

日本経済

賃上げが物価上昇と金融政策正常化のカギ

2022年2月22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; 細野 光史、アナリスト

- 近く始まる労使間の賃金交渉(春闘)は、2022年後半から2023年前半にかけての賃上げの方向性を占う指標となるものであり、ひいては消費者物価指数(CPI)の上昇率や日銀の金融政策の方向性を占う材料ともなる。
- 春闘の賃上げ率は、昨年の前年比+1.86%から今年は+2.0~+2.3%へ上昇すると予想する。これは、従業員1人当たり賃金伸び率の前年比約+1.0% (現在:-0.2%)、コアCPI上昇率+1.0~+1.5%との予想と平仄が合うものだ。
- 我々のCPI上昇率および米国10年国債利回り予想に基づく、日銀は2022年を通して10年国債利回りを0.25%以下に維持できると考える。但し、2022年後半にはイーールドカーブ・コントロールの調整に伴い上振れリスクが生じるだろう。



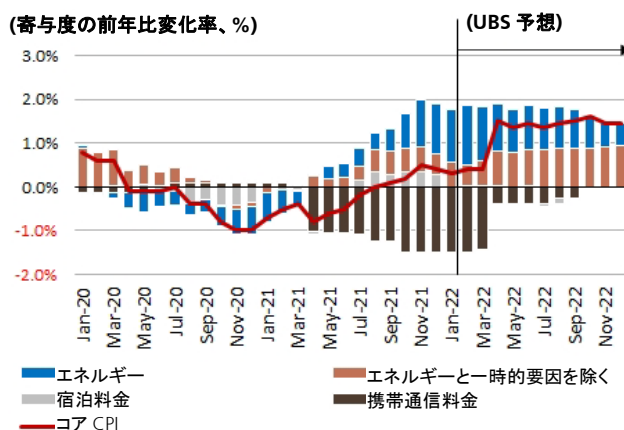
出所:iStock

1月の全国消費者物価指数(CPI)の総合指数は前年同月比で+0.5%と、前月の伸び率から0.3ポイント低下した。これは主に12月までプラスに寄与していた政府のGoToトラベルキャンペーンの反動による押し上げ効果が剥落したためである。しかし、足元の携帯電話料金の値下げによる押し下げ効果を除くと、総合指数の前年同月比上昇率は+1.7%となる。この携帯電話料金の値下げによる押し下げ効果は2022年4月までに大半が消失する。市場では、インフレ高進を受け日銀が予想よりも早期に金融政策の正常化に動くとの思惑が生じ始めている。我々は、市場が2022年後半の日銀の金融政策正常化を織り込むのは時期尚早と考える。エネルギー価格の高騰を除くとCPIの伸びは低水準にとどまると思われるからだ。実際、1月の前年同月比上昇率+1.7%のうち、約1.2%ポイントをエネルギー要因が占めている(図表1参照)。

エネルギー価格高騰による前年同月比の上昇寄与は2月または3月にピークを迎えるとみている。その後は経済再開と賃上げがコア・インフレの伸び率を左右する要因となるだろう。こうした観点から、近く始まる労使間の賃上げ交渉(春闘)は2022年後半から2023年前半にかけての賃上げ率の方向性を占う指標となるものであり、ひいては、CPI上昇率と日銀の金融政策の方向性を占う材料ともなる。実際、日銀の黒田総裁は、賃金上昇しなければ、素材価格やエネルギー価格の上昇によるインフ

レ率の高進は一時的なものにとどまるだろうと1月に述べている。

図表1 – UBSによるコアCPI(生鮮食品を除く)見通し
エネルギーと一時的要因を除いた物価上昇は引き続き抑えられている



出所: Haver, UBS

春闘は、次年度の賃上げや労働条件を決める労使間の交渉である。現在、労働組合に所属する従業員の割合は約17%と低い。交渉結果は幅広い産業の賃上げ率に影響を及ぼす。多く

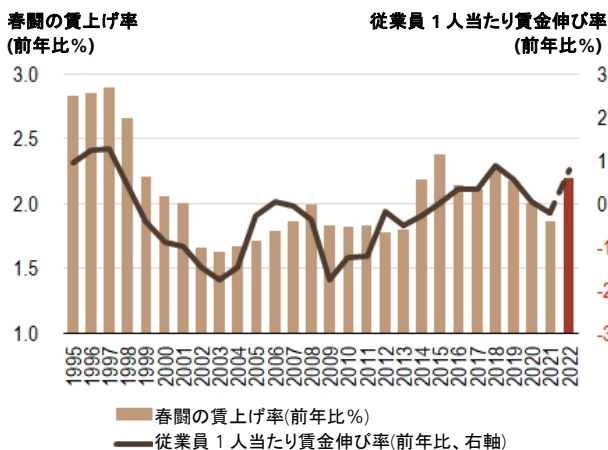
日本経済

の企業は交渉結果を 3 月 16 日に発表し、80%の企業が 3 月中に交渉を終える。

2022 年は企業業績の大幅な反発が予想されることから、春闘の賃上げ率は 2021 年の前年比+1.86%から今年は+2.0~+2.3%に上昇すると予想する。これは、従業員 1 人当たり名目賃金伸び率の前年比約+1.0% (現在:-0.2%)の予想と平仄が合うものだ(図表 2 参照)。春闘の交渉結果による賃金上昇効果もあり、CPI 総合指数の前年比上昇率は、2022 年後半にエネルギー要因の影響が剥落した後も+1.0~+1.5%まで押し上げられるとみている。12 月の日銀短観では、全産業・全規模合計の経常利益は 2020 年度(2021 年 3 月決算)の前年比-20.1%に対して、2021 年度(2022 年 3 月決算)は同+28%と大きく反発することが見込まれている。長引く供給不足、新型コロナウイルスの感染状況、世界的な利上げの影響に対する懸念は残るものの、企業業績の力強い反発により今年の春闘の賃上げ率は前年比+2.0~+2.3%に回復すると予想する。

図表 2 – 春闘による賃上げと労働者 1 人当たり賃金伸び率

春闘における 2.0~2.3%の賃上げは約 1%の賃金の伸びと平仄



出所: Haver、UBS

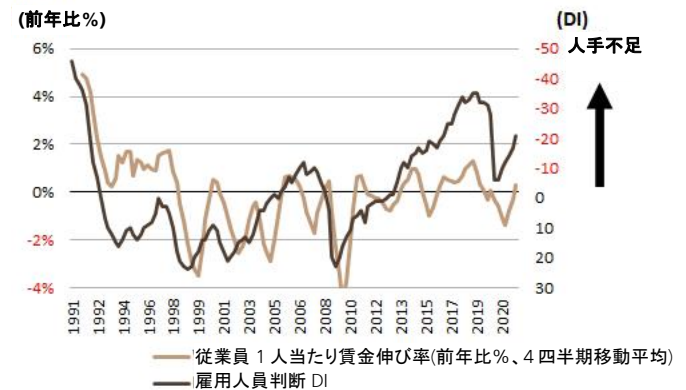
岸田総理大臣は 3%の賃上げを実現するため、2022 年度予算で賃上げ促進税制を拡充した。企業の約 60%が法人税の発生しない赤字企業であることから、多くの企業は賃上げ促進税制を利用しないかもしれないが、経団連は、業績が好調な企業は今年賃上げを行うであろうと述べている。国内シンクタンクの調査によると、71.6%の企業が賃上げを予定していると回答しており、2021 年の 70.4%、2020 年の 57.6%から上昇している。

だが、インフレ目標 2%の達成に足る賃上げの実現は極めて難しいとみている。労働基準法により従業員を容易に解雇できないことから、企業、特に労働集約型の非製造業は、一般に賃上げに慎重である。2014 年頃からの深刻な人手不足にもかかわらず、企業は十分な賃上げを行ってこなかった(図表 3 参照)。また、医療・看護の分野では、賃金や価格の大半が政府の規制によって管理されている。さらに、小売サービスでは、多くの企業

が市場で価格競争力を失うことを恐れて賃金や価格の引き上げを控えている。以上の理由により、人手不足が深刻化しているにもかかわらず賃上げは進んでいない。このように構造的、文化的な環境が企業の賃上げを阻んでいる。

図表 3 – 従業員 1 人当たり賃金伸び率と雇用情勢

人手不足のわりに賃金の伸びは依然として鈍い

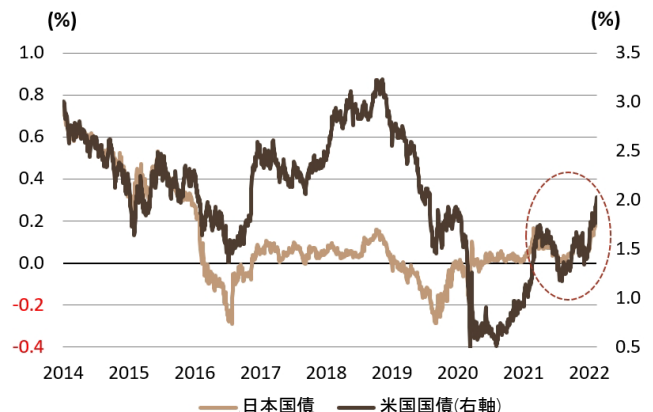


出所: Haver、UBS

まとめると、春闘の賃上げ率は 2021 年の前年比+1.86%から 2022 年は同+2.0~+2.3%に上昇すると予想する。これは、一時要因の効果が剥落した後の 2022 年後半から 2023 年前半にかけて予想される従業員 1 人当たり賃金伸び率の前年比約+1.0%、コア CPI 上昇率+1.0~+1.5%と平仄が合うものである。政策への示唆としては、7 月の参院選を控え、春闘の結果は岸田総理の支持率を支える可能性がある。また、市場は日銀がまもなく金融政策の正常化に動くか否かに注目するだろう。2022 年後半の我々の予想である CPI 上昇率前年比+1.0~+1.5%、米国 10 年国債利回り 2.0~2.3%を前提とすると、日銀はイールドカーブ・コントロールを調整することなく、日本 10 年国債利回りを 0.25%以下に保つことができると考える(図表 4 参照)。しかし、賃金が上昇する中、インフレが加速し、世界の金利上昇が続くと、日銀が足元の我々の予想よりも早期に政策の枠組みを調整する可能性は残る。当面は黒田総裁が金融政策の正常化についての考えをどのように示すかが注目されると考える。

図表 4 – 日米の 10 年国債利回りの比較

イールドカーブ・コントロールにより相関に変化



出所: ロイター、UBS

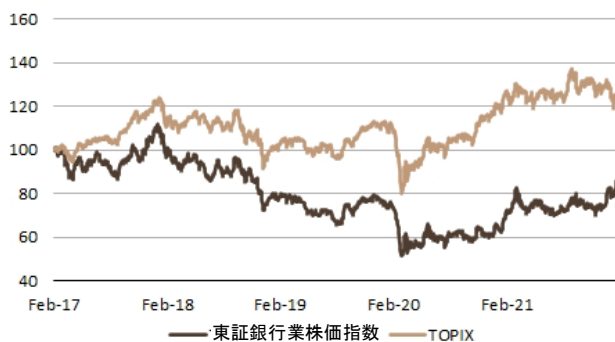
日本経済

市場では、特に黒田総裁の任期満了(2023 年 4 月)以降の日銀の金融政策正常化への思惑が強まり、一時的に円安傾向にややブレーキがかかる可能性がある。10 年国債利回りについては、2022 年後半は 0.25%以下で推移すると予想する。一方、イールドカーブ・コントロールの調整に伴う上振れリスクはあるだろう。株式市場では経済再開後の内需回復が一部の景気敏感セクターの追い風となり、また日本国債利回りの上昇余地は金融セクターを下支えしよう(図表 5 参照)。

図表 5 – TOPIX と東証銀行業株価指数のパフォーマンス

日本の銀行銘柄はベンチマーク指数に出遅れている

(Feb2017=100)



出所: ブルームバーグ、UBS

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もありません。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値、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