

深読み

長内 智

(株)大和総研  
金融調査部  
主任研究員

## 証券投資の羅針盤

### 3 日銀総裁の交代で浮上する金利上昇リスク

#### 異次元緩和を主導した 黒田総裁の退任

##### ■金融・経済に関わる重要イベント

日本銀行の黒田総裁の任期である2023年4月8日が近づくと、日銀総裁の交代人事に対する世の中の関心が急速に高まっています。黒田総裁は、2013年3月20日に就任して以降、異次元緩和とも呼ばれる大規模な金融緩和政策を主導してきました。その在任期間が歴代最長を更新したことも特筆されます。

黒田総裁の交代に伴い、これまでの超緩和的な政策スタンスが引締め方向に修正されることになれば、国内の金融市場や経済にも大きな影響を及ぼしかねません。そのため、市場参加者をはじめ、事業会社や金融機関の関係者など非常に多くの方が、日銀総裁の交代人事の行方を注視しています。

日銀総裁は、国会（衆参両院）の同意を経て内閣が任命する「国会同意人事」の対象です。過去には、野党が参議院の過半数を占める「ねじれ国会」の影響により、日銀総裁が空席となる事態も生じました。しかし、今回は、衆参両院とも与党が過半数を占めているため、後任の日銀総裁は、政府が提示した候補者が順当に任命される予定です。

##### ■2%のインフレ目標と実質賃金

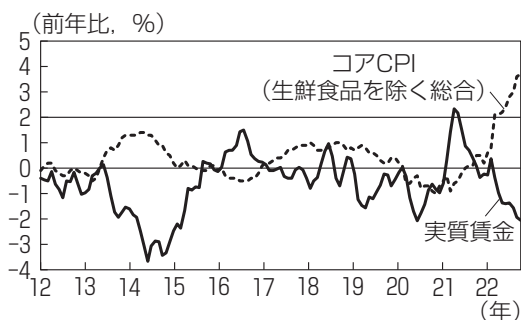
現在、新総裁の下で金融政策が徐々に金融引締めへ転じるという見方と、当面は現状が維持

されるという見方に分かれています。この背景にあるのは、インフレと実質賃金の動向です。

日本銀行は、「2%のインフレ目標」を掲げています。消費者物価指数（コアCPI）の前年比の推移を確認すると、黒田総裁が就任してから2021年までは、常に2%を下回って推移していたことがわかります（図表）。しかし、2022年春以降は、国際商品価格の急騰や大幅な円安により、2%の水準を上回っています。

足元の物価上昇率だけで判断すると、諸外国のように金融引締めへ転換してもよいと考えられます。他方、今回の物価上昇は、コスト・プッシュ型の「悪いインフレ」であり、物価上昇の影響を除いた実質賃金は落ち込んでいます。こうした問題などを背景に、実質賃金に改善の動きが出るまでは、超緩和的な政策スタンスが維持されると見る向きも少なくありません。

【図表】消費者物価指数（CPI）と実質賃金



(注) 実質賃金（現金給与総額）は3か月移動平均値。  
(出所) 厚生労働省、総務省より大和総研作成

## 金融政策の方向性と 資産運用への影響

### ■金融引締めと現状維持シナリオ

個人投資家にとっては、新総裁の下で金融引締めに転じるのか、それとも現状が維持されるのか、という点が大きな注目点です。しかし、現在のように、金融政策の方向性をめぐる市場の思惑が交錯している場合には、両シナリオとも起こりうると想定した上で、それぞれの影響を事前に確認しておくのがよいと思います。

まず簡単にイメージしやすいのは、実質賃金が改善せず、景気が停滞する中で現状が維持されるというシナリオです。この場合は、基本的に運用方針を変更する必要はありません。

これに対し、物価上昇を上回る賃上げが行われて実質賃金が上向き、日本銀行が目指すインフレ目標達成も視野に入ってくると、金融引締め方向へと政策が修正される可能性が高まります。こうした状況下では、特に金利上昇リスクに注意することが大切です。

### ■金利上昇の3つの波及経路

金利上昇は資産運用にもさまざまな影響をもたらします。今回は、そのうち3つの波及経路について確認しておきたいと思います。

第1に、日本の金利が上昇して日米金利差が縮小することになれば、為替市場で円高・ドル安圧力が生じます。それに伴い、株式市場では、円高メリットが期待される輸入企業などが買われ、円高が業績の重荷になる輸出企業などが売られる局面を想定しておく必要があります。

次に、不動産市場にとって大幅な金利上昇は逆風となり、住宅投資の減少や住宅価格の下押し圧力として作用します。株式市場では、不動産株が下落することも想定されます。

最後に、長期金利が上昇局面となれば、金融業において融資等の利鞘が改善する効果が期待されます。株式市場では、銀行株の上昇要因として材料視される場合もあります。

## 相場の格言

### 国策には逆らうな

#### ■逆張りによる損失拡大を避ける

「国策には逆らうな」とは、国の政策は経済や企業収益に影響を及ぼすため、国策に対して逆張りとなる投資は避けるべきという意味です。株式市場では、国策が正しいのかという議論より、その実際の影響をしっかりと見極めることが重要となります。また、これと似た格言として、「国策に売りなし」も存在します。

過去の事例としては、安倍政権の経済政策である「アベノミクス」で中核を担った、日本銀行の「大胆な金融緩和」を背景に、2013年春以降、金融市場で円安、株高、金利低下が急速に進行した局面があります。この際、アベノミクスに逆張りをしていた投資家の多くは損失が拡大し、「国策には逆らうな」という格言をあらためて思い起こすことになったと思います。

今後、日本銀行が金融引締め方向に転じる場合、基本方針として、それに逆張りするような投資は避けたほうがよいでしょう。

#### ■「Fedと闘うな」という米国の格言

米国では、「Fedと闘うな (Don't Fight the Fed)」という格言があります。Fed (米連邦準備制度) は、米国の中央銀行に相当します。また、日本語では、「Fed」を「FRB」(米連邦準備制度理事会) と表記するケースも多いですが、両者とも基本的に意味は同じです。

この格言は、米国の著名投資家であるマーティン・ツバイク氏が1970年に出版した書籍で初めて言及したものです。金融当局であるFedの政策に逆らわず、素直に従うべきという意味であり、米国の市場参加者の間で非常によく知られています。

このように、日本と米国でよく似た格言が存在するのは、非常に興味深いとともに、その重要性をうかがい知ることもできます。