

日本経済

3月に予想される日銀政策変更は出口戦略の第一歩となるか?

2021年1月22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、アナリスト

- 日銀は21日の金融政策決定会合で、予想通り、現行の金融政策の維持を決定した。だが市場の関心は既に、次回3月の決定会合に移っている。次回会合では、金融政策の「点検」結果を踏まえ、政策変更が行われるものと見込まれる。
- 日銀は、政策運営の持続性を高めつつ、副作用を緩和するため、上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(J-REIT)の購入ペースの見直し、10年国債利回りの許容変動幅の拡大、中長期的な成長力の強化に向けた貸出支援プログラムの強化などを行うものと予想される。
- しかし、こうした政策修正は、必ずしも金融政策の枠組みが早期に変更される可能性を示唆するわけではなく、市場への影響は限定的と考える。



出所:iStock

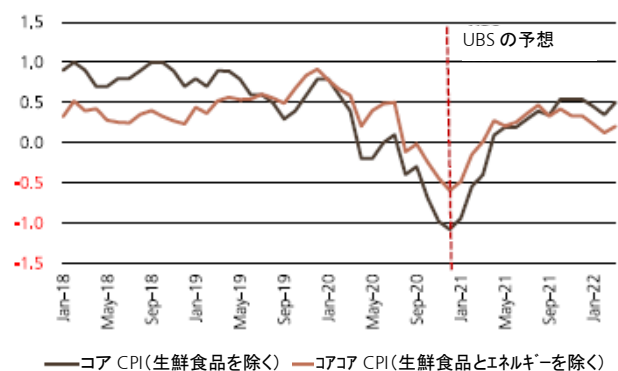
日銀は21日の金融政策決定会合で、予想通り、現行の金融政策の維持を決定した。同日に発表した「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)では、1月8日の緊急事態宣言の再発令(2月7日までの予定)を受けて、2020年度の国内総生産(GDP)の成長見通しを下方修正したが、好調な輸出と設備投資関連指標の改善を踏まえ、日本経済の回復について強気の見通しを維持した。

市場の関心は既に、次回3月の決定会合に移っている。3月の会合では、現在の金融政策の点検結果を踏まえ、政策運営の持続性を高めるために政策変更が行われるものと見込まれる。我々の予想では、1)上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(J-REIT)の買入上限の撤廃(現在はそれぞれ年間最大で12兆円と1,800億円)、2)概ねゼロ%を誘導目標とする10年国債利回りの許容変動幅の拡大(現在は±0.2%)、および、3)中長期的な成長力の強化に向けた貸出支援プログラムの強化、を行うとみている。

こうした政策修正は、必ずしも金融政策の枠組みが早期に変更される可能性を示唆するわけではなく、市場への影響は限定的と考える。新型コロナウイルスの感染再拡大を受けて、2%のインフレ目標の実現には想定以上に時間がかかる可能性があるため、日銀は金融政策の持続性を高める必要がある(図表1参照)。

図表1 - コア CPI およびコアコア CPI の推移

前年同月比 %



出所:Haver、UBS

こうした政策変更は市場にどのような影響を与えるだろうか?

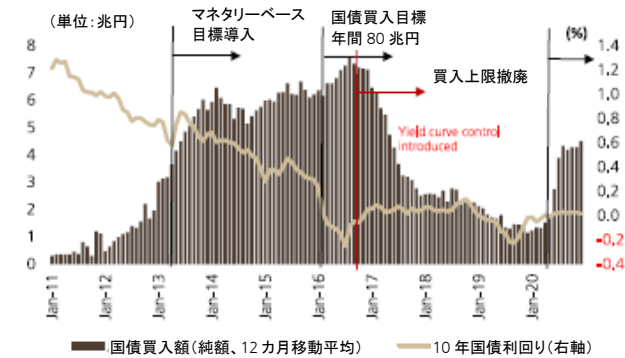
日本経済

1. 政策修正は、量的緩和の縮小または出口戦略へ向けた第一歩を示唆するのか？

我々はそうは考えていない。上述の政策修正の目的は、副作用を緩和しつつ市場情勢に応じて柔軟に対応することで金融政策の持続性を高めることだと考える。新型コロナウイルスの影響で2%のインフレ目標の実現が遠のいていることから、日銀は金融緩和を長期化する必要がある。長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）に基づき、国債の買い入れは既に柔軟に行われている（図表2参照）。だが今後は、市場情勢に応じて10年国債金利の誘導目標からの乖離を許容することにより、イールドカーブ・コントロールの副作用軽減を目指す考えだとみている。

図表 2 – 日銀の国債買い入れペース

単位：国債買い入れ額：兆円、10年国債利回り：%



出所：Haver、UBS

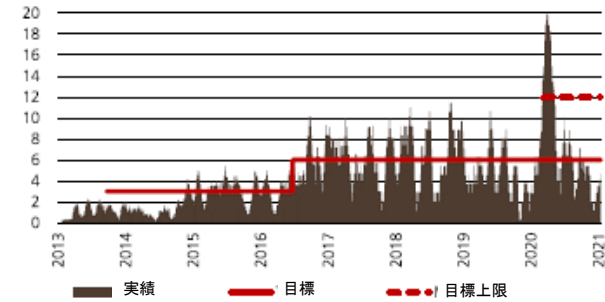
2. ETF/J-REITの買い入れペースは政策変更に伴い縮小するか？

これについては、市場情勢によるところが大きいとみている。現在の買い入れペース目標が撤廃されたとしても、相場が急激かつ急速に下落する場合には、日銀はETFを積極的に買うことができる。日銀は既に東証1部時価総額の7%近くを保有しているため、買い入れプログラムの拡大と市場の流動性向上には、足元のETFとJ-REITの買い入れペースを調整する必要があると我々はみている。

図表 3 – 日銀のETF買い入れペース

(1カ月平均額を年間ベースに換算)

(単位：兆円)

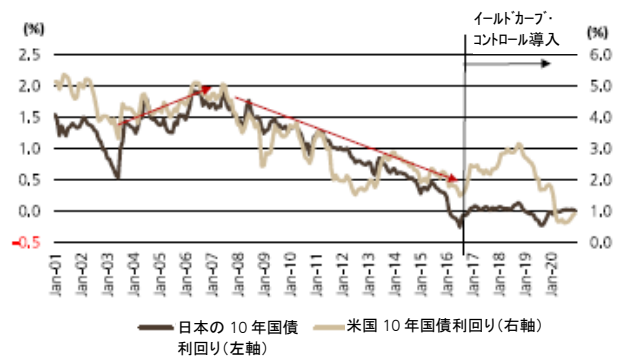


出所：日本銀行、UBS

3. 変動幅の拡大で10年国債利回りは上昇するか？

米国債利回りと日本のインフレ率が低位にとどまる限り、日本国債の利回りが急上昇することは考えにくい。10年国債利回りの許容変動幅を拡大したとしても、ゼロ%程度という誘導目標は変更されないうら。賃金上昇ペースが鈍く、企業が価格引き上げに慎重であるため、日本のインフレ率は抑制された水準で推移する公算が大きい。生鮮食品を除く消費者物価指数（コアCPI）は、対前年比ではプラスに転じるだろうが、2021年末でもまだ+0.4%程度にとどまるとみている。また、我々の金利チームは、2021年の米国10年国債利回りは約1.1%で推移するものと予想している。我々は2021年の日本の10年国債利回り予想をゼロ%近辺に据え置いている。

図表 4 – 日米の10年国債利回りの比較



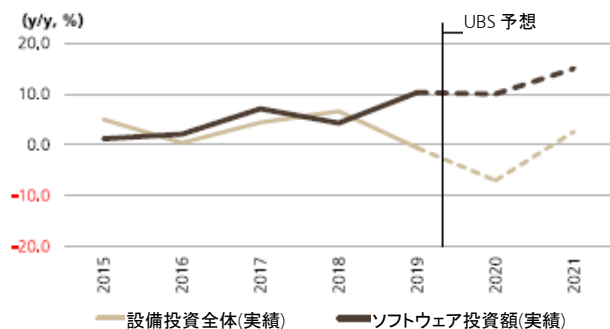
出所：Haver、UBS

4. 日銀の新たな貸出支援プログラムにより設備投資は増加するか？

長期的なGDP成長を見据えてデジタル化やグリーン投資を後押しする新たな貸出支援プログラムは、関連分野の設備投資を下支えするだろう。コロナ禍でも2020年の失業率はわずか0.5ポイント上昇の2.9%であり、深刻な労働力不足から、企業には労働生産性改善のための設備投資を増やす大きなインセンティブがある。また、菅内閣が進めるデジタル社会やカーボン・ニュートラル(脱炭素)の実現に向けた政府補助金や税務上の優遇措置も、企業による関連設備投資を促すと見込まれ、日銀の貸出支援プログラムとのシナジー効果が期待できよう。我々はソフトウェア投資(デジタル化を含む)が2019年の10.3%増、2020年の10%増に続き、2021年には15%増加すると予想する一方、設備投資全体の伸び率は2020年に7.2%減少した後、2021年は+4.0%に持ち直すとみている(図表5参照)。

図表 5 – 設備投資全体およびソフトウェア投資額

(実績および UBS 予想、前年比、%)



出所: Haver、UBS

5. 市場にはどのような影響があるだろうか？

ETFの購入ペースの鈍化や日本国債の利回り上昇に対する懸念から、短期的に市場が嫌気する可能性がある。だが上記で説明したように、こうした悪影響はあったとしても一時的だろう。

これら政策の修正後でさえも、低いインフレ率に加えて米国10年国債金利の上昇幅が限定的であることから、日本の2021年の10年国債利回りはゼロ%近辺で推移するとみている。グローバル景気の回復が進む中、円は米ドルに対して緩やかに下落する可能性があり、2021年末のドル円は107円と予想する。日本株式については、5G(第5世代移動通信システム)やグリーンテック関連企業が政府や日銀による支援の恩恵を受けるだろう。日本株式については「5Gが日本のデジタル化をけん引」や「日本のグリーンテックの投資機会」などのテーマを推奨する。また、2月下旬からワクチン接種が始まる見通しであることから、サービス支出の回復見込みが追い風となる企業にも注目したい。

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もありません。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。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。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)(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、事前に利率・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。

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 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場合があります。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。

© UBS 2021 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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号