

# 日銀: 緩やかな量的引き締め開始へ

## 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6月会合にて政策の現状維持を決めた。国債買入については、7月会合にて買入減額の計画を策定し、量的引き締め(QT)に着手する意向である。
- 国債買入減額は、緩やかなペースで進められる見込みだ。我々は、日銀が月々の国債買入を2兆円程度減らすと予想し、1年後には日銀の国債保有残高が足元から3~5%程度縮小すると試算している。
- 需要回復の遅れを考慮し、我々は次回利上げの予想時期を従来の7月から10月に変更する(市場は引き続き7月の利上げを3割の確率で織り込んでいる(執筆時点))。



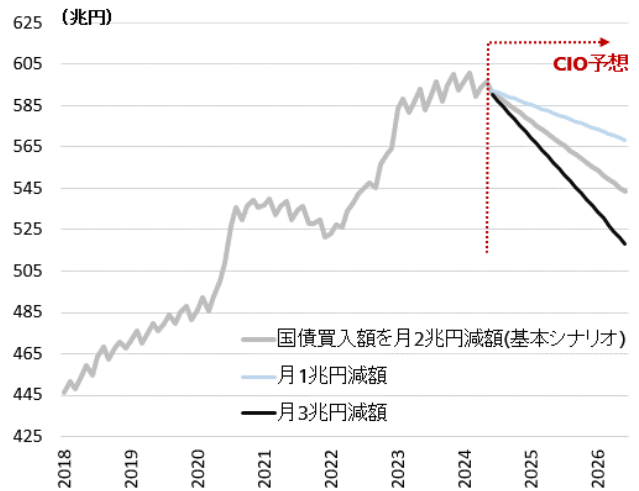
出所: iStock

### ポイント: 7月会合で国債買入を柔軟化しQTに着手

日銀は6月14日の金融政策決定会合にて、市場の予想通り、短期金利のターゲットである無担保コールレートを、現行通り0.0~0.1%で推移するように維持した。長期国債の買入については、次回7月の会合にて「今後1~2年程度の具体的な減額計画を決定する」とし、量的引き締め(QT)に着手する意向を明示した。

日銀は異次元緩和政策を解除し、国債買入という「量」の調節を能動的な金融調節手段として用いていない。しかしQTは、万が一金利が急変動した場合のバックストップ(安全策)の役割を担い続けるため、日銀が強調する「国債保有による相応のストック効果」が続くなか、QTは緩やかなペースで進められる公算が大きい。我々は、日銀が今後1年の間、月々の国債買入額を2兆円程度減らして約4兆円にすると予想する。そのペースで国債買入を減額すると、日銀のバランスシートに計上されている国債保有残高は3~5%程度縮小するだろう。同程度の減額ペースなら、10年国債利回りへの上昇圧力は10~15ベーシスポイント(bp)と小幅にとどまると考える。しかし、月々の国債買入額を現行の約6兆円から半分の3兆円程度にまで減らす、あるいは2年でQTを完了させるなど、市場の目線よりも積極的な施策が打ち出された場合は、相場の変動幅が急拡大し、金利の上昇余地が広がるリスクに留意が必要である。

図表1: 日銀は緩やかな量的引き締めを開始する  
日銀の国債保有残高予想(買入減額のシナリオ別)



出所: 日本銀行、UBS

### 次回利上げ予想を10月に変更

日銀が3月会合にてマイナス金利を解除した際、我々は7月に次の利上げが実施されると想定した。しかし、利上げを判断する上で重要になる日本経済の回復は、一時的な下振れ要因などを背景に3月時点の想定よりも後ずれしている。そのため、従来は7月としていた追加利上げ時期の予想を、10月と修正する(市場は引き続き3割の確率で7月利上げを予想)。それでも年内の利上げは、①長期化する円安、②インフレ率の反発、③賃金・消費の回復、という3つの理由から正当化されるだろう。具体的には、円安がもたらす景気への影響を鑑みると、円安是正に向けた日銀への政治圧力は相応にあると考えられる。インフレ見

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルズ・マネジメント株式会社および UBS AG Singapore Branch が作成した“BoJ: Gradual QT to be launched”(2024年6月14日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年6月19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

通しでは、電気代に上乘せされた「再生可能エネルギー発電促進賦課金」の引き上げなど、政策措置の変更に伴い、消費者物価全体の低下基調が阻まれる可能性が高まった。また、今春の強い春闘の結果は、夏以降の賃金・消費の回復を後押しするだろう。

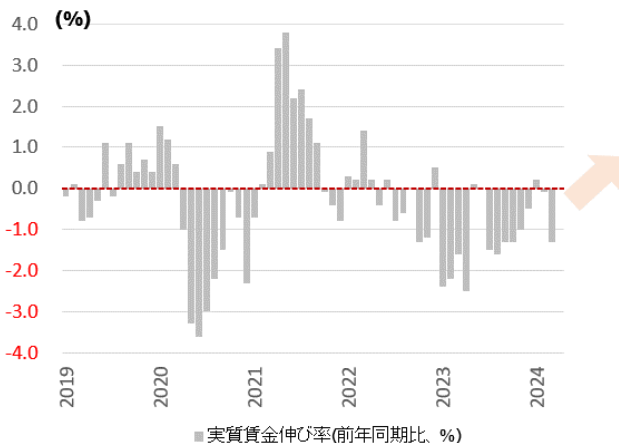
日銀による年内1回の利上げを前提に考えると、2024年末時点の日本の10年国債利回りは1.10%程度になるだろう。景気回復の足取りがおぼつかないことを考えると積極的な利上げサイクルは想定しづらいほか、日銀は国債買入の減額を急がない姿勢であるため、金利の上昇余地は限定されるとみている。また、米国の経済成長が鈍化し、金融政策が利下げ開始に向かうなかでは、米金利の低下基調が続き、日本の国債利回りの上昇余地を抑制するだろう。

## 金利正常化への道筋

年内の利上げは10月の1回のみとなるだろう。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米ドル安・円高が期待できること、②足元のインフレ率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していくと見込まれること、③日本経済の需要回復は後ずれしており、需要主導による継続的なインフレの実現には、賃金上昇による消費の拡大や設備投資の増加が十分に続く必要があること、が挙げられる。2025年には持続的な景気回復への確信が高まり、2回程度の利上げが見込まれる。我々は今回の利上げ局面における利上げ幅は合計75bpと考える。同水準まで利上げを実施しても、政策金利は想定される中立金利1.0~1.5%を下回っていることになる。

中期的な物価見通しで重要なのは、コストプッシュではなく需要サイドに起因するインフレ圧力が定着するかどうかである。需要の回復に伴って人々の期待インフレ率が変化し、賃金上昇が消費を押し上げる構図が明確になれば、物価の基調は安定的に日銀目標の2%に近づいていくだろう。現状では金融引き締めについてそれほど強気になれる経済環境ではないが、日銀が所得と支出の好循環に確信を深めれば、追加利上げによって更なる金利正常化を進める可能性がある。

図表2：日本の実質賃金伸び率



出所：厚生労働省、ブルームバーグ、UBS

## 各資産クラスの見通し

### 為替へのインプリケーション

日銀が具体的な国債買入減額計画の決定を次回7月の会合に持ち越したのを受け、ドル円は目先で高止まりが続くだろう。ただし、植田和男総裁が記者会見で「減額する以上、相応の規模となる」と発言したことに加え、今後の経済指標次第で7月に利上げが実施される可能性を考慮すれば、ドル円の上振れリスクが抑えられるとみることもできる。

その他に、ドル円の短期的な上振れリスクを抑えるとみられる要素としては、160円を節目として為替介入が実施される可能性や、米国経済指標の弱さの継続などが挙げられる。我々は、米連邦準備理事会(FRB)が9月以降に利下げを開始し、それが幾分か円の上昇要因になるとみているため、現時点では2024年9月末のドル円予想を153円、同12月末を150円としている。

### 日本株へのインプリケーション

日銀の会合を受け、日本株は14日午後に上昇した。ここ数カ月間、植田総裁が円安を警戒するような姿勢に軌道修正したことで、円安が日銀による引き締めをもたらすことを意識させる場面が増え、円安に対して株価が反応しにくい地合いとなっていた。利上げ時期は後ずれしていると考えられるものの、我々は年後半に1度利上げが実施されるとの見通しを維持しており、利上げは金融セクターの追い風になるとみている。

今年から来年にかけては、インフレ率や賃金の上昇に加え、コーポレートガバナンス改革が日本株の主な牽引要因となる状態が続くとみている。5月に本決算の結果が出そろった今、コーポレートガバナンス改革は次の段階へ移行すると考える。以前は変化への期待が株価を押し上げていたのに対し、今後の焦点は企業のファンダメンタルズ(基礎的条件)へと移るだろう。株主還元の強化に続き、構造改革や利益率改善を通じた自己資本利益率(ROE)向上の進展が、今後の重要な原動力になると考える。ただし、自社株買いと違い、こうした施策の実現には時間がかかる。

インフレ率や賃金の上昇、コーポレートガバナンス改革が2025年も進展するとみられることから、我々は日本株に対して強気の姿勢を維持する。ただし短期的には、目先のカタリストに欠け、季節的にも弱含む傾向があることから、レンジ内での推移となる可能性がある。11月の米大統領選挙が近づくに伴い、相場の変動も高まるとみられるが、選挙後は上昇相場を見込む。

## 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