

日本経済

長短金利操作導入の功罪 – 日本のケース

2020年8月3日

Chief Investment Office GWM

青木大樹、日本地域CIO(最高投資責任者) daiju.aoki@ubs.com; 細野光史

- 日銀は長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を主な政策手段として引き続き実施していく可能性が高い。金融機関への悪影響を懸念する声もあるが、イールドカーブ・コントロールによる日本市場への影響にはプラスとマイナスの両面があると我々は考える。
- 1つ目に、イールドカーブ・コントロールは日本国債のボラティリティ(価格変動率)を抑制してきた。これにより円相場が安定し、国内投資家によるヘッジ無しの外債投資が活発化した。だが、世界経済が減速しインフレ見通しが低下する中、長びく低金利は金融機関の収益性の改善に寄与していない。
- 日銀は2022年後半または2023年に10年国債の利回り目標を徐々に引き上げると我々は予想している。その際リスクは、金融政策の正常化を始めると、市場の思惑次第で国債利回りのボラティリティが上昇する可能性があることだ。そうならないためにも、日銀のフォワード・ガイダンス(先行き指針)が一段と重要になるだろう。



出所: iStock

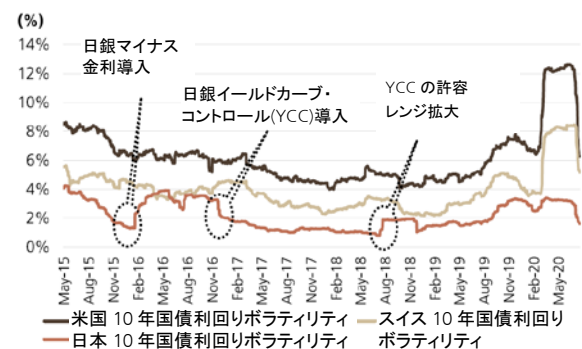
2016年9月に導入された長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)はいまや日銀の主要な金融政策となっている。マイナス金利の深掘りだけでなく国債買入れペースの引き上げが難しい中、その傾向は一段と強まっている。長期金利を固定するイールドカーブ・コントロールは金融機関に悪影響をもたらすという声もあるが、イールドカーブ・コントロールによる日本市場への影響にはプラスとマイナスの両面があると考えられる。

プラス面の1つ目は、イールドカーブ・コントロールにより日本国債のボラティリティが抑えられている点だ。米連邦準備理事会(FRB)でも最近イールドカーブ・コントロールの可能性が議論されているが、FRBの狙いがイールドカーブのフラット化であるのに対して、日銀の主な目的は2016年1月にマイナス金利を導入した後にイールドカーブをスティープ化することだった。日銀がマイナス金利政策を導入した後、イールドカーブはフラット化が進み、10年国債利回りはマイナス圏に突入した。

また新型コロナの感染拡大を受けて世界中で金利のボラティリティが急騰したが、日本政府による国債の大量発行にもかかわらずイールドカーブ・コントロールが効いている日本国債の利回りは安定している(図表1参照)。日本政府は2020年度に、通常の年間発行額の約3倍に当たる150兆円相当の国債発行を予定している。

図表 1: 10年国債利回りのボラティリティ

(90日間のボラティリティ, %)



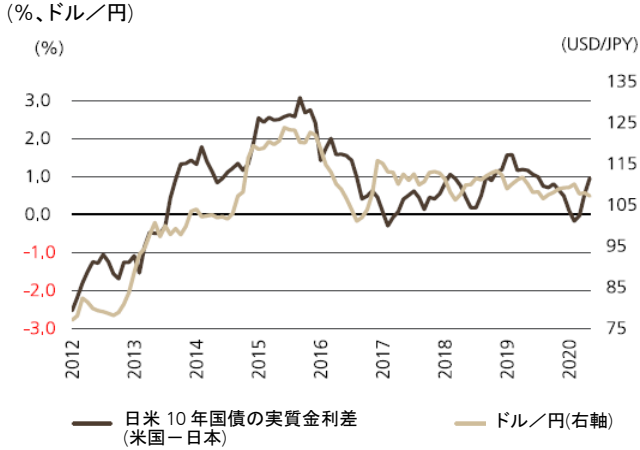
出所: Haver, UBS

日本経済

2つ目は、国債利回りを抑えることで日本円の値動きが安定し、国内投資家によるヘッジ無しでの外債投資が活発化したことだ。これがある程度、円安要因として働いている可能性がある。

2012年のアベノミクス開始以来、ドル円の相場動向は日米10年国債の実質金利差(名目金利から消費者物価指数の伸び率を差し引いたもの)によってある程度説明できる(図表2参照)。2012-2015年は、日銀による大胆な資産買い入れが実質金利と円相場に大きく影響したが、2016年以降実質金利差は落ち着いており、それに伴いドル円相場も安定している。

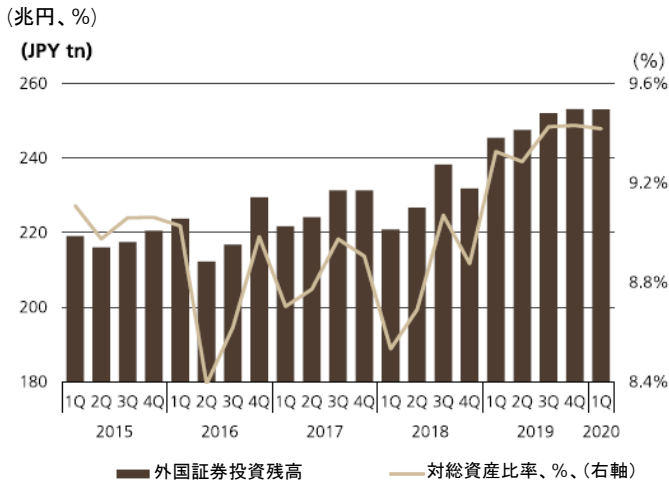
図表 2: 日米 10 年国債の実質金利差とドル円



出所: Haver、UBS

またイールドカーブ・コントロールの下、日本の金融機関は外債の保有残高を増やしており、またその一部は為替ヘッジをせずに購入したものである(図表3参照)。2019年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が為替ヘッジありの外債投資を国内債として区分変更したことも、ヘッジ無しの外債保有残高が増加した要因と考えられる。年金基金や生保会社には、基本ポートフォリオにおける外債の保有残高を引き上げる余地がまだあるとみている。

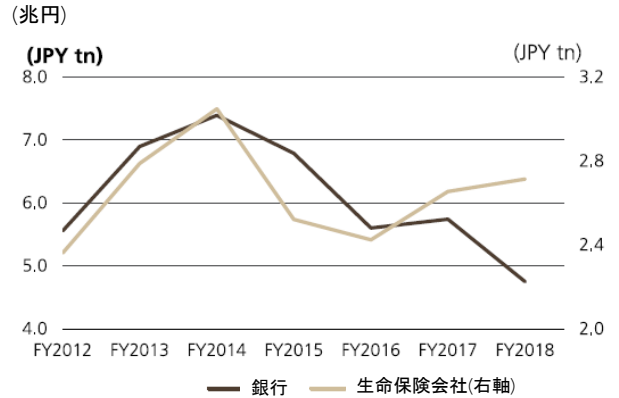
図表 3: 金融機関による外国証券保有残高



出所: 日銀、UBS

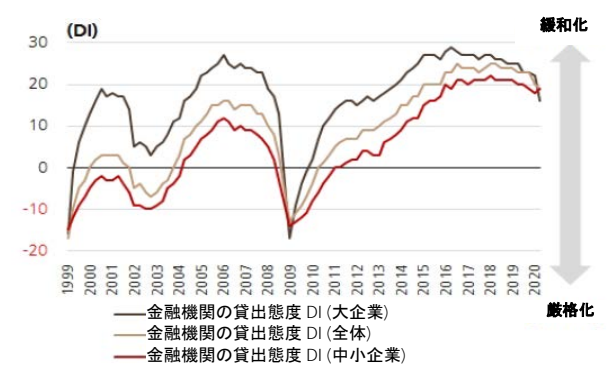
だが、長引く低金利は金融機関の収益を引き続き圧迫している。イールドカーブ・コントロールの導入で金利のボラティリティが低下し、金融機関はクレジットリスクを取れるようになったが、世界的な景気減速とインフレ期待の低下を受けて、イールドカーブは再び長期にわたりフラット化している。金融機関の収益性を見てみると、生保会社はキャピタルゲインの計上で利益が改善しているが、銀行の収益はイールドカーブが一段とフラット化する中で悪化している(図表4参照)。また、イールドカーブ・コントロール導入以降、銀行の貸出し態度はさほど改善していない(図表5参照)

図表 4: 日本の金融機関の経常利益



出所: 財務省、UBS

図表 5: 金融機関の貸出態度(DI)



出所: 日銀、UBS

このように、日本経済が減速する中でイールドカーブ・コントロールは金融機関の収益性改善にはさほど効果がなかったとみられるが、日本国債の利回りと円相場の安定には寄与しているため、日銀は主要な政策手段としてイールドカーブ・コントロールを続けるものと考えられる。国債利回りが安定していれば、大規模な国債発行が可能であり、国内投資家による外債投資の拡大意欲は中長期的に高まる可能性が高い。新型コロナウイルスの感染拡大が収束すれば、日本経済の成長率とインフレ率は緩やかに上昇することが予想されるため、日銀は短期金利を当面マイナス圏に据え置く一方、10年国債の利回り目標については2022年後半か2023年には徐々に引き上げるものとみている。その際のテールリスクとしては、金融政策の正常化を始めると、市場の思惑次第では国債利回りのボラティリティが急騰する可能性があることだ。そうならないためにも、フォワード・ガイダンス(先行き指針)を通じた市場との対話がこれまで以上に重要になるだろう。

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 証券株式会社(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。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。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。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポート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、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。

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 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、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の手数料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。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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、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)(最大 2.34% (税込・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 1.76% (税込) の運用報酬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。

日本経済

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1%または1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2%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。

© UBS 2020 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、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 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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号