RBC BlueBay
Asset Management

全世界の目は日銀へ

イールドカーブコントロールの解除を含めて、金融政策の正常化が行われれば、それは日本株にとってポジティブな要素となるかもしれません。

RBCアジア株式チーム

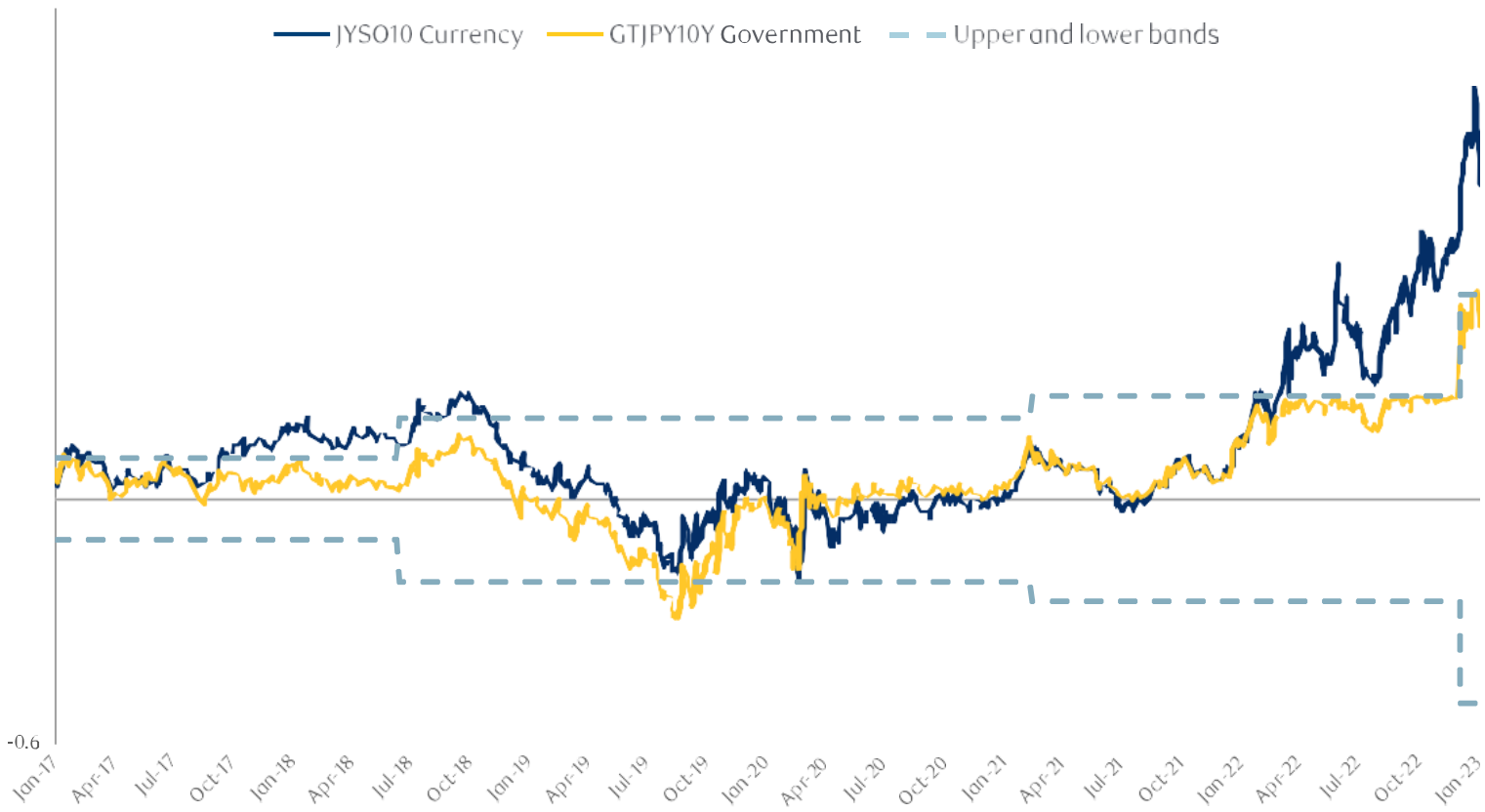
1月18日に開催された日銀の金融政策決定会合で、イールドカーブコントロール、資産買い入れを含めた**現状の金融政策を継続する**ことが全員一致で決定されました。また、フォワードガイダンスは、新型コロナウィルスの感染状況に関連付けられました。そして、政策金利については、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定しています」と発表されました。

日銀のこうした方針が、金融市場と日本株へ与える影響を考察していきます。

金融市場は、昨年12月からイールドカーブコントロールの解除を予想

日銀は、昨年12月の金融政策決定会合で、10年国債の金利変動幅の上限を+/-0.5％程度に引き上げ、市場を驚かせました。それ以来、10年国債の利回りは、数回に亘って上限を突破しました。イールドカーブの歪みと、市場の機能不全がさらに深まる中で、イールドカーブが解除されるのではないかという思惑が生まれました。スワップ金利市場をみると、10年金利は1.0%まで上昇する可能性が示唆されています。金融政策決定会合前にタカ派的な予想が高まっていたことを踏まえると、1月の日銀の発表はハト派的であり、市場を驚かせる結果となりました。

図表1: イールドカーブの変動許容幅、日本国債利回り、スワップ金利



出所: Bloomberg、2023年1月

堅調な経済と、消費者物価指数の上昇を反映して金融政策の漸次的な正常化が予想される

日本経済は堅調であり、2023年の経済成長率の見通しは1.3%[1]です。インフレ率は上昇し、11月の消費者物価指数（CPI）は3.8％となりました。日銀は2024年の消費者物価見通しを1.6%から1.8%に上方修正し、上振れリスクが大きいとの見解を示しています。（1）CPIの上昇（2）日本国債利回りの歪みの拡大（3）岸田政権の正常化志向を考慮すると、日銀は金融政策を徐々に正常化させるとみています。次の段階は、イールドカーブコントロールとマイナス金利政策の解除でしょう。

イールドカーブコントロールは、今年6月までに解除される可能性が高い

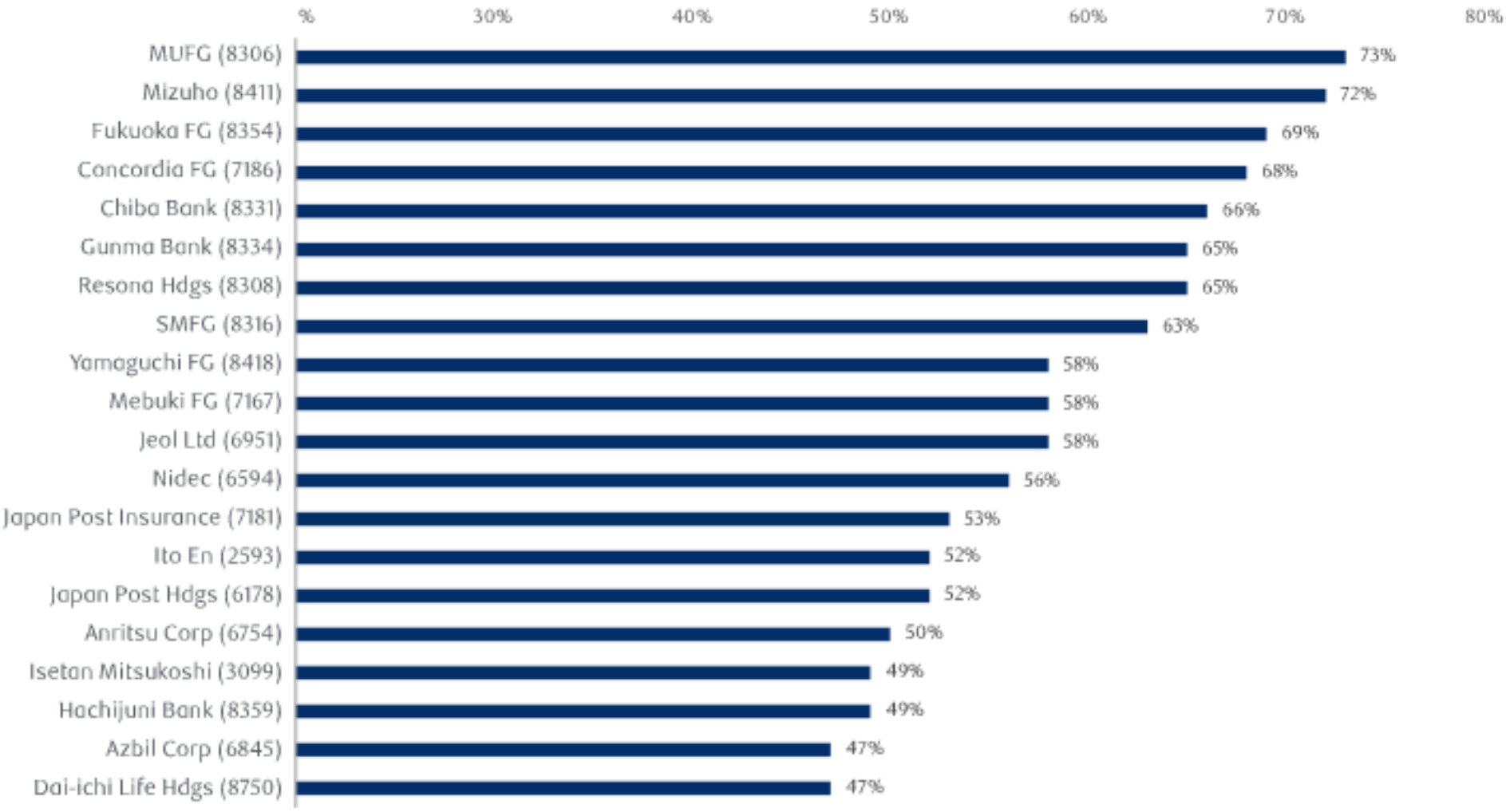
イールドカーブコントロールは、2023年6月までに解除される可能性が高いとみています。日銀が次回3月の会合で変更する可能性は否定できませんが、市場は4月以降と予想しています。3月に変更が発表される可能性が低いと思わる可能性は以下になります。1）3月は年度末であり、政策変更を行うには微妙な時期であること、2）2月に日銀の新総裁が国会に提示され、それから新しい政策が発表されるまでに時間がかかること、3）政策変更は、3月に発表される春闘の賃上げを待つと思われることです。解除の時期を予想するひとつの方法は、昨年12月に拡大された、資金供給オペを注視することです。この政策は金融機関に日本国債の購入を促すものです。現在、日銀の国債保有比率が高いことから、イールドカーブの歪みを生む原因になっています。

新総裁については、現副総裁の雨宮氏、前副総裁の中曽氏、山口氏の3人が有力候補となっています。前者二名は黒田総裁と同様の路線を歩むとみられていますが、よりタカ派的とされる山口氏が起用された場合、市場に衝撃を与える可能性があります。

日本国債利回りとの相関性が最も高いセクターは金融セクター

日本の10年国債利回りが昨年1月の0.1%から現在0.4%[2]まで上昇したことは、金融セクター、特に銀行に恩恵をもたらしています。日銀の金融政策が徐々に変化することで、ROEが上昇し、株主資本コストは正常化（低下）することから、銀行株のPBRは上昇していく可能性があります。

図表2: 株価と10年物国債利回りの相関（年間、R2）



出所: CLSA、Bloomberg 2023年1月

[1] Bloombergコンセンサス
[2] Bloombergデータ

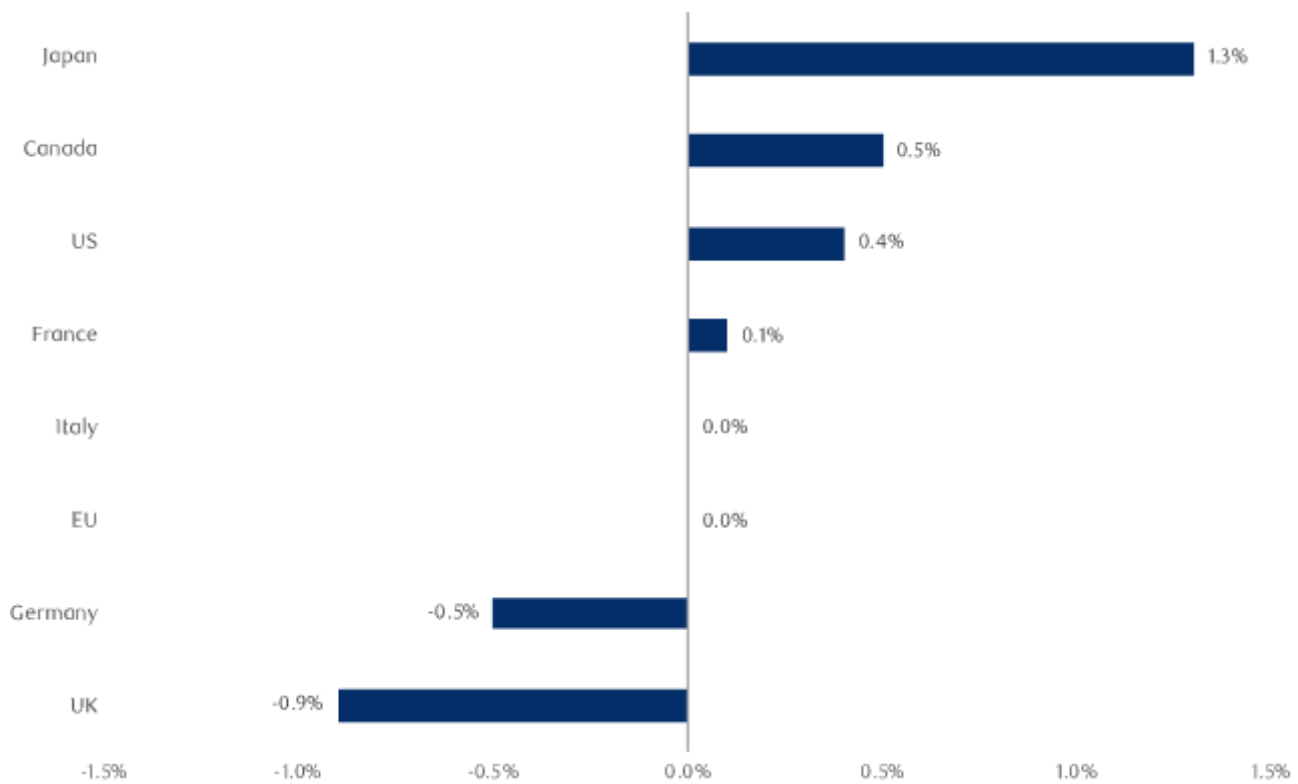
リオープン銘柄、消費関連銘柄が好調と予想される

金利の変動許容幅が拡大されたことや、金融政策の正常化への見通しによって、円は1ドル＝130円近くまで上昇しました。円高になると、輸入コストの低下によって利幅が増加するため、一般的に内需株が恩恵を受けます。また、これまで見られなかったようなインフレ環境下において、今後の原材料価格の落ち着きと、製品価格の上昇の恩恵を受けられる生活必需品株にも投資機会があるとみています。日本が、外国からの観光客受け入れを再開したこと、そして、国内消費も引き続き堅調に推移していることから、新型コロナウイルス流行期からの回復によって恩恵を受けられるリオープン銘柄が、好調に推移すると予想しています。

金融政策の正常化によって、日本株への注目が再度高まる

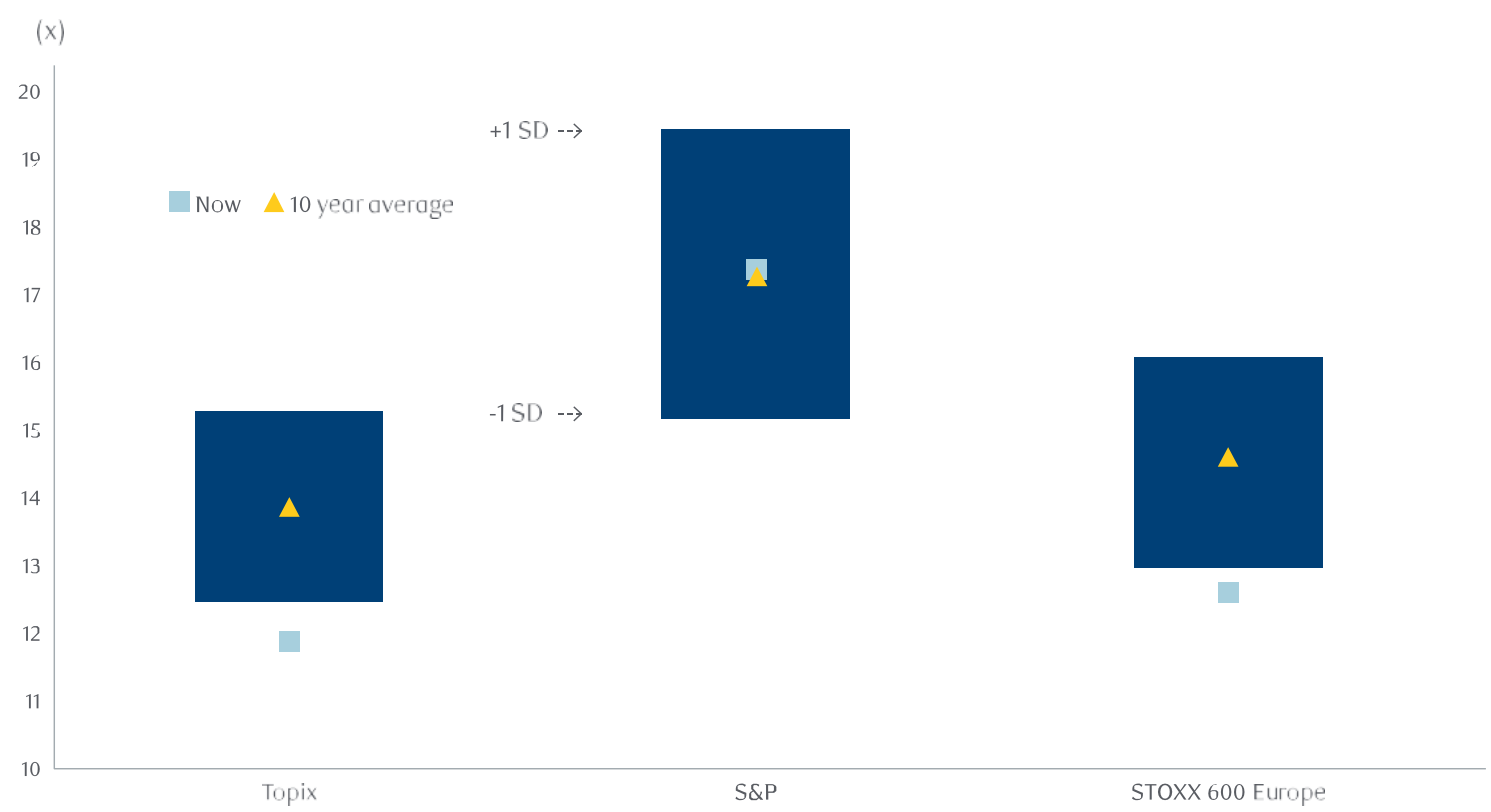
円安がパフォーマンスの足を引っ張ったことで、外国人投資家による日本株買いはここ数年で大きく減少しました。2023年、G7の中で最も成長率が高いと予想されているのは、日本です。日本株は、外国人投資家の保有比率が低いままであり、魅力的なバリュエーションで取引されています。

図表3: G7実質GDP成長率予想



出所: Bloomberg、2023年1月

図表4: 12ヶ月予想PERと10年平均のPER



出所: Bloomberg、2023年1月

堅調な経済成長と、金融政策の漸次的な正常化という相乗効果で、日本株は見直されることになるでしょう。

2023年は、日本の動向や、確信度の高い投資アイデアへのアプローチについて、議論を深めていくことが楽しみな一年になりそうです。

ディスクレーマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK）Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US）Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。（UK）Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management（Asia）Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK）Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.

RBC BlueBay
Asset Management