

日本経済

日銀は金融政策を据え置くも、インフレ率は2%目前

2022年10月28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

- 日銀は大方の予想通り金融政策を据え置いた。ただしインフレ見通しを上方修正し、2023 および 2024 年度の物価上昇率を 1.6%と予想している(新経済対策の影響反映前)。
- 我々の基本シナリオでは、日銀は GDP ギャップがプラスに転じ、賃金上昇率がさらに加速し、コア消費者物価指数(CPI)上昇率が2%を超えれば、2023 年半ばにイールドカーブ・コントロール(YCC)の調整を行うとみている。
- 日銀に対する政府からの政治的圧力は今のところ限定的のようだ。むしろ、岸田首相は円安を利用してインバウンド消費を促し、新経済対策で経済への負の影響を緩和しようとしている。
- 他の先進国との金利差により、今後数四半期は円安傾向が続くとみている。株式については、日銀が金融政策の正常化に着手すると、金融株がその恩恵を受けると考える。



出所:iStock

日銀は10月28日の金融政策決定会合で、大方の予想通り主要な金融政策を据え置いた。四半期ごとに公表される経済・物価情勢の展望(展望レポート)の中で、政策委員の2022年度のコアCPI(生鮮食品を除く)上昇率の見通し中央値は前回の2.3%から2.9%に上方修正された(図表1参照)。2023年度および2024年度の予想もそれぞれ1.4%、1.3%から1.6%に上方修正されたが、依然として2%の物価安定目標をやや下回っている。

コストプッシュ・インフレの緩和が予想される2024年度の上方修正(7月時点の予想1.3%から1.6%へ)は、日銀が声明文の通り中長期のインフレ期待について自信を深めていることを示唆していると考えられる。また、日銀のインフレ予想は10月28日に発表された新経済対策の影響を反映していないことを念頭に置く必要がある。

2022年度の実質GDP成長率予想中央値は2.4%から2.0%に下方修正された。また2023年度についても、主に世界経済の減速により、2.0%から1.9%へとわずかに引き下げられた。

図表1 – 日銀はインフレ見通しを上方修正

日銀による実質GDP成長率とCPI見通し

	実質GDP成長率 (前年比%)	CPI(前年比%)	
		生鮮食品を除く	生鮮食品と エネルギーを除く
日銀政策委員の見通し中央値			
2022年度			
10月金融政策決定会合	+2.0	+2.9	+1.8
(7月金融政策決定会合)	+2.4	+2.3	+1.3
2023年度			
10月金融政策決定会合	+1.9	+1.6	+1.6
(7月金融政策決定会合)	+2.0	+1.4	+1.4
2024年度			
10月金融政策決定会合	+1.5	+1.6	+1.6
(7月金融政策決定会合)	+1.3	+1.3	+1.5

出所:日本銀行、UBS

記者会見での黒田日銀総裁は、以前と変わらずハト派的なトーンだった。2%の達成に近いことを認めながらも、2%を上回る持続可能なインフレ率を達成することは2024年になっても困難だと強調した。そして、日本経済は依然として新型コロナ危機からの回復途上にあり、日銀にとっては緩和的な金融政策を維持することが重要だと繰り返した。出口戦略については、時期が来たらその詳細を議論すると述べた。

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: BoJ unchanged but 2% inflation seems within reach” (2022年10月28日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年11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。

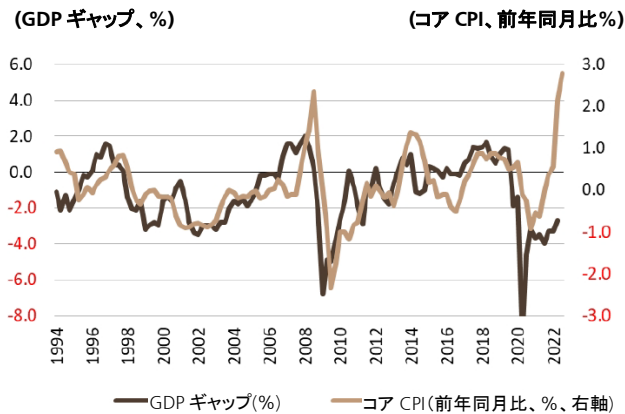
日本経済

基本シナリオ

日銀は 2023 年半ばに、10 年国債利回りの上限を現在の 0.25% から引き上げることでイールドカーブ・コントロール(YCC)の調整を行うと我々は予想する。政府の新経済対策、足元の経済再開、経済活動の上向きにより、日本の GDP ギャップは 2023 年上期にプラスに転じるとみている(図表 2 参照)。

図表 2 – GDP ギャップは 2023 年上半にプラス圏へ回復の見通し

GDP ギャップとコア CPI 成長率

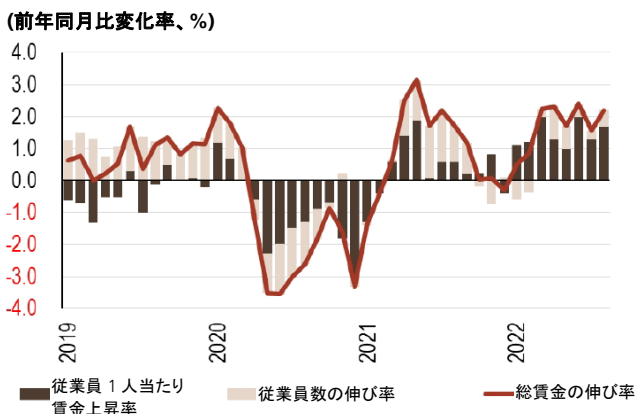


出所: 総務省、内閣府、Haver、UBS

また、賃金上昇率は来年さらに加速すると見込む。今年の春闘の結果、賃上げ率が 2.2% と 2018 年以來の高い伸びを実現したことから、総賃金の伸び率(従業員 1 人当たり賃金上昇率+従業員数の伸び率)は約 2% となった(図表 3 参照)。高インフレの継続と深刻な人手不足により、総賃金の伸び率は来年の春闘後に 3% まで加速すると予想する。

図表 3 – 2023 年は賃金上昇率が加速する可能性

総賃金の伸び率(従業員 1 人当たり賃金上昇率+従業員数の伸び率)



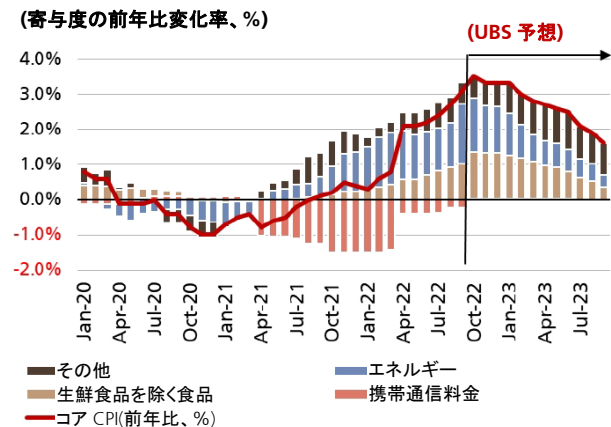
出所: 厚生労働省、UBS

また、日本の物価上昇率は過去に比べて高く推移するとみている。コア CPI は 2022 年 10-12 月期に 3.3~3.5% でピークをつけ、当面は 2% を上回って推移するだろう(図表 4 参照)。直近のインフレ率は生鮮食品を除く食品とエネルギーの価格が主に影

響を及ぼしているが、来年はサービス価格が CPI を支えると考えられる。これにより、日銀は金融政策を調整する可能性がある。しかしながら、2023 年を通して短期金利の引き上げや YCC の終了など本格的な金融引き締めに動くとは思わない。YCC を終了させた場合、10 年国債利回りは 0.7~1.0% まで上昇すると考える。

図表 4 – コア CPI は当面 2% 超で推移の見通し

コア CPI(生鮮食品を除く)、項目別寄与度(%ポイント)



出所: 総務省、Haver、UBS

リスク・シナリオ

リスク・シナリオでは、日銀が我々の予想よりも早く金融政策の正常化に着手するとしている。本稿では 3 つのシナリオを検討する。

1) 賃金の急速な伸びとインフレの急加速が日銀を動かす。日銀は、持続可能なインフレを見極めるため賃金上昇率に注目している。そのため、賃金上昇率が急加速した場合、例えば短期間で 3~4% に達した場合、日銀は予想よりも早く金融政策の正常化に着手する可能性がある。しかし、多くの企業は春闘の結果に従うため、賃金上昇率のさらなる加速は次の春闘後の 2023 年半ばまで待つ必要があるだろう。

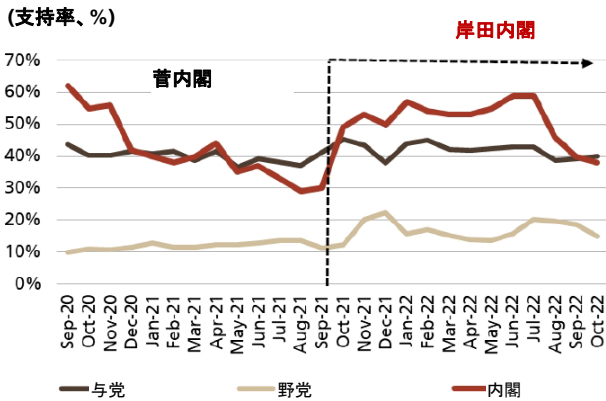
2) 2023 年 4 月に予定される次期日銀総裁の就任に伴い金融政策の方向性が変わる。有力候補は 2 人いる。現副総裁で黒田総裁に考え方が近い雨宮正佳氏と、前副総裁で市場参加者からは相対的にタカ派とみられている中曾宏氏だ。どちらが任命されても、日銀が持続可能なインフレを見極めるため賃金上昇率と GDP ギャップに着目する限り、その姿勢は当面大きく変わらないと考える。

3) 政治的圧力により日銀が金融政策を変更する。高インフレの継続と急速な円安が政治問題になりつつあり、岸田首相が日銀に金融政策を変更するよう圧力をかけるかもしれない。インフレ高騰と円安も影響して、岸田内閣の直近の支持率は約 20 ポイント急低下した。来年 4 月には 4 年に一度の統一地方選挙が予定されていることから、円安がさらに加速すると、日銀に対する政治的圧力が高まる可能性がある。

日本経済

図表 5 – 岸田総理の支持率は急落

内閣、与党、野党の支持率



出所：日本放送協会、UBS

現時点では、政府から日銀への政治的圧力は高まっていないと考える。岸田首相は日銀に円安是正を要請することなく、10月以降の水際対策の追加緩和と、従来の予想を大幅に上回る39兆円規模(国内総生産(GDP)の約7%に相当)の経済対策を発表した。

経済対策は、1)円安・物価高への対応、2)賃上げと人への投資の支援、3)インバウンド消費、国家安全保障と企業の国内回帰への投資、農林水産物の輸出を中心とする将来の成長への投資、の3つの領域に重点を置いている。岸田首相は、円安を利用してインバウンド消費による日本経済活性化と輸出企業支援を行い、経済対策によって経済へのマイナスの影響を緩和したいと考えているようだ。

市場への示唆

- **為替**: 日銀と他の先進国中央銀行の間の金融政策の乖離が続いている。日本の経常収支は赤字が続くと思われるが、今後数四半期はFRBとの金利差が円安の主な要因になるとみている。
- **金利**: 日銀は当面ハト派姿勢を維持するだろう。しかし、GDPギャップが縮小し、賃金上昇率が加速し、コアCPIの伸び率が2%を上回って推移すると、日銀は2023年半ばに10年国債利回りの上限を0.25%から0.35%またはそれ以上に引き上げることでイールドカーブ・コントロール(YCC)の調整を行う可能性がある。
- **株式**: 日銀が金融政策の正常化に着手すると、金融株が恩恵を受けると考える。金融株はアジア各国の貸出金利の上昇もプラス材料になるとみている。

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、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