

日本経済

日銀に関する重要な5つの質問

2022年7月26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

- 短期的には日銀の金融政策に大きな変更はないとみているが、賃金上昇とインフレ率の加速、そして景気回復が続けば、2023年の早い時期までに金融政策に一部調整が行われるかもしれない。
- 外国為替市場への介入を決定するにあたっては、円の水準よりも変動ペースのほうが重要である。現在の円安は金利などの経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)に基づくものであり、企業も家計も徐々に対応を調整できるため、政府にとって許容範囲内だろう。
- 黒田日銀総裁は2023年4月に任期満了となるため、内閣は後任人事案を年内に提案する。日銀の次期総裁に誰が指名されるのか、政府の判断も注目される。

日本銀行の金融政策は今後どうなるのか。短期的には、金融政策に大きな変更はないとみているが、賃金上昇とインフレ率の加速、そして景気回復が続けば、2023年の早い時期までに金融政策に一部調整が実施されるかもしれない。本レポートでは、今後6~12カ月における日銀の金融政策の方向性を判断する上で重要な5つの質問に焦点を当てる。

質問1: 7月の金融政策決定会合の主たるメッセージは何だったのか。

日銀は7月の金融政策決定会合で、従来の金融政策の基本方針をすべて据え置いた。現在の経済状況と賃金動向は、政策を引き締めるほど強固ではなく、足元の高インフレは一過性のものであるという判断だ。四半期ごとに発表される「経済・物価情勢の展望」によると、コア(生鮮食品を除く)消費者物価指数(CPI)上昇率は、2022年度(2023年3月期)に2.4%まで加速するものの、2023年度から2024年度には2%を下回ると日銀は予想している(図表1参照)。黒田総裁は、会合後の記者会見で、賃金上昇率の重要性を強調した。インフレ率が2%以上で持続的に推移するためには、賃金上昇率がインフレ率を上回る必要があると述べている。

これらのことが意味するのは、日銀はインフレ率が目標値の2%に達する前に金融政策の一部調整を行う可能性があるとしても、今後数四半期あるいは数年間は、短期金利の引き上げや資産売却によるバランスシートの縮小といった本格的な金融引き締めを行う可能性は低いということだ。とはいえ、中期的なインフレ率に関する不確実性は依然残る。また、来年4月以降は、日銀次期総裁の政策スタンスが注目されよう。



出所:iStock

図表1 – 日銀による実質 GDP とコア CPI 見通し

日銀はインフレ高進は一時的との見方をしている

		2022 年度	2023 年度	2024 年度
実質 GDP	7 月時点	+2.4	+2.0	+1.3
	(4 月時点)	+2.9	+1.9	+1.1
コア CPI	7 月時点	+2.3	+1.4	+1.4
	(4 月時点)	+1.9	+1.1	+1.1

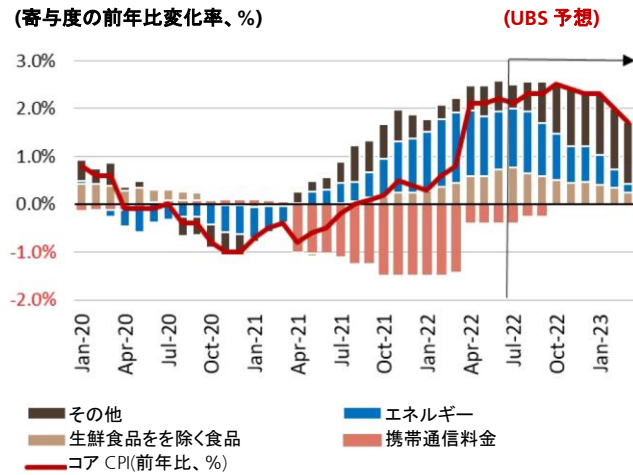
出所: 日本銀行、UBS

コアCPIは、6月の2.2%から2022年後半には2.5%まで上昇してピークを迎え、その後エネルギー価格と食料品価格の上昇が落ちつき、2023年3月までには2%を下回る水準まで低下するだろう(図表2参照)。財価格のインフレ率はすでに前年比+5%に達しているが、サービス価格のインフレ率はなおマイナス圏にある(図表3参照)。これまで、エネルギー価格の上昇と円安がCPIの上昇圧力となってきたが、日本企業、とりわけサービス・セクターは、コストの上昇を販売価格に転嫁していない。我々は、日銀が2%というインフレ目標を持続的に達成するためには、サービス・セクターの生産性の向上と賃金の伸びが不可欠であると考えている。

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した「Japanese economy: Five pivotal questions about the BoJ」(2022年7月26日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年8月1日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

図表 2 – コア CPI 見通しは 2022 年後半に 2.5% でピークを打つ可能性

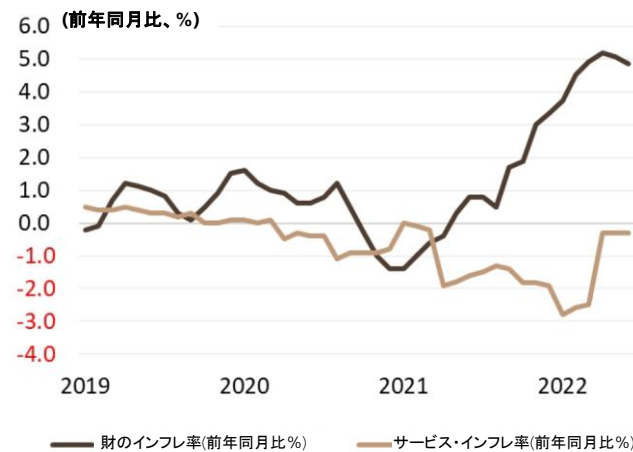
コア CPI(前年比、%)と項目別寄与度(%ポイント)



出所: 総務省、Haver、UBS

図表 3 – エネルギー価格は上昇しているが、サービス・インフレは低水準

財とサービスのインフレ率(前年同月比、%)



出所: 総務省、Haver、UBS

質問 2: 円安がさらに進むと日銀は行動を起こすのか。

我々はそうは思わない。現在の為替の動きは経済のファンダメンタルズ(つまり、経済成長率、インフレ率、金利など)に基づいて動いているからだ。我々は、次のような理由で日銀はハト派姿勢を当面維持するとみている。1)日銀は、現在の高インフレをエネルギー価格と食品価格の高騰による一過性のものとみている、2)円安は経済に好影響を及ぼす、3)日銀は現在も経済成長を重視している。GDP ギャップは依然としてマイナスで、賃金上昇率(およそ 2%)はインフレ率を依然として下回り続けている。

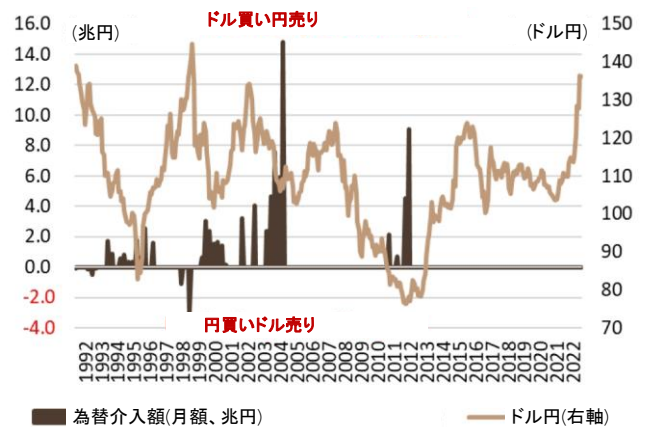
日銀と政府にとっては、為替市場への介入を判断するにあたっては、円の水準よりも変動ペースの方が重要だ。なぜならば、ファンダメンタルズによらずに急速に円安が進んだ場合には、企業と家計のセンチメントを著しく悪化させかねないからだ。そ

の場合には、日銀と政府は、円安のさらなる進行を食い止めるために為替介入か政策調整を検討する可能性がある。

1997 年から 1998 年にかけて、投機的な動きでドル円が 140 円を超える円安になった時、日本政府はドル売り円買いの為替介入を何度か行った(図表 4 参照)。現在の円安は経済のファンダメンタルズに基づく動きであり、企業も家計も(コストの価格への転嫁や質上げによって)行動を徐々に調整できるため、政府には容認できるものだと我々は判断する。

図表 4 – 過去の急激な円安局面では政府が為替介入を実施

為替介入の月額(単位: 兆円)とドル円レート



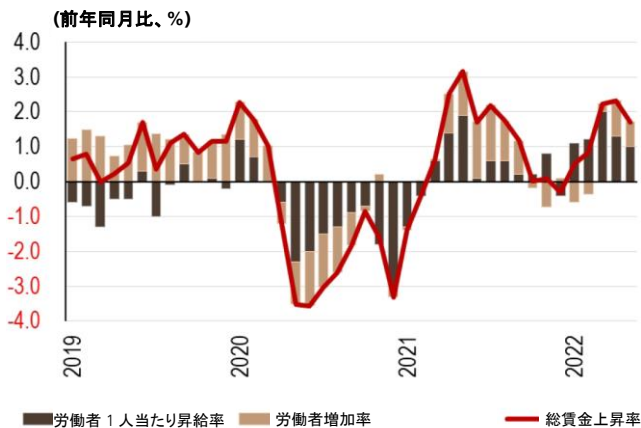
出所: 財務省、Haver、UBS

質問 3: 日銀が金融政策の調整に着手するのはいつか。

日銀が金融政策の調整に踏み切るためには、国内総生産(GDP)の本格回復と賃金上昇率の改善が確認される必要があるだろう。2022 年 1-3 月期では、GDP ギャップはおよそ 3.6% のマイナスであり(過少需要)、賃金上昇率は、上昇傾向にはあるものの、インフレ率を下回る状態が続いている(図表 5 参照)。人々の移動が徐々に正常化し、インバウンド消費が出始め、自動車セクターの供給不足も改善、秋には新たな景気刺激策も決定されるなどの材料から、日本経済は 2022 年後半も回復を続けると我々はみている。インフレ率の上昇に加えて GDP ギャップがプラスに転じ、賃金上昇率が 2% を超えれば、日銀は早ければ 2022 年 10-12 月期にイールドカーブ・コントロールの調整に踏み切る可能性がある。だが、経済と賃金上昇の下振れリスクを考慮すると、調整のタイミングは 2023 年にずれ込む可能性がある。新型コロナウイルスの 1 日当たりの新規感染者数が 20 万人を超えて過去最高となり、夏場の家計消費の足かせになる可能性もある。

図表 5 – 賃金上昇率はインフレ率を下回る

総賃金上昇率(前年同月比、%)=労働者 1 人当たり昇給率(前年同月比、%) + 労働者増加率(前年同月比、%)

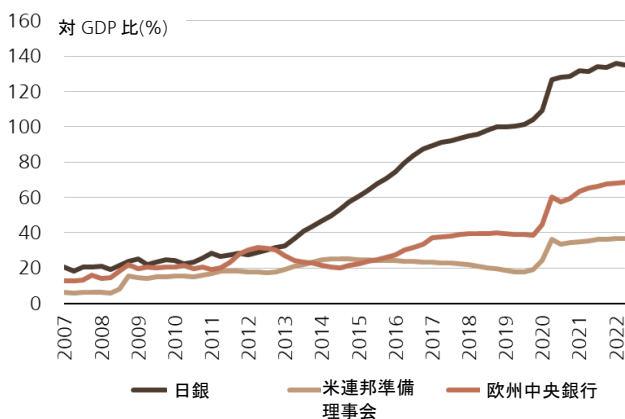


出所: 厚生労働省、Haver、UBS

金融調整の場合、まず日銀は 10 年国債利回りの目標レンジの上限を現在の 0.25% から 0.4% または 0.5% に引き上げると予想する。そして、賃金上昇率とインフレ率の継続的な伸びを確認した後に利回り目標を数回引き上げれば、イールドカーブ・コントロールを終了することになるだろう。日銀のバランスシートは、2022 年 4-6 月期時点で 732 兆円、対 GDP 比 135% まで拡大した(米国では 37%、ユーロ圏は 69%。図表 6 参照)。日銀のバランスシートは長期にわたって拡大した基調が続く、日本国債の満期償還とともに徐々に縮小していくと考える。なお、日銀が現在保有している日本国債の償還年限は平均 8~9 年である。

図表 6 – 日銀のバランスシートの縮小は長期にわたり緩やかに行われるだろう

中央銀行のバランスシート、対 GDP 比%



出所: Haver、UBS

質問 4: 次期日銀総裁は誰か。

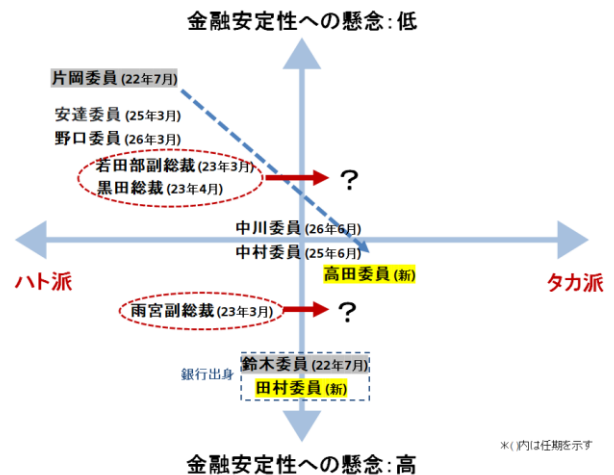
日銀の黒田東彦総裁は 2023 年 4 月に任期満了を迎える。内閣は後任候補を年内に提案する予定だ。有力候補は 2 人いる。1 人目は現副総裁の両宮正佳氏で、黒田総裁に考え方が近いとされる。もう 1 人は、中曽宏前副総裁で、市場参加者の

間では相対的にタカ派とみられている。ただし、中曽氏が次期総裁になったとしても、まずは(黒田氏と同様)GDP ギャップと賃金上昇率の加速に注力してから、金融政策の調整または引き締めに向かう可能性が高い。

7 月 24 日、退任した片岡剛士氏の後任として、高田創氏が新たに審議委員に就任した。片岡氏は金融政策に対して非常にハト派的な姿勢で知られていたが、高田氏は中立寄りである(図表 7 参照)。高田氏は、就任記者会見で、為替の動きを安定させていくことと、必要に応じてより幅広い政策手段を講ずることの重要性を指摘した。高田氏の起用は、将来の日銀審議委員間のパワーバランスに影響を与えるかもしれない。

図表 7 – 日銀政策委員会の新審議委員が日銀の政策姿勢を変える可能性

日銀政策委員会委員の金融安定性へのスタンス



出所: 日本銀行、UBS

質問 5: 安倍元総理の不在は政策の方向性に影響するか。

安倍元総理大臣は政府に強い影響力を持ち、自党内のリフレ派を率いていた。安倍氏の不在はリフレ派と反リフレ派間の論争に一定の影響を与えるかもしれない。

しかし、短期的には、賃金上昇が十分でないなど景気が脆弱な状況にあるため、日銀と政府は財政拡張と金融緩和を通じた景気回復の実現を引き続き優先させる可能性が高い。追加経済対策の規模は今秋に決定される。政府が黒田氏の後任総裁を誰に指名するかが当面のもう 1 つの注目点だ。新総裁を含む日銀政策委員の候補者は、国会で過半数の同意を得る必要がある。

市場への影響

通貨: 日銀のハト派姿勢に加え、米連邦準備理事会(FRB)のタカ派姿勢と欧州の成長不安から米ドルが強いことから、ドル円の短期リスクは引き続き上方(米ドル高方向)に偏っている。しかし、日銀が 2023 年初めにはイールドカーブ・コントロール政策を調整し、2023 年下期には FRB が利下げサイクルに移行する

日本経済

可能性が高いため、ドル円は 2023 年 3 月までに 135 円に向かう円高ドル安トレンドに入るかもしれない。

金利: 日銀はしばらくハト派姿勢を維持する可能性が高い。だが、GDP 成長率と賃金上昇率が加速してインフレ率の 2%を超えると、2022 年第 4 四半期以降にイールドカーブ・コントロール政策を調整して、10 年国債利回りの上限を現在の 0.25%から 0.4~0.5%に引き上げる可能性がある。

株式: 短期的には金融市場の先行き不透明感と新型コロナウイルスの感染再拡大などによるリスクはあるものの、経済活動の再開と政府の景気刺激策が功を奏し、日本経済と企業収益は健全な成長を遂げると予想する。円安も企業収益の押し上げに貢献するだろう。我々は、正常化という投資テーマに引き続き注目する。さらに、長期投資戦略の一環として、金融やグリーンテックにも注目している。

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のではなく、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、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、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。

日本経済

「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 2.20% (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・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。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