

「金利ある世界への回帰」期待で上昇続く銀行株

2024.7.1 発行

黒田日銀が始めた異次元緩和の終焉

2024年3月の金融政策決定会合で日本銀行はマイナス金利の解除を決定。マイナス0.1%としていた政策金利を0~0.1%程度(無担保コール翌日物レート)に引き上げ、併せて、長期金利を低く抑え込むための長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)や上場投資信託(ETF)などリスク資産の買入れ終了も決定しました。当日の政策決定会合後の記者会見では、植田日銀総裁は、「短期金利を操作する普通の金融調節になっていく」などと説明しました。まさに、黒田前日銀総裁が始めた「異次元緩和」の終焉を象徴するやり取りだったと言えるのではないのでしょうか。

このマイナス金利政策が導入されたのは2016年1月の金融政策決定会合でした。当時は原油安と中国経済の減速で世界経済の先行き不安が高まり、国内景気・物価の下振れ懸念が高まっていた。当時の黒田前総裁は「日銀が物価2%の早期実現に強くコミットして、必要な措置は何でもやるということ」とマイナス金利政策導入の理由を説明しました。実は黒田前総裁が提出したマイナス金利導入案は賛成5票、反対4票という僅か1票差での可決でした。当時、欧州中央銀行、スイス中央銀行など欧州の4つの中央銀行でマイナス金利政策が先行して導入されていましたが、その政策効果については見方が分かれていたためです。

マイナス金利政策で冬の時代迎えた銀行株

マイナス金利政策導入後、先行してマイナス金利政策を導入した欧州と同様に日本の銀行株も大きく下落しました。貸出金利や有価証券運用利回りが低下する一方、預金にマイナス金利(手数料)を課すことが困難で利鞘圧迫が懸念されたためです。その後は、トランプ米国大統領の景気刺激的な経済政策を好感して一時的に反発する局面もありましたが、コロナショックで株価が急落した2020年3月には銀行株の平均PBRは0.3倍台とマイナス金利政策前の半分以下まで低下しました。まさに銀行株は冬の時代を迎えたのです。

(図表1) 銀行株のPBR推移(~2020/3末)



Bloomberg

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

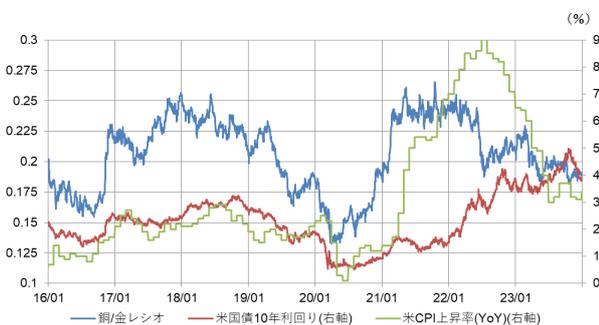
アナリスト・コラム

インフレの復活と金利上昇

新型コロナウイルスによるパンデミックに襲われた各国政府は深刻な経済危機を回避するために現金給付といった財政出動及び国債購入などの金融緩和を同時に、かつ大規模に行いました。この結果、パンデミックを起因とした景気後退は短期に収束させることができました。しかし、この未曾有の規模の経済政策が、長らく続いてきた世界経済をデフインフレ傾向からインフレ傾向へと構造的に変化させる契機の1つとなったと筆者は考えています。

現在直面している物価上昇や金利上昇はロシアによるウクライナ侵攻が契機と説明されることが多いと思います。しかし、その2年以上前となる2020年後半から米長期金利の先行指標の1つとして知られる銅/金レシオ（銅価格を金価格で割算したものは顕著に上昇し、米消費者物価指数（CPI）も2021年初頭から急激に上昇していました。2022年2月のウクライナ侵攻開始は原油や農作物価格の上昇を通じて更に物価上昇率を押し上げ、米FRBなど各国中央銀行が急激な政策金利引き上げを決断させる後押しをしたのに過ぎないと言えるでしょう。

（図表2）銅/金レシオ、米長期金利、米CPI上昇率推移



Bloomberg

円安進行が後押しした日銀の政策転換

米欧の中央銀行が政策金利の引き上げを行う一方

で、新型コロナからの正常化が遅れ「異次元緩和」を維持していた日本との政策金利差は急激に広がっていき、為替市場では円安が進行しました。この円安進行により、結果として輸入物価上昇を通じて、「異次元緩和」にも関わらず長らく物価低迷が続いてきた日本にもインフレが波及してきました。2022年12月に黒田前総裁がYCC修正に着手したのが最初のステップとなり、今年3月には冒頭のマイナス金利解除へと政策転換が進んでいきました。

（図表3）日米政策金利とドル円レートの推移



Bloomberg

4年近く株価上昇が続く日本の銀行株

マイナス金利政策により冬の時代を迎えた日本の銀行株は米長期金利が上昇し始めた2020年秋ごろから反発し始めました。その後、先述の黒田前総裁によるYCC修正が行われた2022年12月には株価上昇が一段と加速。欧米銀行株指数が伸び悩む中で、日本の銀行株指数の上昇は突出しています。筆者はこの値動きは、長らく物価低迷が続く「異次元緩和」を続けてきた日本も欧米主要国と同様に「金利のある世界」へと回帰することを織り込むものと考えます。

日本銀行による金融政策の正常化はまだ始まったばかりと考えます。足元の日本のCPIは前年同月比で+2%強程度となっている一方、政策金利は

アナリスト・コラム

0.1%に留まっており、物価上昇を考慮した実質政策金利は大きなマイナスとなっているためです。政策金利引き上げが終了したとの市場コンセンサスが一定程度形成されている米 FRB とは異なり、日本銀行がどこまで政策金利を引き上げる(引き上げられる)かについては明確な市場コンセンサスは形成されていません。そのため、金融政策正常化の動きを株価は一部しか織り込むことはできていないと考えられます。

(図表 4) 日米欧銀行株指数の推移



出所: Bloomberg

加えて、日本独自の動きとして期待できる変化が他にもあると考えます。1つは、東京証券取引所が上場各社に要請している「株価と資本コストを意識した経営の実現に向けた対応」に対する取組みです。株式市場では特に低 PBR 企業 の取組みが注目されていますが、銀行セクターも低 PBR 業種の 1

つです。この要請が発表された後、より多くの銀行経営者が株式市場で形成されている株価や資本コストについて関心を持ち、株式市場の評価改善に従来以上に真剣に取り組んでいるとの実感が筆者にはあります。

もう1つは政策保有株式の削減に向けた取組です。企業向け共同保険の保険料事前調整事案により金融庁による業務改善命令を受けた結果、損害保険各社が政策保有株式の全売却方針を明らかにしたことで損保各社の株価が大きく上昇しました。銀行に関しては政策保有株式の存在が競争環境を歪めているとの事実はないと筆者は考えますが、政策保有株式を銀行が保有することに対する株式市場の視線は厳しさを増しています。また、政策保有株式の保有に必要な資本量が将来的に増加する方向に資本規制が変更されることは既に決定しており、銀行でも政策保有株式削減は加速していくでしょう。

金融政策の正常化と共にこれらの取組みは日本の銀行株にとって株価のサポート要因として期待できると考えます。過去数年間に渡って、日本の銀行株は大きく上昇してきましたが、日本の銀行株の更なる上昇が続くのか、引き続き注目していきたいと考えています。

責任投資部企業調査グループ シニア・リサーチ・アナリスト 福川 勲(金融・IT サービス担当)