

日銀は追加利上げに向けて慎重に地ならし

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

- 日銀は金融政策を据え置いた。長期国債買入の枠組みも維持しつつ、今後の国債買入額についても変更を見送った。ただ、展望レポートの中では、2026年度までのインフレ予想を概ね2%程度と見込み、日銀が物価安定目標を達成できるという意向を示した。
- 現状の円安水準が続いた場合、日銀は7月会合にて利上げで対応する可能性が高まった。植田総裁は記者会見で、物価見通しが日銀の見通しに沿って実現する確度は、継続的に上がっているとした。追加利上げと並行して国債買入ペースが減額されれば、金利には上昇圧力が働くだらう。
- 日銀は本日の政策決定会合にて、タカ派的な政策バイアスを前面に打ち出すことはできなかったため、ここから為替市場で円安進行のペースが加速すれば、為替介入のリスクは一段と高まるだろう。



出所:iStock

何が起きたか？

政策は現行維持もインフレ見通しを上方修正

日銀は4月26日の金融政策決定会合で、市場の予想通り、政策を据え置いた。短期金利のターゲットである無担保コールレートは0.0-0.1%で推移するよう促す方針を維持した。また、長期国債の買入については「3月の方針に沿って実施する」とされ、これまでと同程度となる6兆円規模の金額で長期国債の買い入れを継続すると想定される。

展望レポートが示す経済予想では、2023年度と2024年度の実質GDP成長率を引き下げ一方、2023年度から2025年度のインフレ率を引き上げ、2025年度は1.9%、また今回から新たに追加された2026年度のインフレ率も1.9%と、安定的な2%のインフレ目標達成にさらに近づいた形となっている。ただ、GDP成長率の見通しは2024年が潜在成長率程度となり、海外景気の減速や不確実性を考慮すると、緩和的な金融環境を継続することで経済成長および物価を支える必要性があるとした。

図表1:日銀の政策委員による見通し(展望レポート)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度
実質GDP	1.3% ↓	0.8% ↓	1.0% →	1.0%
前回予想(2024年1月)	1.8%	1.2%	1.0%	
コアCPI	2.8% →	2.8% ↑	1.9% ↑	
前回予想(2024年1月)	2.8%	2.4%	1.8%	

出所:日本銀行、UBS

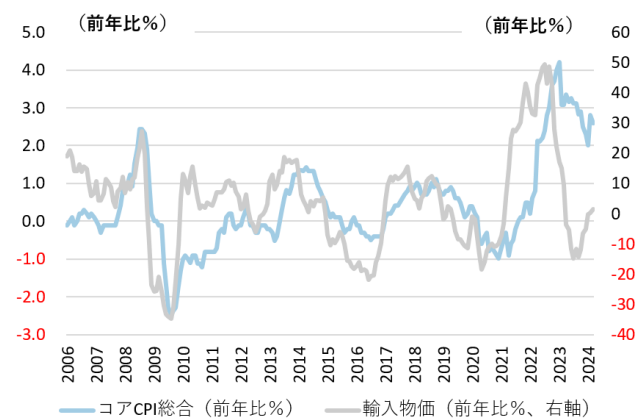
3つのインプリケーション

1:インフレ率のアップサイドリスクが高まる

昨今の円安進行が輸入物価や基調的な物価動向に与える影響は、円安の状況が長引く環境では、一段と重要度が増す。消費者物価は夏頃まで上昇率の鈍化が見込まれるが、ドル円の水準が現在から大きく円高方向に振れなければ、輸入物価が押し上げられ、消費者物価の低下基調を阻む可能性がある。

3月の消費者物価指数(CPI)のデータでは、コア指数の伸びは減速傾向が続いていることを確認する一方で、サービス項目を中心にインフレの基調が底堅いことも示した。また、強い春闘による物価の押し上げ効果も、夏頃から指標に表れてくるだろう。そうすると、CPIの鈍化ペースが緩やかになる公算が大きい。

図表2:日本の輸入物価と消費者物価指数(コアCPI)



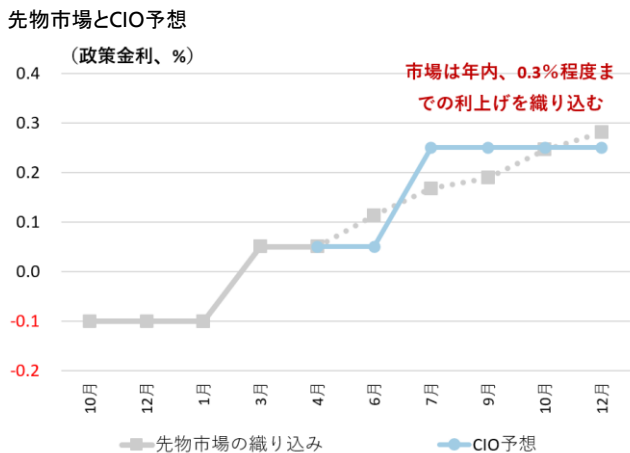
出所:総務省統計局、ブルームバーグ、UBS

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“BoJ: Cautiously paving the way for the next policy step”(2024年4月26日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年5月1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。

2:現状の円安が続けば7月に追加利上げを実施へ

我々はこれまで、マイナス金利解除後の日銀の政策について、年内は追加利上げを見送る見通しだと主張してきた。しかし、春闘や円安を背景にここ数か月間でインフレ率の上振れリスクが高まっている。現状のドル高円安が続くと想定される中、日銀は7月にも20-25ベーシスポイント(bp)程度の追加の利上げを行うと予想する。もっとも、日銀が政策金利を現在の0.0-0.1%から0.25%程度に引き上げても、実質金利は依然としてマイナスであるため、緩和的な金融環境を維持していると言えるだろう。また、7月の追加利上げ以降、年内の利上げは予想していない。その理由としては、①年末に向けた米金利の低下により幾分かドル安・円高が期待できること、②足元のインフレは食料インフレによる影響も大きく、その影響は年末に向けて剥落すると見込まれること、③日本経済の需要回復は鈍く、需要主導による継続的なインフレ率の上昇には、賃金上昇による消費や設備投資の拡大が十分に続く必要があること、が挙げられる。2025年の利上げも1-2回程度と想定する。しかし、期待インフレ率の上昇が続き、賃金上昇による消費への影響が想定よりも大きい場合、また米金利の高止まりなどから足元の円安状況が続く場合、更なる追加利上げの可能性が高まるだろう。

図表3：日銀の政策金利見通し



出所:ブルームバーグ、UBS

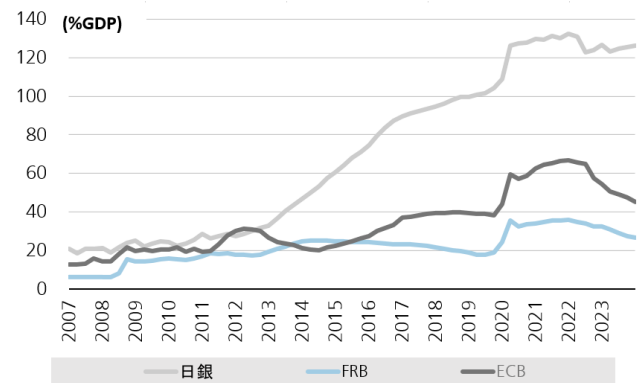
3:国債買い入れペースの縮小が予想よりも早まる

7月の追加利上げと合わせ、毎月の長期金利の買い入れペースはより柔軟化を図ると想定する。3月会合にて異次元の金融緩和から「普通の金融政策」に移行してから日銀は債券市場に大きな混乱が生じていないと評価している。毎月の買い入れペースを柔軟化し、年末に向けて市場機能や流動性の安定性を確認していく中で国債買入オペの規模を徐々に減額(QT)していくだろう。

日銀の推計によると、『量的・質的金融緩和』導入以降の国債買入による名目長期金利の押し下げ効果はおおよそ100bpで、今後の買い入れペース縮小は、金利押し上げに働く公算が大きい。現在の約70兆円の国債買入額を、例えば今後1年程度かけて半減させた場合は、日銀の国債保有という単独の要因だけで5-10bp程度の金利の上振れ要因となる。QTの効果と並行して緩やかなペースで政策金利が引き上げられると、中期的には10年金利が1.6%程度まで上昇する余地が生まれるだろう。

図表4：各中央銀行のバランスシート(日銀、FRB*、ECB**)

(対GDP比率、%)



*FRB…米連邦準備理事会

**ECB…欧州中央銀行

出所:日本銀行、FRB、ECB、Haver、UBS

日本経済

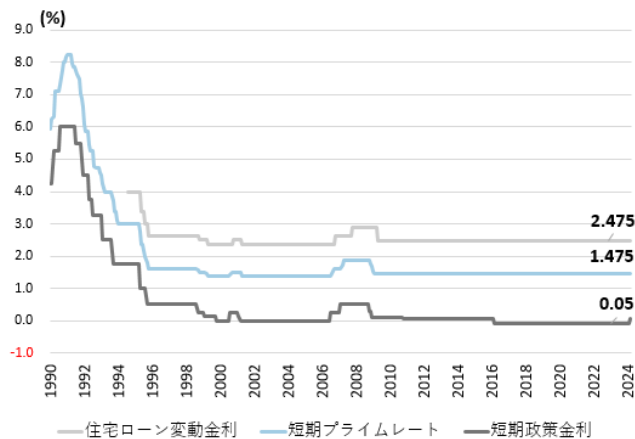
各資産クラスの見通し

日本国債金利: 10年金利は1%超へ

金利見通しについては、日銀が次なる利上げの道を模索するなか、日本の10年国債金利には上昇圧力が高まるだろう。しかし、米国では年内の利下げ開始が想定されているため、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。また、日銀は引き続き国債買い入れを通じて過度な金利変動にも対応する姿勢であるため、日本国債10年物の金利水準は、2024年末で1.10%程度での推移が想定される。

日本経済にとって追加利上げが短期プライムレートへの影響を通じた企業向け貸出に与える影響、そして住宅ローン変動金利への影響を通じた住宅投資に与える影響などが懸念されるが、年内は1回の利上げ、そして2025年の利上げも1-2回程度と緩やかな利上げペースを見込んでおり、企業向け貸出や住宅投資への影響は大きくないと考えている。

図表5：日本の短期金利と住宅ローン金利



出所: INDB、ブルームバーグ、UBS

為替へのインプリケーション

日本円に強気の投資家は、日銀がタカ派的な政策バイアスを打ち出さなかったこと、また円安に対し強い懸念を示さなかったことに失望した。日銀が円の安定化を意図した政策対応を見送り、資金の流出をもたらす緩和的な金融環境が続くなかで、円は他の主要中央銀行が利下げサイクルに入るまでの間、下落基調が継続しやすい。一方、為替介入は効果が長続きしないことが認識されながらも、財務省が通貨危機への懸念を和らげるため実施する可能性が高いと我々は考える。また、大きく積み上がった投機的な円売りポジションは2007年以来の高水準に達しており、円反発の余地は大きくなったと考える。

前回会合でのマイナス金利解除から円は対米ドルで4%程度下落し、金融当局は、ファンダメンタルズから乖離した為替の変動には適切に対応していく強い姿勢を維持している。足元では節目とみられる155円台で推移しており、当レポートの執筆時点で円安の進行ペースは加速していない。日銀は4月26日の政策決定会合にて、タカ派的な政策バイアスを前面に打ち出すことはできなかったため、ここから為替市場で円安進行のペースが加速すれば、当局が為替介入に踏み切るリスクは高まるだろう(注: 4月29日に米ドル売り・日本円買い介入が入った模様)。もし、米ドルを本格的に押し下げる要因が浮上せず、ドル円が足元の水準から160円に向かう動きとなれば、日銀の7月会合に合わせて当局が介入を検討するシナリオも想定できる。

日本株へのインプリケーション

東証株価指数(TOPIX)は3月22日にピークをつけてから6%調整し、MSCIオール・カントリー・ワールド指数(ACWI)をアンダーパフォームしている。3月に賃上げと日銀の金融政策正常化に向けた歴史的転換という2つの大きなマクロイベントを通過し、投資家が様子見に転じていることがその要因とみられる。また、米国のインフレ指標が想定を上回っていることや、中東の地政学的懸念の高まりにより、リスクオフ・ムードが強まっている。しかし、日本は30年続いたデフレからようやく脱却し、インフレと賃金上昇のある世界に突入しばかりだ。

ファンダメンタルズは依然として堅調であり、コーポレートガバナンス改革が今後の日本株の重要な牽引役となるとみる。短期的には、手元現金を活用した株主還元の拡充や政策保有株の解消が挙げられる。企業のこうした動きは、通期決算や中期経営計画の発表に合わせて加速すると予想する。自己資本利益率(ROE)の向上を目指した構造的な改革が日本の株主市場の持続的な再評価につながることを期待される。

株価の調整により、バリュエーションはより控えめになりつつある。企業業績の上方修正が続いているにもかかわらず、株価収益率(PER)は16.4倍から15.2倍に低下した。足元MSCI ACWI(17.7倍)との差は拡大し、PER格差は長期平均を上回っており、長期投資家にとっての買い場とみている。

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。

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