

日本経済

日銀:政策修正で緩和継続、出口はまだ先

2021年3月19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; 居林 通、日本株リサーチヘッド; 小林 千紗、アナリスト; 細野 光史、アナリスト

- 日銀は政策点検の結果、長期金利(10年国債利回り)の許容変動幅の拡大、マイナス金利政策に伴う副作用の軽減に向けた新制度の導入、上場投資信託(ETF)および不動産投資信託(J-REIT)の年間の購入目安の撤廃(購入上限は維持)など、いくつかの政策修正を実施した。
- 市場では今回の政策修正を金融政策の正常化または出口戦略への第一歩と受け止める向きもあるかもしれないが、我々は金融緩和の持続性を高めることが日銀の狙いだと考える。
- こうした修正が行われるとしても、10年国債利回りは0.2%を下回って推移し、引き続き円安をサポートするとみている。株式市場では、投資家の見通しが変わり、バリュウ(割安)株へのシフトが加速されたと考える。



出所:iStock

日銀は3月19日の金融政策決定会合で、2016年以来となる金融政策の点検レビューを行い、金融政策の一部修正を行った。結論として、政策修正は予想通りのものであり、変更の大半はこれまですでに報じられてきた内容であった。しかし、それでもなお、市場には一定の重要な意味があると考えられる。

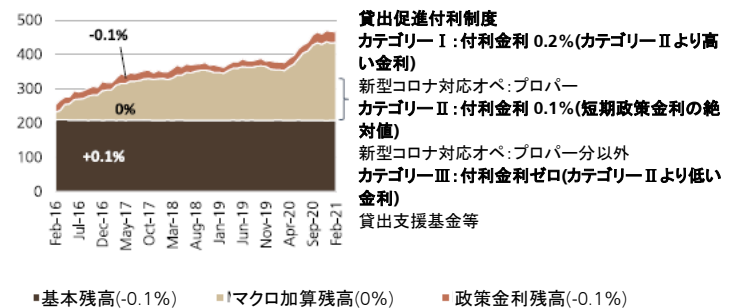
政策修正の概要

第1に、日銀は長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)に基づく10年国債利回りの誘導目標をゼロ%程度に据え置いたが、これまで $\pm 0.2\%$ 程度としていた許容変動幅を $\pm 0.25\%$ 程度に拡大し、声明文の中で明記した(従来の許容変動幅は2018年、会合後の記者会見で黒田総裁が説明したもの)。また日銀は、「連続指し値オペ(公開市場操作)制度」を新たに導入し、必要な局面では利回り上昇を強く抑制する方針を強調した。

第2に、短期政策金利の-0.1%を維持する一方で、民間金融機関の貸し出しを増やすため「貸出促進付利制度」を新たに導入した。具体的には、日銀の貸出支援制度の残高に応じて、金融機関の当座預金に対して上乗せ金利を付けるものである(図表1参照)。政策金利が引き下げられると、上乗せ金利が引き上げられることから(カテゴリー2の付利金利は短期政策金利の絶対値)、日銀は短期政策金利を引き下げると貸し出しへのプラスの影響が強まると強調している。貸出促進付利制度は、マイナス金利による副作用を緩和するものと考えられる。

図表1 – 金融機関が日銀に保有する当座預金の適用金利別内訳:新制度はマクロ加算残高に適用

(単位:兆円)



出所:日本銀行、UBS

第3に、上場投資信託(ETF)および不動産投資信託(J-REIT)の買入れについて、年間の購入上限(ETF:12兆円、J-REIT:1,800億円)は継続する一方で、年間の購入目安(ETF:6兆円、J-REIT:900億円)は削除した。これにより、日銀は従来と同じ頻度でETFおよびJ-REITを購入することはしないかもしれないが、市場の急落局面では引き続き積極的に買入れを行うことができるものと考えられる。また、ETFの買入れ対象は、これまでの東証株価指数(TOPIX)、日経平均株価、JPX日経400連動型ETFの組み合わせから、TOPIX連動型のみに変更することも決定した。

本稿は、UBS Securities Japan Co., Ltd. が作成した“Japanese economy: BoJ eyes policy sustainability, not yet normalization” (2021年3月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年3月23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

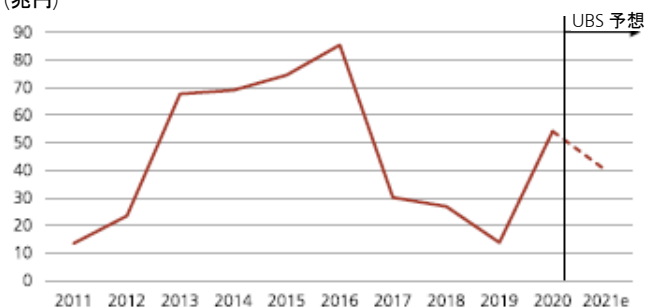
変更の大半はすでにエコノミストによって予想されていたことから、当日の市場への影響は限定的となった。10年国債の利回りは数ベース・ポイントと若干の上昇にとどまり、またドル/円相場は109円から108.80円に若干の円高に振れる程度となった。日経平均株価は1.4%下落し、TOPIXは0.2%上昇した。

市場へのインプリケーション(示唆): 金融政策の正常化に向けた第一歩となるのか?

一部の市場参加者は、本日の日銀の決定を金融政策の転換点と見なす可能性があるが、今回の修正は金融政策の正常化または出口戦略への第一歩ではなく、現行の金融緩和の持続性を高めることが日銀の狙いであると我々は考える。長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)の運営上、日本国債の購入ペースは重要ではなく、2020年7月、8月のコロナショック時のピーク後、すでに縮小し始めていた(図表2参照)。日本の消費者物価指数(CPI)が今後数年の間に目標の2%に達する可能性は低く、日銀は金融政策の柔軟性を高めること、そして超低金利環境による民間金融機関の収益圧迫を軽減することが必要となっている。

図表2 – 日銀の年間国債買入れ額

(兆円)



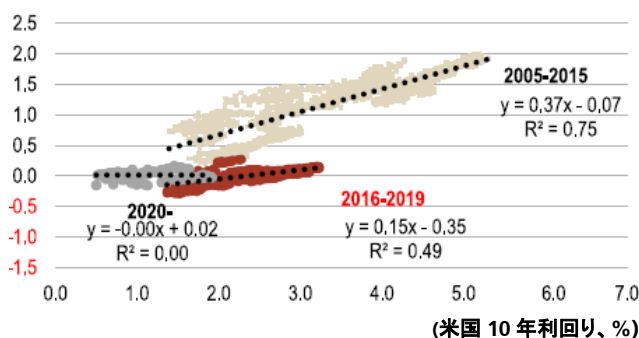
出所: 日本銀行、UBS

日銀の金融政策の点検では、物価は容易に上昇しないという消費者の認識が一段と強まり、インフレ期待は上向かず、上昇にはかなりの時間を要することが示された。今回の政策修正により日銀は金融緩和政策の持続性を一段と高め、例えば長期化しようとも、銀行の収益性を害することなく市場センチメントを支えることができるものと我々は考える。

日本国債利回りと日本円: 日銀は10年国債利回りの誘導目標をゼロ%程度に据え置いた。2016年以降、日本10年国債利回りは許容レンジの上限に達することはなく、米国10年国債利回りに対する感応度は0.15程度と極めて低く推移した(図表3参照)。こうした状況を踏まえ、米国10年国債利回りがここから30~50ベースポイント(bp)上昇しても、日本10年国債利回りへの影響は4~8bp程度の上昇にとどまるとみている。また、日本のインフレ率は、2021年、2022年を通して前年比1.0%を大きく下回って推移すると予想する。10年国債利回りは、許容変動幅が拡大されたとはいえ、20bpを下回って推移すると考える。よって、日本国債の低金利の継続あるいは日米金利差のさらなる拡大の可能性により、円安がサポートされるとみている。

図表3 – 日米10年国債利回りの相関

(日本10年利回り、%)

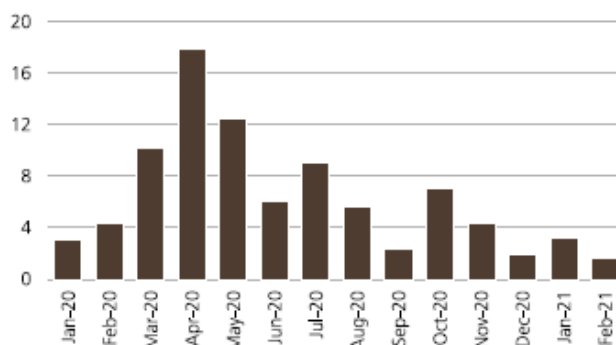


出所: ロイター、UBS

日本株式: 日銀はETFの購入ペースをすでに鈍化させていたことから、ETFの購入目安(下限)の削除が大きな影響を及ぼすことはないと思われる(図表4参照)。また、ETF購入計画は継続され、市場の混乱時などでは買い入れが実施される。よって、日銀のセーフティネット(安全網)としての役割は引き続き維持され、低金利環境はバリュエーションの上昇を後押しすると考える。株式市場に対して大きな影響があるとするならば、過去3~4週間の間に見られたグロス(成長)株からバリュー(割安)株へのシフトの動きであろう。日銀の政策変更は、たとえ微修正であろうと、投資家の見通しに影響を及ぼし、過去12カ月間大きくアンダーパフォーマンスしてきたバリュー株へのシフトが加速するとみている。

図表4 – 日銀のETF買入れ額は2020年後半以降縮小している

(月間買入れ額(年率換算)、単位: 兆円)



出所: Haver、UBS

金融政策の見通し: 日本の消費者物価指数(CPI)は1%にも届かない見通しで(2021年+0.4%、2022年+0.6%)、今後数年はマイナス金利と10年国債利回りの誘導目標ゼロ%程度が維持されると考える。長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)の運営上、国債の購入ペースは2020年の52兆円から2021年は約40兆円へとさらに鈍化が見込まれる。初回利上げは早くても2024年と予想する。米国国債の利回りにもよるが、日銀が10年国債利回りの誘導目標をゼロ%程度に維持したうえで、許容変動幅をさらに拡大することもありうると考える。

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のですが、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 UBS 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 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。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。

当社における投資信託のお取引には、直接的に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 1.76%(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。

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 グループ内の他の企業(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 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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号