

日銀 政策正常化の鍵は賃金上昇

日本経済

青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者); 上里 啓、ストラテジスト; 小林 千紗、アナリスト

- 9月22日の政策決定会合で、日銀は金融政策の現状維持を決めた。経済評価や金融政策の先行き指針(フォワード・ガイダンス)についてはいずれも変更しなかったが、会合後の記者会見で植田総裁のトーンはややハト派だった。
- 賃金の伸びが加速する可能性が高く、インフレ率の下がり方がより緩やかに見えるため、我々は日銀が2024年1-3月期(第1四半期)に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)を終了し、第2四半期にマイナス金利を解除すると予想する。だが米金利のさらなる上昇により急激に円安が進む場合には、2023年末までに早期に政策を正常化する可能性も排除できない。
- 基本シナリオでは、日本の10年国債利回りは年末までに0.8%をつけ、2024年いっぱいその水準にとどまるとみている。だが政策正常化が今年早期に行われる場合には、1%近辺まで上昇する可能性もある。為替については、日銀は円高よりも急激な円安を抑制したいものと考えられる。
- 金利上昇や株主還元の追い風を受ける銀行株など高クオリティのバリュー株、緩やかな物価上昇と賃金の伸びが恩恵となる一般消費財やサービスセクターなどの内需セクターを引き続き推奨する。



出所: iStock

何が起きたか？

9月22日の政策決定会合で、日銀は予想通り金融政策の現状維持を決めた。声明文で経済評価やリスクについての修正はなく、金融政策の先行き指針(フォワード・ガイダンス)も変更しなかった。

植田日銀総裁は9月上旬の読売新聞のインタビューで、マイナス金利政策の解除の可能性について言及していたことから、会合後の記者会見に注目が集まった。植田総裁はまた、年末までに金融政策正常化の根拠となるデータが出そう可能性はゼロではないとも語っていた。

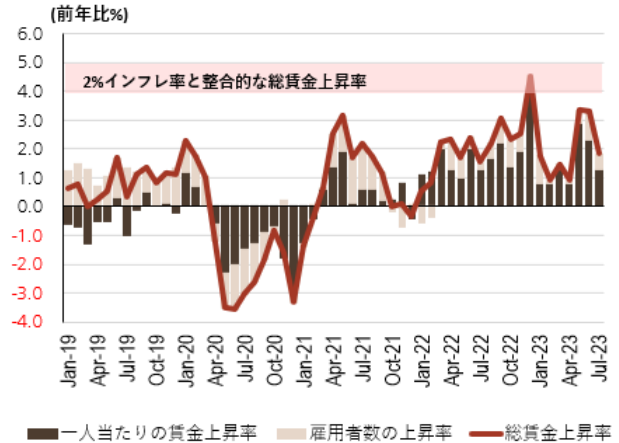
だが、会合後の記者会見で植田総裁のトーンはハト派寄りだった。総裁は物価と賃金が好循環を続けることが重要だと述べ、日本が2%のインフレ率を継続的に達成するにはまだ距離があると強調した。植田総裁は、2024年の春闘での賃上げが追加的な政策正常化を決定する鍵を握ると示した。とはいえ、植田総裁はインフレ率の下がり方がこのところ緩やかであると認め、日銀が7月の「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」に対する上振れリスクをみていることを示唆した。

政策正常化は想定よりも早い可能性

最近の日銀高官のコメントを考慮し、現状では、日銀が長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)を2024年第1四半期に終了し、2024年第2四半期にはマイナス金利政策を解除して政策金利を-0.1%から0%に引き上げると予想する。これは従来予想よりも早い(以前は2024年下期の変更を予想)。

図表1—インフレ率2%持続には賃金上昇のさらなる加速が必要

総賃金上昇率、前年比、%



出所: Haver, UBS

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy: Wage growth is key for further BoJ policy normalization”(2023年9月22日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年9月25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。

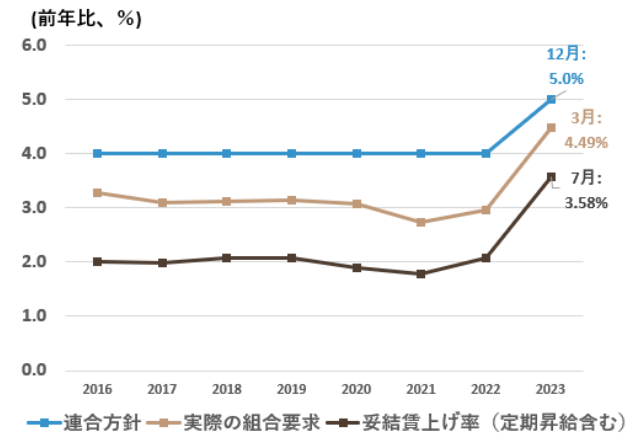
日本経済

金融政策を正常化するためには、日銀がインフレ率 2% の持続と確実な賃金上昇に確信を深める必要がある。その点で、植田総裁が記者会見で強調していたように、2024 年の春闘での賃上げ交渉が重要な要因になるだろう。今年のインフレ率上昇と構造的な労働力不足が 2024 年の賃上げを後押しすると予想する。

短期的に我々が注視しているのは、1) 日銀が10月に公表する展望レポートを上方修正する可能性と、2) 労働組合が2024年の春闘で高い賃上げを要求するかどうか(12月上旬に連合が方針を決定)だ。日銀はまた、YCCを完全に撤廃する前に、現在のハト派寄りのフォワード・ガイダンスを微調整するか、10年国債利回りの変動幅を引き上げる可能性がある。

図表 2—労働組合からの賃上げ要求(12月に方針決定)が注目される

連合の方針と実際の結果



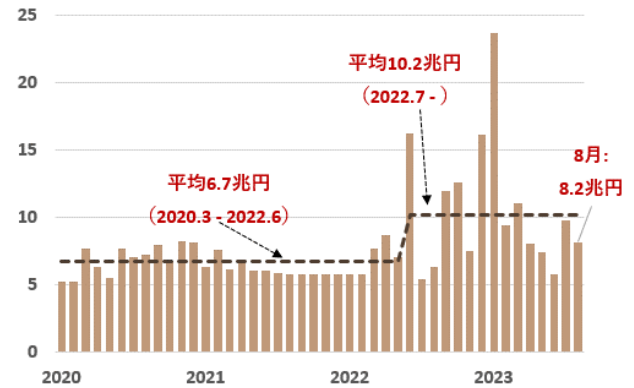
出所: Haver、日本労働組合総連合会、UBS

基本シナリオでは、日銀は日本国債の買い入れペースを減速する一方、日本の 10 年国債利回りは 2023 年末までに 0.8% をつけ、2024 年いっぱいその水準にとどまるとみている。YCC の撤廃とマイナス金利政策の解除は、日本国債の利回りに上昇圧力となる可能性があるが、米国金利の低下によって一部相殺されるとみられる。為替については、日銀は円高よりも急速な円安を抑制したいものとする。

図表 3—7 月の YCC 修正後も日銀は国債の買い入れを継続

日銀の月間国債買い入れ額(兆円)

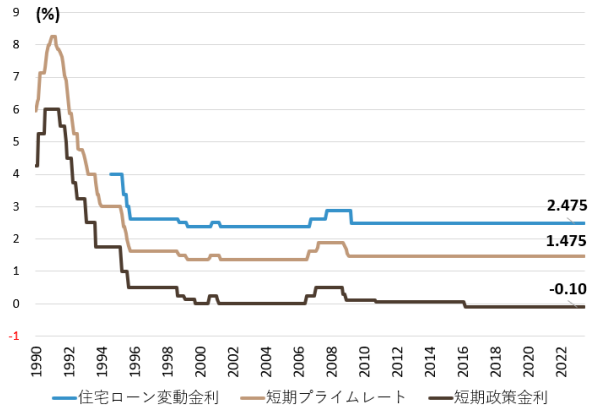
(月間買い入れ額、兆円)



出所: Haver、日本銀行、UBS

マイナス金利政策の解除が経済に及ぼす影響は限定的だろう。2016年にマイナス金利政策が導入された時でさえ、日本の住宅ローン金利と企業向け融資金利であるプライムレートは変わらないままだった。短期政策金利が-0.1%から0%に1度だけ引き上げられた場合、経済への直接的な悪影響はほぼないとみている。

図表 4—政策金利と住宅ローン金利、プライムレート



出所: Haver、日本銀行、UBS

日本経済

リスクシナリオ

仮に米国金利がさらに上昇しドル円が 150 円の節目を抜ければ、日本政府や日銀が安心できる水準を超えて家計負担や企業の原材料コストが上昇する可能性がある。財務省の為替介入は短命に終わるとみられるため、この場合は日銀が手を打つ可能性が高い。

我々は、日銀が 2023 年第 4 四半期に YCC の追加修正を行い、国債購入ペースを急速に落とすと予想する。早期に金融政策正常化が行われる場合や米金利が高止まりする場合には、日本の 10 年国債利回りが 2023 年第 4 四半期に 1% 近辺に上昇する可能性がある。その後は、米金利の低下や米国の国内総生産 (GDP) 成長率の減速が主因となり、日本国債利回りは 0.8% 近辺に低下するだろう。

株式戦略

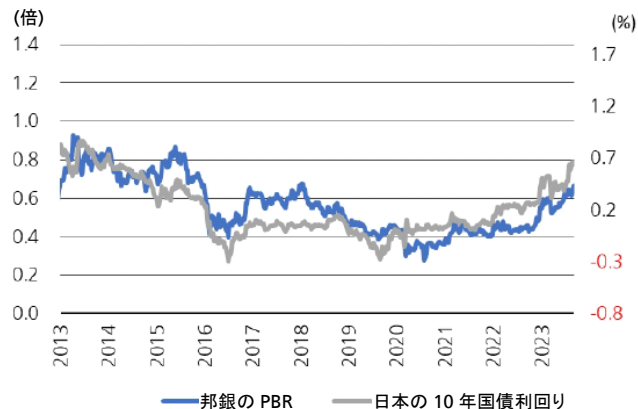
良好な環境が日本株式市場を下支えする

金利とインフレ率の上昇が追い風になる銀行などの高クオリティのバリュー株を推奨する。東京証券取引所が推し進めるガバナンス改革は、短期的に株主還元増加につながるとみられる。インフレ率と経済成長率の上昇に伴い、日銀は 2024 年上期を通じて緩やかに政策の正常化を続けるとみているが、時価総額の大きい銀行株はその恩恵を最も受けるだろう。また銀行の収益性も改善しており、3.5~4.0% の比較的高い配当利回りはある程度の下値防御になりうる。

内需セクターも引き続き推奨する。内需セクターは、短期的には経済活動の再開に伴う消費増加と、今年および来年の賃金上昇の追い風を受けるだろう。8 月に中国が日本への団体旅行を解禁した。これにより年内には国内の旅行、小売り、サービス部門の見通しが改善すると考える。だが我々は銘柄をさらに厳選し、出遅れ株や、インフレ環境定着を鑑み価格決定力のある銘柄に目を向けている。

図表 5—銀行セクターは日銀の金融政策正常化の恩恵を受けるとみられる

邦銀の株価純資産倍率(PBR)と日本の 10 年国債利回り



出所:ブルームバーグ、UBS

日本経済

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、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 2023 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