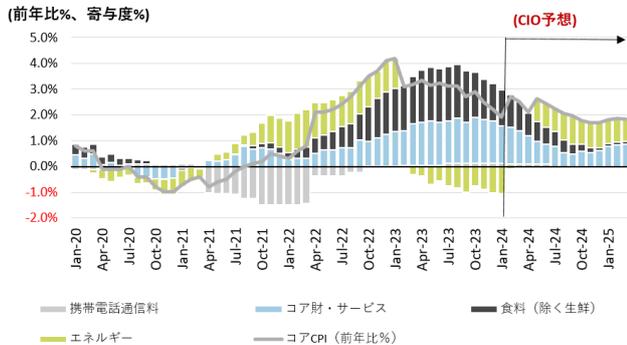
出所: 日本労働組合総連合会、UBS

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社および UBS AG Singapore Branch が作成した“Dovish policy normalization by the BoJ”(2024年3月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年3月25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。

日本経済

この結果は、最終的な賃上げ率が約5%（2023年は3.6%）で落ち着く可能性を示唆しており、物価上昇率2%達成への道筋に沿った動きだといえる。2つ目に、着実な物価上昇もまた日銀を後押ししたと考える。我々は、2024年を通じて食品やエネルギー価格はやや鈍化するものの、生鮮食品を除く日本のコア消費者物価指数（CPI）は2%を超えて推移すると予想している。

図表2：消費者物価指数のトレンド



出所：総務省、UBS

重要なことは、CPI全体の半分を占めるサービス価格が上昇していることだ。2025年のインフレ率は約1.5%で安定すると予想しているが、足元の2%を超えるインフレ率は、物価の基調が安定していることを裏付ける。

また、旺盛な設備投資により、2023年10-12月期の国内総生産（GDP）成長率が前期比年率換算-0.4%から同+0.4%に上方修正されたことも、2024年の力強い経済成長見通しに対する信頼感を高めた。世界の製造業の循環的回復、日本の深刻な労働力不足、産業の国内回帰のための投資がサプライチェーンの向上を促し、今年の堅調な設備投資を支えると予想する。

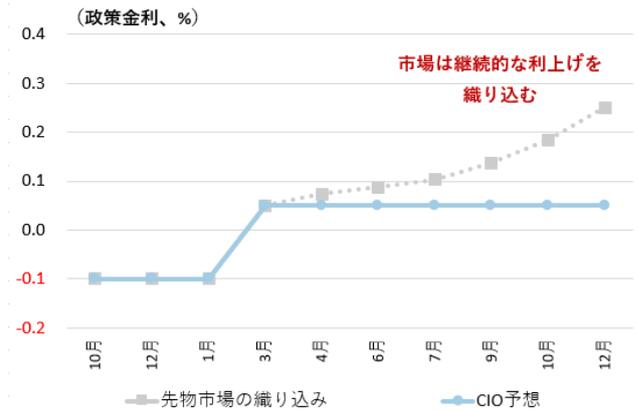
今後の政策正常化の見通し

市場では今回の日銀の政策判断が下される前から、持続的な利上げによって、年末までに政策金利が0.2%を超えることが織り込まれていた。だが我々は、日銀はそれよりも緩やかな金融引き締めを道程を辿ると考える。我々は2024年を通じて、政策金利が0~0.1%で推移するとみている。

日銀は、金利と国債買入れの両方について柔軟な姿勢を維持する可能性が高く、政策正常化の初期段階は緩やかなものとなり、緩和的な政策方針が継続されると考える。

図表3：日銀の政策金利見通し

先物市場とCIO予想



出所：ブルームバーグ、UBS

将来の利上げペースは、2%のインフレ率を維持するための賃金と物価の好循環の動向次第となるだろう。食品やエネルギーに対する円安や世界的なインフレの影響など、供給側の要因によるインフレ上昇ではなく、需要主導型のインフレが確認できることが重要だ。そのためには、2020年1-3月期以来となる需給ギャップのプラス転換が不可欠であり、2024年下期にも実現するとみられる。もっとも、2024年以降、2%のインフレ率が持続するには、これだけでは不十分だろう。我々は、生鮮食品とエネルギーを除くコアCPIが2025年初めに1%台半ばへと低下した後、2025年後半に向けて再び上昇すると予想する。

中小企業の賃金上昇率も鍵を握る。大企業および中堅企業の賃金は2月、1995年の高い伸びに並ぶ前年比1.9%の上昇を示したが、中小企業の賃上げ率は前年比0.3%にとどまる。2024年は賃金上昇のさらなる加速が期待されるが、中小企業の上昇ペースは大企業ほどではないだろう。

図表4：中小企業と中堅・大企業の賃金の伸びの違い

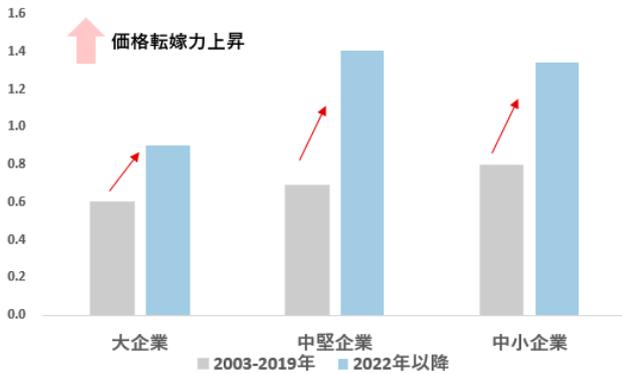


出所：Haver、UBS

日本経済

とは言え、企業の価格設定動向は変化しており、日本は過去数十年に比べてインフレ環境になってきている。仕入価格の上昇に対する販売価格の感応度は大幅に上昇し、1.0を上回っている。

図表5: 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

需要側の要因によるインフレ率2%の達成には時間がかかるかもしれないが、日本経済は長期的に1~1.5%のインフレを達成すると見込まれる(1995~2019年は0%)。

上述のマクロ経済環境が実現する可能性が視野に入れば、日銀がバランスシート上の国債を削減する量的引き締めペースに関して、政策指針の議論が始まるだろう。オーバーシュート型コミットメントがフォワードガイダンスから削除されたため、日銀は買い入れペースの維持にとどまらず、適切な場合には徐々に削減すると考えるのが妥当だと考える。

日本市場への投資インプリケーション

日銀は、今年中は新たな政策金利を0~0.1%に維持し、2025年から同年末までに、0.3~0.5%へ緩やかに引き上げると考える。2024年に予想されている米国の利下げが、結局のところ日本の10年国債利回り上昇の抑制に一役買うならば、YCCの撤廃と国債買い入れペースの緩やかな減速があっても、2024年末の10年国債利回りの上限は1.0%にとどまるだろう。長期的には、日本の10年国債利回りが1.5%に上昇する可能性があるかと予測する。

日本株式については、日銀が緩和的な金融環境を維持し、日本国債の利回り上昇に対して抑制的な姿勢を維持する限り、株式などのリスク資産は引き続き下支えされるだろう。また、日銀がETFの買い入れプログラムを終了したことによる影響も極めて限定的だろう。というのも、近年買い入れ額は少なく、2023年はわずか2,100億円、2024年に入って以降はゼロだからだ。今年の日本株式の主な牽引要因は、コーポレート・ガバナンスの改善であり、特に政策保有株式の削減とそれに伴う自社株買いの発表は短期的な押し上げにつながるとみている。我々は、資産配分において日本株式を引き続き中立としているが、大手銀行株や不動産株を選好する。また、出遅れの景気循環株や高配当株も推奨する。

ドル円に関しては、日銀の政策正常化ではなく、米連邦準備理事会(FRB)の金融政策の動向が今後も主な変動要因になると考える。2024年半ばからのFRBの利下げ観測を踏まえ、2024年6月のドル円予想を148円、年末を143円とする(2024年3月23日時点の予想)。

トピック: 日本国債利回りの上昇は、日本の債務持続性に悪影響を与えるだろうか?

日本の債務残高(対GDP)は250%を超えているため、国債の利回り上昇は財政の持続可能性に悪影響を与え、金利が0%近辺から上昇すれば、利払いが劇的に増えるのではないかとの懸念が高まっている。だが我々は、以下の理由から、国債利回りの上昇が国債の持続可能性に与える影響は小さいと考える。

まず、利回り上昇は名目GDP成長率の上昇を反映したものであり、政府の税収増加が利払い増加を相殺するだろう。実のところ、日本は名目GDP成長率に対する税収の感応度が極めて高い。これは、企業の約65%が税務上赤字であり(さまざまな税額控除措置で税金支払いを回避している)、名目GDPが増加すればこの税務上赤字企業の割合が大幅に低下すると我々は予想する。よって、国債利回りの上昇が名目GDP成長率に沿ったものであり、日銀の緩やかな金融政策の正常化と国内貯蓄によってこのリスクプレミアムが抑制される限り、金利上昇が問題になることはないだろう。

また、以下のテクニカル要因も検討すべきだろう。

- 財務省は年度予算で、10年国債の利払いの想定金利をすでに1.5%へと引き上げている。よって、その範囲内の金利上昇であれば財政には影響しないだろう。過去に金利が想定を下回ったときには、財政黒字が発生し補正予算に活用された。
- 日本では国債を60年かけて(毎年60分の1ずつ)償還するという、いわゆる「60年償還ルール」が取られている。よって、毎年利払い費だけでなく償還費が発生し、国債返済に必要な費用の約半分を占めるが、金利の上昇には影響されない。
- また、新しい金利が適用されるのは新規発行された国債のみであり、発行済み国債の平均満期は8~9年程度である。つまり、10年国債利回りの上昇で、利払い費が大きく増加することはない。

これらの理由に加えて、日銀の緩やかな政策正常化と潤沢な国内貯蓄を受けてリスクプレミアムが引き続き抑えられることから、我々は10年国債利回りの上昇が日本の債務持続性に対して問題となる可能性は限定的だと考える。

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、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。

「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 2024 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