

日本経済

2023 年の見通し: 日銀は金融正常化に向け小さな一歩を踏み出す

2022 年 12 月 19 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、上里 啓、ストラテジスト

- 日本経済は、主にサービス消費と設備投資による内需回復に牽引される形で、2023 年も 1~1.5% 成長が続くと予想する。
- 主に高齢者層によるサービスへの累積需要、賃金上昇の加速、国内旅行と消費に対する政府補助金などが経済成長の下支え要素となる。インバウンド消費の回復は始まったばかりと見ている。
- 賃金上昇率の加速が確認されれば、2023 年半ばから後半にイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)を調整することで、日銀は金融政策正常化に向けて小さな一歩を踏み出すだろう。
- 岸田首相の経済政策における優先課題は、新型コロナ危機からの回復と高インフレ対策から、経済安全保障に移ると予想する。



出所: iStock

日本経済は、世界経済が停滞する中においても国内需要の回復により、2023 年も 1~1.5% 程度の成長が続くと予想する(2022 年予想は 1.5%)。この成長を促す主な要素は、サービス支出の改善、インバウンド消費の回復、設備投資の伸びだろう。一部先進国で財への支出が減速するため、輸出は低調となる見通しだ。

金融政策面では、2023 年半ばから後半にイールドカーブ・コントロールを調整することで、日銀は将来の金融正常化に向けて小さな一歩を踏み出すと思われる。岸田内閣も、2023 年の政策の焦点を経済安全保障に移す可能性が高いだろう。

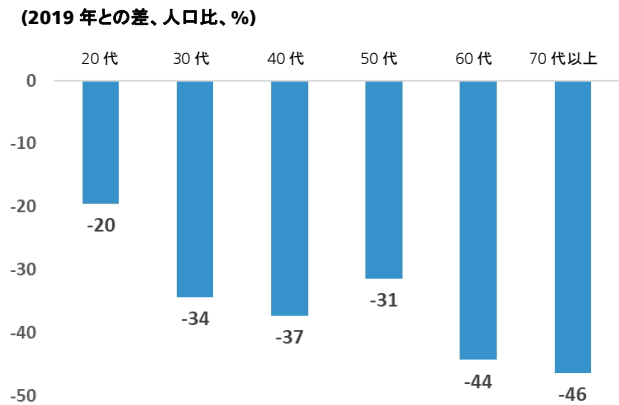
累積需要、賃金上昇、政府支援策がサービス支出を押し上げ
サービス業は新型コロナ禍で 3 年間に亘って大きく下押しされてきたが、日本のサービス支出は 2023 年によくコロナ危機前の水準を回復すると予想する。この回復の鍵となるのは、旅行とレジャーへの累積需要だろう。具体的には、高齢者の外出が活発化し、関連支出が回復すると考える。これまで日本の高齢者の支出は若年層の支出を下回っていた(図表 1 参照)。

賃金上昇の加速も下支え材料になる。2023 年 3 月から 6 月にかけて実施される次回の賃上げ交渉(春闘)の後、従業員 1 人当たりの年間賃金増加倍率は、現在の 1.5~2% から 2~2.5% に上昇すると予想する。政府のインフレ対策でガス・電気価格の上昇は抑えられており、2023 年を通してサービス支出は堅調に推移する余地があるとみる。また政府は 1 月半ばに旅行支援プ

ログラム(世帯が支払う宿泊費の 20% を補助するなど)を再開する方針だ。

図表 1 – 国内旅行にさらなる回復の余地

2022 年と 2019 年の 1 月~9 月の国内旅行者数の年齢別比較(人口比、%)



出所: 観光庁、UBS

インバウンド消費の回復

世界的な景気低迷により財輸出の伸びは減速する見通しだが、サービス輸出はインバウンド消費に牽引される形で 2023 年に回復すると予想される。政府は 2022 年 10 月に 1 日当たりの入国者数上限を撤廃した。その結果、10 月の訪日外国人旅行

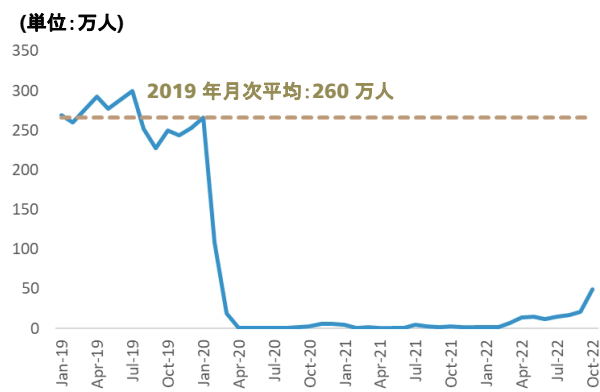
本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy: 2023 Japan outlook: BoJ takes a small step toward normalization” (2022 年 12 月 19 日付)を翻訳・編集した日本語版として 2022 年 12 月 22 日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

日本経済

者数は、9月の2倍超となる49万8,600人(2019年の20%)に達した。

国別では韓国(2019年の62.3%)と米国(2019年の34.7%)からの旅行者の比率が高く、中国からの旅行者は、移動制限が続いているため依然として少ない(2019年の2.9%)(図表2参照)。今後は、中国が2023年第3四半期に経済を完全に再開させると予想されることから、恐らく2023年後半以降は中国からの旅行者が増えるだろう。中国人観光客の数が2019年の50%まで回復すれば、訪日外国人の総数は2019年の70%を上回り、インバウンド消費額は3.3兆円(GDPの0.6%)に達するだろう。

図表2 – インバウンド旅行者の回復は始まったばかり
訪日外国人旅行者数



出所: 観光庁、UBS

設備投資の新時代: デジタル化、国内回帰、労働・エネルギー効率化

世界経済の減速による逆風にもかかわらず、日本の設備投資は2023年も引き続き底堅く推移すると予想する。日銀短観(全国約1万社を対象にした定期調査)によると、企業の2022年度(2023年3月を年度末とする)の設備投資の伸び率は1983年以降の最高を記録した。

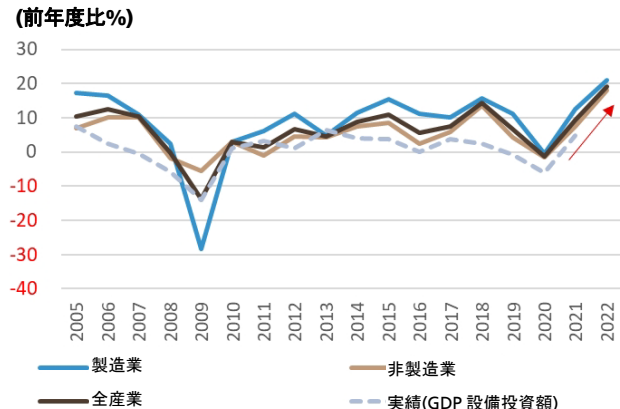
12月の政府調査によると、多くの企業が在庫の再積み増し、デジタル化への着手、労働・エネルギーコスト削減のために設備投資を増やす計画だ。実際、2022年度のソフトウェア投資計画は前年比20.3%増と多額に上り、企業が業務のデジタル化に強い意欲を持っていることが示唆される。

労働力不足も深刻化している。日銀短観では雇用情勢の悪化が強調され、雇用人員判断指数はマイナス31まで下がり、新型コロナ禍が始まった2020年以降で最低となった。女性の労働参加率は75%に達し、高齢者では25%超となった。従って、我々は2023年は労働効率性向上に向けて設備投資を増やす企業の動機が高まると考える。

また、政府支援と円安を背景に、2023年は企業がリショアリング(製造業の国内回帰)投資を増やすと考える。過去には、円の動きは約8四半期遅れで国内・海外投資比率と相関していた。

図表3 – 企業の設備投資計画は力強い

企業の設備投資計画(前年度比%)



出所: 日本銀行、内閣府、UBS

2023年の政治面での3大焦点

2023年は、市場に影響を及ぼしうる3つの政治関連分野に注目する。金融政策正常化に向けた日銀の小さな前進、岸田首相の経済安全保障政策、岸田内閣が直面する潜在リスクの3つだ。

日銀は2023年に小さな一歩を踏み出す見込み

我々は、日銀が2023年半ばから後半に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・コントロールの調整を行うとの予想している。一部メディアは、2023年4月の日銀総裁交代後に政策代替案を広げるために、政府が日銀との共同声明を作成すると報じている。

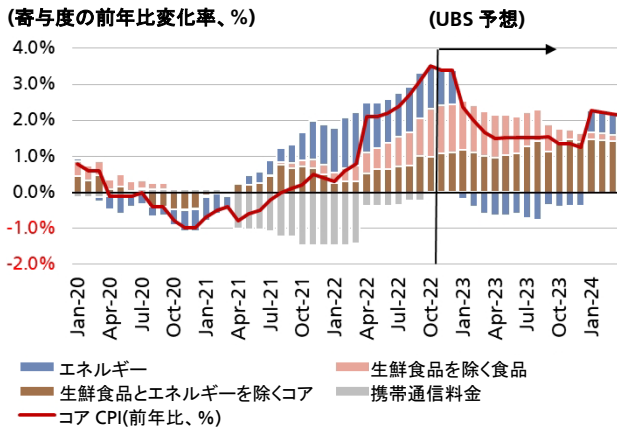
日銀が金融政策正常化を開始する前に、インフレが持続可能であり、賃金上昇が底堅く、GDPギャップがプラスであることを確認する必要があると我々は考える。一方、短期政策金利の引き上げ(現在はマイナス0.1%)と0%の10年国債利回り目標の引き上げは、2023年は実施される可能性は低いと考える。

インフレに関しては、コア消費者物価指数(CPI)は2022年第4四半期に4%前後でピークに達すると考える。2023年には、電気・ガス価格激変緩和対策が導入されるなか、コアCPI上昇率が前年比で0.5~1ポイント低下すると予想する。コアCPIは2023年を通して1%を優に上回る水準で推移するだろう(図表4参照)。

(訳注: 日銀は12月19日から20日に開催された金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロールの調整を決定。金融政策に関する見方は決定会合後の日本経済レポート「日本経済: 日銀は金融引き締め動きに追随するのか?」をご参照ください。)

図表 4 – 政府のインフレ対策でエネルギー価格のインフレ寄与度は抑制される見通し

コア CPI(生鮮食品を除く)、項目別寄与度(%ポイント)



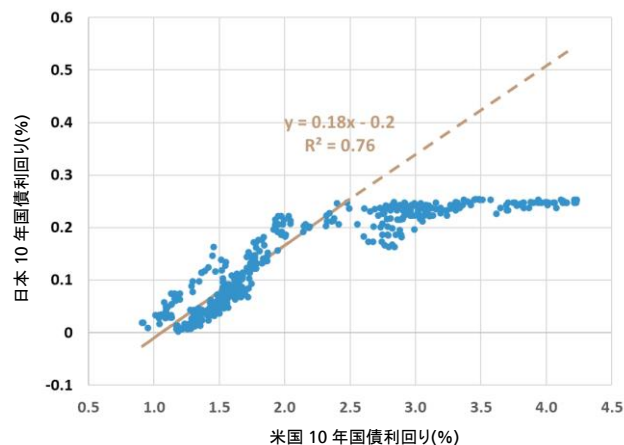
出所: 総務省、Haver、UBS

賃金上昇は 2023 年の持続可能なインフレの鍵だ。すでに高水準に達しているインフレと構造的な労働力不足を背景に、春闘(2023 年 3 月から 6 月)後は賃金上昇が一段と加速すると予想する。これに経済回復という要素が加わり、GDP ギャップは 2023 年前半にプラスに転じるだろう。

日銀の黒田総裁の任期は 2023 年 4 月 8 日に終了する。だが、現在の有力候補(現日銀副総裁の両宮氏と前副総裁の中曽氏)のいずれかが次期総裁に就任する場合、2023 年にイーロドカーブ・コントロールの調整が行われるとの見方は変わらない。

図表 5 – 10 年国債利回りに潜在的な上昇余地

日米 10 年国債利回りの推移(2021 年 1 月以降)



出所: ブルームバーグ、UBS

2023 年のキシダノミクスの優先課題は経済安全保障

これまでのところ、岸田首相の焦点は新型コロナ禍からの景気回復強化に置かれている。円安、経済再開、外国人観光客増加の効果で、2023 年の日本の経済成長率は 1~1.5%となる可能性が高いと我々は予想する。このように景気回復が予想され

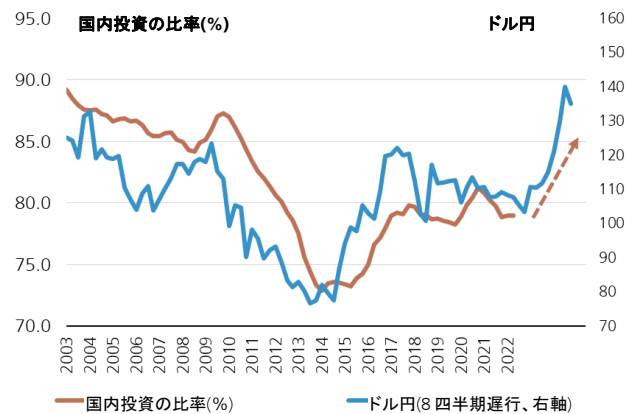
るなか、岸田首相の経済政策の焦点は経済安全保障に移ると考える。

エネルギー安全保障に関して、政府は天然ガスの安定供給のための支援の強化、蓄電池など省エネ技術の導入、原子力発電所の再稼働による再生可能エネルギーの推進などに取り組むと思われる。食料安全保障に関しては、政府は日本のカロリーベースの食料自給率を 38%から 45%に引き上げることを目指して、飼料・肥料の国内生産を推進すると思われる。サイバーセキュリティ関連では、岸田首相は防衛費を 5 年間で 1.5 倍超に増額するよう指示している。これには政府のサイバーセキュリティ対策費の増額も含まれる。

また、重要なテクノロジー部品の国内生産を増強し、サプライチェーンを強化するために、政府は企業のリショアリング投資やその他国境を越えた共同投資に追加支援を行うだろうと考える。継続的な円安も数四半期の時差をもってリショアリング投資を加速させるだろう。

図表 6 – 円安と政府支援策により国内設備投資は加速の見通し

国内投資と海外投資の比率(%)とドル円レート



出所: 経済産業省、財務省、UBS

岸田内閣の継続性が焦点になる可能性

インフレ率上昇といくつかの政策スキャンダルを受け岸田首相の支持率が 1 月の約 60%から約 30%に急落したことで、内閣をめぐる懸念が高まっている。支持率が 30%を割り込めば、内閣総辞職と総選挙前倒しのリスクが大きくなるだろう。参考までに、菅前総理は支持率が 30%を下回った時に辞任を決めた。

岸田首相は支持率を上げるために 2023 年初めに内閣改造を実施する可能性があると考えられる。統一地方選挙と広島(岸田首相の地元)での G7 サミットの成功は岸田首相にとって極めて重要になる。我々は、特に 2023 年後半の経済情勢が引き続き弱ければ、追加の補正予算が発表されるとも予想する。

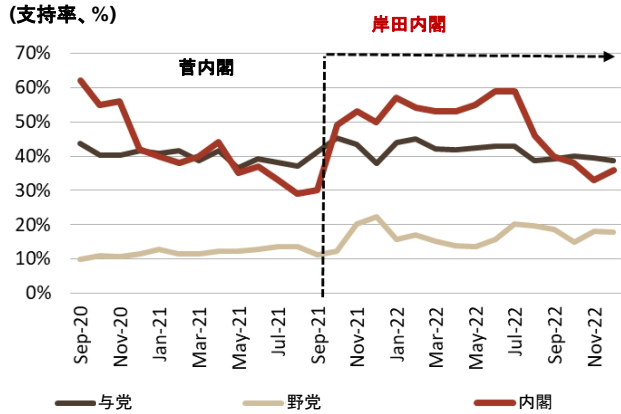
一方、一部政府高官の間で、防衛費増額計画の財源として増税を実施する議論が始まっている。12 月には、与党・自民党

日本経済

も、開始時期については言及せずに法人・所得・たばこ増税を提案した。政府がこれら増税の実施を決定すれば、2023年にかけて市場センチメントと岸田首相の支持率の重石となるだろう。

図表 7 – 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

市場への示唆

- **為替**: 米連邦準備理事会 (FRB) が利上げサイクルを終了する可能性に加え、国内情勢の追い風を受け、米ドル高・円安相場は反転すると我々は予想する。国内では観光業の力強い回復が予想され、賃金上昇も加速すれば、日銀は 2023 年半ばから後半に金融政策を調整する可能性がある。これが円を下支えするだろう。
- **金利**: イールドカーブ・コントロールが継続されるなか、国債利回りは引き続き日銀の管理の下に抑制される見通しだ。日銀が 10 年国債利回りの上限を引き上げれば、同利回りは現在の 0.25% 水準から、2023 年後半には約 0.4% まで上昇するとみる。
- **株式**: 株式については世界的に中立的な見方を維持しているが、日本株式については 2023 年度に 3% の利益成長を見込んでいる。サービス消費の回復が関連セクターを下支えするだろう。日本の金融株は、アジア各国の貸出金利上昇の恩恵に加えて、日銀が金融政策を調整する場合はその恩恵を受ける立場にある。

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)が作成したりサテライトレポートをもとに、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、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