

日本経済

日銀：気候変動問題の解決に向け前進する

2021年7月16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

- 大方の予想通り、日銀は脱炭素融資を優遇する新たな貸出制度の骨子案を発表した。同時に、外貨準備高を活用して外貨建てグリーンボンドを購入する意向も示唆した。こうした後押しを受けて、今後数年にわたり脱炭素化に伴う企業融資が活発化すると予想する。
- 東京オリンピックが終了すると、市場の注目は経済活動の再開と10月上旬に行われる衆議院議員総選挙に移るだろう。ワクチン接種率のさらなる加速、新たな景気刺激策、選挙後の菅首相の続投が、年末に向けて経済正常化を促進するものとみられる。
- 我々は日本株式会社に対して強気の見方を継続する。世界経済が回復する中で日本国債利回りは低位で推移し、日銀の緩和的な政策下、日本円は引き続き魅力的な調達通貨として更に下落するだろう。



出所:iStock

日銀は7月16日の金融政策決定会合で、気候変動問題に対応する新たな融資制度の運用方法の詳細を一部開示した。公表した骨子案によると、1)グリーンローン／ボンド(環境に配慮した事業に対する融資および債券)、2)サステナビリティ・リンク・ローン／ボンド(金利などの借入条件を、事前に設定したサステナビリティ目標の達成度と連動させる融資および債券)、3)トランジション・ファイナンス(脱炭素に移行する企業に対する資金的支援)に対する銀行の投融資に、日銀が担保付バックファイナンスを行う。貸出金利は0%であり、この新制度を利用する銀行は、日銀の当座預金にかかる金利が0%となる部分が増え、マイナス金利の影響を軽減できる。数カ月以内に貸出規模などの詳細を決定する。日銀はこの制度を2021年中に開始し、原則として2031年3月まで実施する。

その他主要な金融政策については、以下の通り現状維持とした。

1. 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール): 短期政策金利をマイナス0.1%に、10年国債利回りの目標を0%近辺とする。
2. 上場投資信託(ETF)／不動産投資信託(J-REIT)の買入額については、年間の増加額をそれぞれ12兆円と1,800億円を上限とする。
3. コマーシャルペーパー(CP)／社債の買入額については、2022年3月末までの間約20兆円の残高を上限とする。

4. フォワードガイダンス: 2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、イールドカーブ・コントロール付き量的・質的金融緩和(QQE)を継続する。

日銀の金融政策と消費者物価指数に対する我々の見解

日銀は新たな経済・物価情勢の展望で、2022年3月末(2021年度)の国内総生産(GDP)成長率予想を下方修正したが、2023年3月末(2022年度)については見通しを引き上げた。また、主にエネルギー価格の上昇を受けて、2021年度と2022年度の消費者物価指数(CPI)の見通しを引き上げた。だが日銀のCPI見通しは2023年度でさえも依然として年率+1.0%であり、2024年3月末(2023年度)までの2%の物価目標達成は難しいことを意味する(図表1参照)。黒田日銀総裁は会合後の記者会見で、CPI見通しにはいくぶん下振れリスクがあると述べた。我々は、日銀が短期金利を引き上げるのは早くても2024年以降だと考えているが、世界の経済や金利情勢に応じて、10年国債利回りの上昇を容認することで、日銀がイールドカーブ・コントロールを調整する可能性はある。

日本経済

図表 1 – 日銀による経済見通し

2023 年度内にコア CPI 目標の達成は困難と予想

実質 GDP	日銀(直近)	日銀(4 月時点)	コンセンサス	UBS 予想
FY21	+3.8%	+4.0%	+3.6%	+4.0%
FY22	+2.7%	+2.4%	+2.7%	+2.6%
FY23	+1.3%	+1.3%	+1.4%	-

コア CPI	日銀(直近)	日銀(4 月時点)	コンセンサス	UBS 予想
FY21	+0.6%	+0.1%	+0.3%	+0.3%
FY22	+0.9%	+0.8%	+0.5%	+0.6%
FY23	+1.0%	+1.0%	+0.7%	-

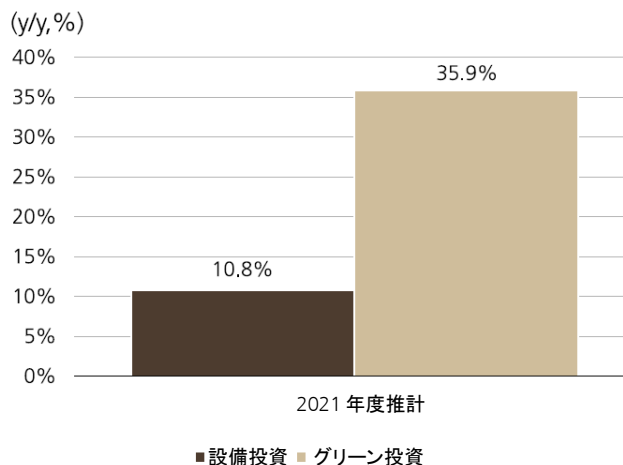
出所: 日本銀行、日本経済研究センター、UBS

日本の企業物価指数は、エネルギーやその他コモディティ価格の上昇を受けてそのスピードがやや加速しており、6 月は前年同月比 5.0% (5 月は 4.9%) と 2008 年 9 月以来の高い伸び率を示した。とはいえ、日本のインフレ率は、米国など諸外国とは対照的に引き続き低位で推移するとみられる。企業は最近のコモディティ価格の上昇圧力は一時的であるとして賃上げや価格転嫁に慎重な姿勢を崩しておらず、新型コロナの感染拡大による打撃にもかかわらず雇用維持に努めている。5 月の失業率は 3.0% と、2019 年平均の 2.4% からやや上昇した程度である。5 月の生鮮食品を除く消費者物価指数(コア CPI)は+0.1% であり、我々はこの数字が年末までに年率+0.4%、2022 年末に年率+0.7% に上昇すると予想している(2021 年度平均は+0.3%、2022 年度平均は+0.6%)。

日銀の新たな貸出制度は、グリーンローンやグリーンボンドの投融資拡大を銀行に促すもので、企業によるグリーンおよびサステナブル投資を推進するだろう。秋に決定されるとみられる新たな経済刺激策と 2022 年度の税制改革もまた、グリーン投資を下支えする公算が大きい。日本経済新聞が 6 月に行った調査では、2021 年度の大企業の設備投資全体の伸びは、対前年度比で+10.8% (前年は-9.7%) であるのに対して、グリーン関連の設備投資の伸びは前年度比 35.9% となっている(図表 2 参照)。

図表 2 – 企業の 2021 年度設備投資計画(日本経済新聞調査)

環境関連投資の大幅増加を計画



出所: 日本経済新聞、UBS

日銀は外貨建てグリーンボンドを購入するか?

16日に発表された新たな貸出制度とは別となるが、日銀が日本の外貨準備を使って、気候変動問題への取り組みを目的とした外債購入等の新たな制度を検討していると一部メディアが事前に報じていた。日本の外貨準備高は151兆円(1兆3,800億米ドル)で、そのうち日銀の保有残高は7兆7,000億円と日銀の保有資産全体の1.1%を占める。この日の会合では、「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」の中で、政府およびその他海外機関が発行する外貨建てグリーンボンドの購入意欲を表明している。これに先立ち、日銀は7月12日、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議(EMEAP)において、東南アジア諸国中銀と共に、アジア・ボンド・ファンド(ABF)を通じてグリーンボンド投資を促進する計画を発表した(図表3参照)。ABFは2005年に東アジア・オセアニア地域の現地通貨建て債券市場の発展を支援するために設立された。日銀がEMEAPで合意したものと同様の外貨建てグリーンボンド購入に係る新たな制度を公表するかどうかは定かではない。購入に当たっての具体的な適格要件や手法については今後議論されるだろう。我々は、脱炭素活動支援に日銀と政府がどのように外貨準備を活用していくのか注視していく。

図表3 – 中央銀行の保有資産や外貨準備を利用したグリーンボンドの購入(または購入検討)状況

一部の中銀はすでにグリーン関連投資を増額

国・地域	内容
EU	欧州中央銀行が自己資金の一部を国際決済銀行のユーロ建てグリーンボンド・ファンドに投資した。今後、域内社債の購入基準に気候変動対応を取り入れるよう調整する。
英国	イングランド銀行が、企業の気候変動対応への取り組み状況を考慮して国内社債への資金配分を年内に変更する。
中国	中国人民銀行総裁が、外貨準備の運用においてグリーンボンドへの配分を引き上げたことを4月に表明。
スウェーデン	リクスバンクが外貨準備の運用に際してサステナビリティ目標を採用した。
スイス	外貨準備の運用先から石炭鉱業企業を除外した。
ニュージーランド	国際決済銀行の米ドル建てグリーンボンド・ファンドに1億米ドルを投資した。
東アジア・オセアニア	アジア・ボンド・ファンドを通じて現地通貨建てグリーンボンドへの投資を促進する。

出所: 内閣府、UBS

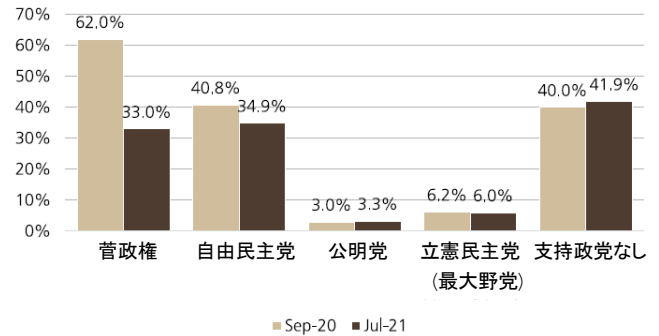
7月23日から東京オリンピックが始まるが、有観客での開催はいくつかの県に限定され、観客数もごく限られている。ほぼ無観客でのオリンピック開催が経済活動に与える直接的な影響は、国内総生産(GDP)の約0.2%と限定的となろう。だが、オリンピックを無事に開催することは、衆議院および自民党総裁選挙が近づき中での菅総理大臣の支持率への影響と、オリンピック後の消費センチメントにとって重要となるだろう。新型コロナの新規感染者数が増加しており、特に東京では7月15日に新規感染者数が1,300人を超え、1月21日以来最大となった。感染急拡大の背景には感染力の強いデルタ株の広がりがあり、東京の新規感染者数の約30%を占める。今のところ重症者数は落ち着いている。ワクチン接種を少なくとも1回受けた人の割合は32%に達しており、最近のワクチン供給不足下でも、この数字は9月末までに50%を超えると予想される。我々は、9月5日にオリンピック・パラリンピックが終了し、ワクチン接種率が50%に近づいて、経済活動の再開が加速すると予測している。

衆議院総選挙と新たな経済刺激策

オリンピックが終わると、市場の注目は10月上旬の衆議院選挙に移るだろう。新型コロナウイルスの感染再拡大と、東京に4度目の緊急事態宣言を発令した中でのオリンピック開催という菅首相の判断を受けて、内閣支持率は7月には30%近辺まで急落し、組閣後の最低まで低下した(図表4参照)。次期衆議院議員選挙で、仮に自民党と公明党の連立与党が過半数議席を維持できなければ(現在は465議席中306議席)、菅首相は辞任に追い込まれる可能性がある。とはいえ、自民党と公明党の支持率は過半数を維持するには十分であり、こうしたリスクナリオは考えにくい。新型コロナの感染率が低下し、ワクチン接種がさらに加速することも、支持率を下支えするものと我々は考えている。

図表4 – 菅政権および各政党の支持率

自民党の支持率は依然として高い



出所: 日本放送協会、UBS

4-6月(第2四半期)のGDP成長率がマイナスとなる可能性が高まった今(第2四半期連続でマイナス)、菅内閣は新たな経済刺激策を検討するものとみられる。政府予想では、2021年3月時点の日本のGDPギャップは約25兆円で、成長率は第2四半期も低下する公算が大きい。そのため経済刺激策は規模がおおよそ30兆円(GDPの5.4%)で、経済復興の加速と、脱炭素化とデジタル化に関連した設備投資支援に軸足を置いたものになるだろう。経済政策では、生産力とサプライチェーンの持続性を強化する産業政策の重要性がますます高まっている。

市場への示唆

日本株式は、今回の日銀の新たな貸出制度をある程度好感し、日経平均株価は発表後28,000円の水準に回復した。我々は日本株式と日本国債に対する強気の見方と、米ドル高・円安の見直しを維持する。

1. 日本株式については、オリンピック後の経済活動の再開が、景気循環セクターの利益を押し上げるだろう。また消費浮揚と、脱炭素化およびデジタル化に対する設備投資促進に向けた政府支出も、サービスセクターには追い風になるとみられる。グリーン投資に対する日銀の新たな貸出制度もまた、関連投資を刺激するだろう。日本の製造業には円安は支援要因となろう。
2. 低インフレが続くため、日本国債利回りは、日銀の10年国債利回り目標である0%近辺で底堅く推移するだろう。巨額の財政刺激策に伴い新規国債発行額が増加しても、日銀のイールドカーブ・コントロール政策の下では、国債利回りにさして大きな影響は及ばないものと考えている。
3. リスクオンのセンチメントが世界中に広がる中でも長引く日本の低金利により、日本円は今後も魅力的な調達通貨であり続けるだろう。日銀は引き続き、先進国で最もハト派的な中央銀行の1つとみられる。ドル円については、年末までに1ドル=113円、2022年9月までに116円を予想する。

日本経済

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、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。

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。

日本経済

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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号