

# 日本経済

日銀はタカ派転換に追随するか

2022年1月18日

Chief Investment Office GWM

青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者) [daiju.aoki@ubs-sumitrust.com](mailto:daiju.aoki@ubs-sumitrust.com); 細野 光史、アナリスト

- 日本銀行は1月18日の金融政策決定会合で金融政策に対するハト派の姿勢を維持した。予想通り、消費者物価指数(生鮮食品を除くコアCPI)見通しを上方修正したものの、さほど厳しいインフレ高進は予想していない模様だ。
- 我々の基本シナリオでは、日銀は2022年は金融緩和の基本方針を変更しないものの、バランスシートの拡大は停止すると想定している。日本のインフレ率は、エネルギー価格の高騰が落ち着くのに伴い、年末に向けて1%から1.5%の間で安定推移するだろう。
- 一方で、2022年後半にコアCPI上昇率が1.5%を超える水準で高止まりした場合は、10年国債利回り目標を現在の0%から引き上げるか、利回り目標の対象とする国債を10年国債から5年国債へと変更してイールドカーブ・コントロールを調整するだろう。



出所:iStock

## 1月18日の金融政策決定会合について

日本銀行は1月18日の金融政策決定会合で、金融政策の基本方針を据え置くことを決定した。イールドカーブ・コントロール(短期金利を-0.1%、10年国債利回りを0%程度に維持する)は、日銀のインフレ目標2%の達成に向け維持、資産購入については、上場投資信託(ETF)および不動産投資信託(J-REIT)の年間購入額の上限を、それぞれ12兆円、1,800億円に維持した。

一方、日銀は四半期で公表する「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」で、2022年度(2023年3月期)コアCPIの見通しを+0.9%から+1.1%に上方修正した。にもかかわらず、2023年度も目標水準の2%を大幅に下回ると予想している(図表1参照)。また展望レポートによると、日銀のインフレ見通しのリスク評価については上下に概ねバランスしていると上方修正した。なお前回のレポート(昨年10月)では、下振れリスクのほうが大きいとされていた。

図表1 – 日銀による経済およびコアCPI見通し  
インフレ見通しを引き上げ

	2021年度	2022年度	2023年度	
GDP成長率	日銀	+2.8	+3.8	+1.1
	(2021年10月時点)	+3.4	+2.9	+1.3
	コンセンサス	+1.9	+3.1	+1.4
コアCPI	日銀	+0.0	+1.1	+1.1
	(2021年10月時点)	+0.0	+0.9	+1.0
	コンセンサス	-0.0	+0.8	+0.7

出所: 日本銀行、日本経済研究センター、UBS

記者会見における黒田総裁のトーンは全体的にハト派(緩和的)だった。賃金が上昇しなければ足元のインフレ率の上昇は一時的なものとなるため、現段階で利上げと金融緩和政策からの出口政策について議論するのは時期尚早だと指摘した。さらに、現在の円安については日本経済にとって悪いことではないと述べた。このように、日銀は金融政策決定会合でも黒田総裁の記者会見でもハト派姿勢を維持した。

## 基本シナリオ: 利上げの可能性は低い

我々の基本シナリオでは、日銀は金融緩和の基本方針を2022年中は変更しないと考えている。エネルギー価格の上昇を受けて、日本には強い物価上昇圧力が生じている。携帯電話料金の

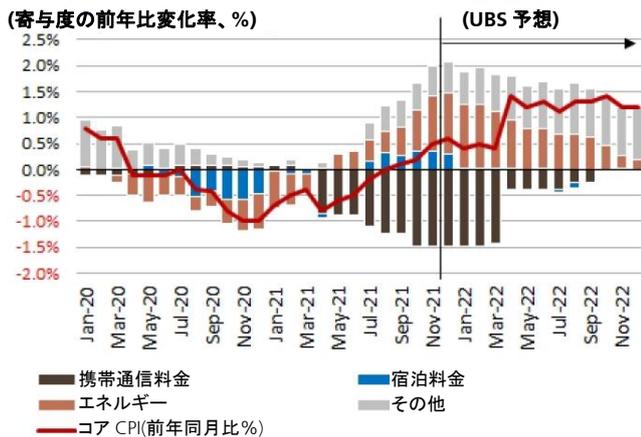
# 日本経済

値下げによる一時的な影響を除くと、全国のコアCPI上昇率は2.0%に達していたと見込まれ、その半分以上を占めるのがエネルギー関連品目だった(図表2参照)。2022年には、日銀が米連邦準備理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)などに続いて今後どこかの時点でタカ派に転じ、金融政策の枠組みを調整しかねないという臆測が続くかもしれない。しかし我々は、日銀は次に述べるいくつかの理由から現状の政策スタンスを維持するとみている。

第1に、日本のインフレ率は2022年半ばまでに年率1.5%前後に達するものの、その後はエネルギー価格の高騰が沈静化するに伴い、年末にかけて1%~1.5%の間の水準に落ち着く可能性が高いと我々は予想する(図表2参照)。原油価格は3月頃にピークを迎えるだろう。実際、黒田日銀総裁は昨年12月20日の金融政策決定会合後の記者会見で、内需の強さに基づく足元のインフレ率の実力は0.5%程度であり、2%目標の達成にはかなりの時間がかかると述べている。我々のインフレ予想によると、日銀がタカ派に転じるのは時期尚早だ。

図表2 – UBSによるCPI見通し

エネルギー価格の高騰による押し上げ効果は年末に向けて剥落



出所: Haver, UBS

市場には、2%のインフレ目標は達成できないにしても、日銀は出口戦略を模索するとの見方がある。実際に、日銀はインフレ率が2%に達しなくても政策金利を引き上げる可能性があり、金融政策正常化の出口戦略をすでに模索していると報じたメディアもある。だが、日銀が2%目標の達成前に政策の基本方針を柔軟に調整するにしても、2022年の賃金上昇と需給ギャップの縮小を背景とする、内需主導型のインフレ率の持続的上昇を待ってからとなるだろう(図表3参照)。

図表3 – 賃金の伸びとコアCPI

賃金の伸びは依然として低い



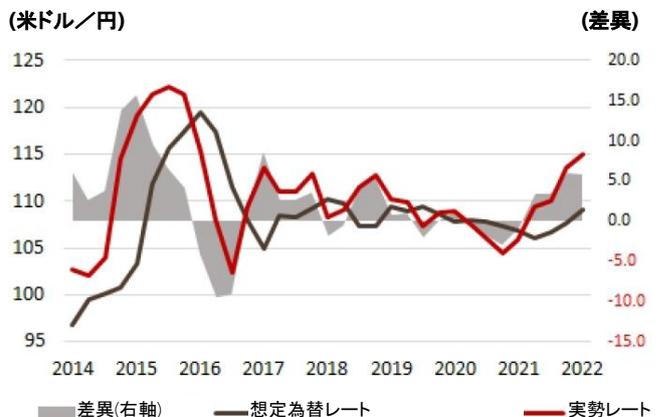
出所: Haver, UBS

さらに、円安が輸出企業にとって管理できるペースである限りは、日銀は今後も円安に理解を示す可能性が高い。円安になれば米ドルベースでの輸出価格が低下するため輸出業者は恩恵を受けるが、急激な円安は、少なくとも短期的には、輸入価格の急騰という悪影響を招きかねない。円安が穏やかなペースで進めば、輸入価格が大きな悪影響を受けることなく、日本経済はその恩恵を受けるとされる。

2015年にドル高円安が急激に進み、ドル円が120円を超えて円の実効レートが歴史的な低水準をつけた際には、黒田総裁はかなりの円安となったと指摘した。この発言を受けて、その後は一定の円高が進んだ。当時は大企業が業績予想のベースとするドル円の想定為替レートと実際のドル円レートの差が1米ドル当たり10~15円まで開いていた(図表4参照)。輸出企業にとって、事業計画の中でドル円の想定レートをスムーズに調整できるペースであることが重要である。

図表4 – 企業の想定為替レートと実勢レートの比較

2015年は想定レートと実勢レートの開きが拡大した



出所: Haver, UBS

# 日本経済

## それでも日銀が2022年にハト派色を弱める可能性はある

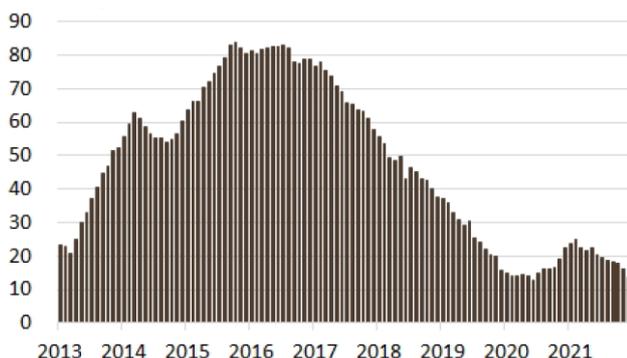
日銀が2022年に金融政策の基本方針を変更するとは見ていないが、市場は量的緩和策については金融緩和姿勢の後退を織り込むかもしれない。実際、日銀は2016年以降、国債の年間購入目標を縮小してきた。2016年8月の年間ペース約80兆円から、2021年12月には同14兆円まで減額している(図表5参照)。そしてETF/J-REITも以前ほどには購入していない。ETF/J-REIT保有の年間増加額は、2019年のそれぞれ4.7兆円/499億円から2020年には7兆円/977億円へと増加したのに対し、2021年にはわずか1兆円/39億円しか増加しなかった。

日銀のバランスシート拡大は新型コロナ禍で急速に拡大したが、ここに来て勢いが止まったように見える(図表6参照)。そして、2022年度(2023年3月期)には国債の新規発行が10兆円程度減少する見込みであるため、日銀のバランスシートにおける国債の保有残高はさらに減少するかもしれない。

図表5 – 日銀の国債純購入額(年間)

国債の購入ペースはすでに大きく減速している

(兆円)

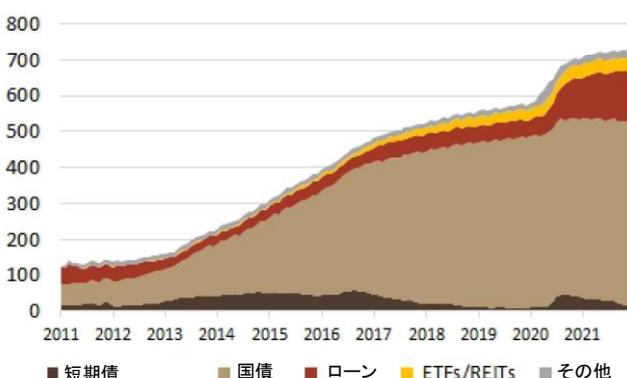


出所: Haver, UBS

図表6 – 日銀の保有資産額

拡大は止まりつつある

(兆円)



出所: Haver, UBS

日銀は直近の政策声明の中で、コアCPI上昇率が2%を超え、これが安定的に持続するまで資金供給(マネタリーベース)の拡大を継続すると述べた。マネタリーベースの伸びが減速した場合は、日銀が以前ほどハト派的でなくなったことを示唆する可能性がある。

## リスクシナリオ: イールドカーブ・コントロールを調整する可能性も

2%のインフレ目標を達成しなくても、日銀は10年国債利回り目標を現行の0%から引き上げるか、利回り目標の対象とする国債を10年国債から5年国債へ変更してイールドカーブ・コントロールを調整する可能性はある。2022年後半に、エネルギー価格高騰の影響がなくなった後であってもコアCPI上昇率が1.5%を超える水準で高止まりした場合には、この種の調整を行うかもしれない。一方で、短期の政策金利を-0.1%から引き上げることは考えにくい。さらに、輸出入企業が事業計画で管理できないほど急激に円が下落した場合には、日銀は政策の基本方針を調整するかもしれない。また、日銀は超平坦なイールドカーブを回避したい意向もある。経済正常化の進展を背景とする力強いインフレ状況の下では、金融セクターの収益に打撃が及ぶことがあるからだ。

さらに、2023年4月末に任期満了を迎える黒田総裁の後任人事も2022年後半の市場に影響を与えよう。人事が国会で承認されるには、2022年後半か2023年初めまでに後任候補を提案する必要がある。金融政策に対する岸田総理のスタンスはアベノミクスほどハト派ではないため、政府は政策の基本方針を調整する、あるいは出口戦略を早める方針の人物を指名するリスクはあろう。岸田総理には円安トレンドを維持したいとの動機もかいま見られるため、このシナリオの可能性は低いと考えているが、とりわけ7月に実施される参議院選挙の後には人事動向を注視する必要があるだろう。

## 市場への影響

基本シナリオでは、短期金利を-0.1%、10年国債利回りの誘導目標を0%程度とするイールドカーブ・コントロールが継続することを前提に、10年国債利回りは2022年中は低水準(0~0.2%)にとどまるとみている。しかし、2022年後半にインフレ率が比較的高い水準に高止まった場合には利回りの上振れリスクも考えられる。その場合、日銀は10年国債の利回り目標を20~50ベース・ポイント(bp)引き上げる可能性があるだろう。

円については、日銀のバランスシートがさらに大幅に拡大する可能性は低いものの、低い債券利回り日銀による日本国債の大量保有が円安を支えよう。

日本株式については、日銀はもはやETF/J-REITの積極的な買い入れは行っていないものの、経済活動の正常化と魅力的なバリュエーションが2022年の日本株式市場を支えるだろう。日本株式については、1)日本の正常化に備える、2)グリーンテックへの投資機会、3)サステナブル投資の浸透、の3つのテーマに注目している。

# 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 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。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ものではありません。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ます。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、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。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

## 日本経済

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 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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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

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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号