

# 日本経済

金融政策の追加修正にはさらなる時間が必要

2023 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); 上里 啓、ストラテジスト、居林 通、日本株リサーチヘッド; 小林 千紗、アナリスト

- 日銀は、1 月 17~18 日に開催された金融政策決定会合で、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)の維持を決めた。12 月に行った政策修正の評価にもうしばらく時間が必要と判断したようだ。ただ、イールドカーブ・コントロールの効果を高めるために、共通担保資金供給オペを拡充した。
- だが、我々は市場機能の改善は難しいと考える。日銀は賃金の着実な上昇を見極めてから、さらなる政策修正に踏み切るだろう。我々は、2023 年中にイールドカーブ・コントロールの追加修正が行われる確率を 70%と予想する一方、2024 年の確率を 30%と予想する。
- 日銀がイールドカーブ・コントロールを撤廃した場合、10 年国債利回りは 0.8~1.2%に上昇するとみている。これは日本の金融機関に追い風となる一方で、日銀が短期政策金利を極めて低水準に維持する限り、国内経済への影響は限定的だろう。



出所: iStock

## 何が起きたか？

日銀は 1 月の金融政策決定会合で、市場の思惑に反して金融政策の大枠を維持した。会合後、日本の 10 年国債利回りは 0.4%近辺に再び低下し、ドル円は一時 131 円を超えた。日経平均株価は 2.5%以上上昇した。

大半のエコノミストは追加政策変更はないと予想していた。だが市場は、特に 1 月 12 日の報道で、日銀が異次元緩和策の副作用について見直し、必要があればそのスタンスを修正するだろうと報じられると、イールドカーブ・コントロールの追加修正を織り込んでいった。

今回の会合で日銀は、イールドカーブ・コントロールの微調整の代わりに、流動性を引き上げるための共通担保資金供給オペの拡充を決めた。貸付利率を入札で決める「金利入札方式」では、貸付期間の上限が 1 年から 10 年に延長され、貸付金利を日銀があらかじめ決める「固定入札方式」では、これまで 0%で固定されていた貸出金利を、市場情勢に応じて年限ごとに柔軟に決められるようにした。金融機関に国債のキャリートレード(市場で国債を購入し、日銀に売却する裁定取引)の誘因を提供することで、日銀がイールドカーブを操作するもう 1 つの手法になる。

同日公表された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、目標期間中の 2%インフレ目標の達成に慎重な姿勢を維持した

(図表 1 参照)。主に世界経済の減速を理由に、2023 年度(2024 年 3 月期)の国内総生産(GDP)成長率の見通しを 1.9%から 1.7%、2024 年度は 1.5%から 1.1%にそれぞれ引き下げた。生鮮食品を除くコア消費者物価指数(CPI)の見通しは、2023 年度については政府のエネルギー価格引き下げの補助金効果から 1.6%に据え置いたが、2024 年度については 1.6%から 1.8%に引き上げた。

図表 1 - 日銀景気・物価見通しでは 2024 年度のインフレ率は 2%に届かず

|                | 実質 GDP 成長率<br>(前年比%) | CPI(前年比%) |                   |
|----------------|----------------------|-----------|-------------------|
|                |                      | 生鮮食品を除く   | 生鮮食品と<br>エネルギーを除く |
| 日銀政策委員の見通し中央値  |                      |           |                   |
| 2022 年度        |                      |           |                   |
| 1 月金融政策決定会合    | +1.9                 | +3.0      | +2.1              |
| (10 月金融政策決定会合) | +2.0                 | +2.9      | +1.8              |
| 2023 年度        |                      |           |                   |
| 1 月金融政策決定会合    | +1.7                 | +1.6      | +1.8              |
| (10 月金融政策決定会合) | +1.9                 | +1.6      | +1.6              |
| 2024 年度        |                      |           |                   |
| 1 月金融政策決定会合    | +1.1                 | +1.8      | +1.6              |
| (10 月金融政策決定会合) | +1.5                 | +1.6      | +1.6              |

出所: 日本銀行、UBS

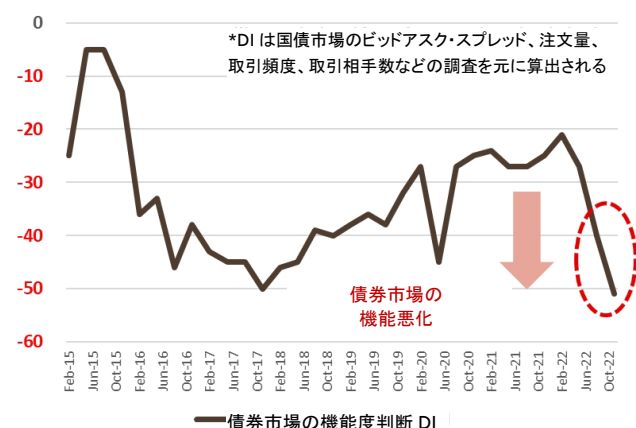
本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy: BoJ needs more time before further policy normalization?”(2023 年 1 月 18 日付)を翻訳・編集した日本語版として 2023 年 1 月 20 日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

## 日銀は政策修正の評価にもうしばらく時間が必要

日銀が12月1日に発表した11月の債券市場サーベイによると、債券市場の取引の頻度や円滑さを示す機能度判断指数(DI)が引き続き悪化しており(図表2参照)、これが先月想定外にイールドカーブ・コントロールを修正するきっかけとなった可能性がある。日銀は、債券市場の機能が回復しているかどうか様子を見たいようだ。黒田日銀総裁は会合後の記者会見で、日銀は12月の政策修正の評価にもうしばらく時間が必要だと強調した。

図表2 - 日本の国債市場の機能は急激に悪化

日銀債券市場サーベイにおける機能度判断指数(DI)



出所: 日本銀行、UBS

日銀は今回、公開市場操作の拡充によりイールドカーブ・コントロールの延命を試みている可能性がある。新たな貸出ルールでは、金融機関は日銀が決めた年限ごとに異なる金利で、国債を担保に最長10年間、日銀から資金を借り入れることができる。

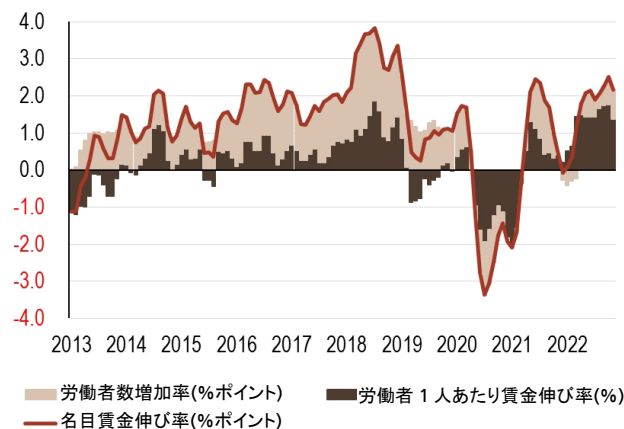
特に、次回政策決定会合(3月10日予定)が黒田総裁下での最後の会合であることを踏まえると、こうした政策修正の評価には、3月1日に公表予定の次回債券市場サーベイが重要になってくる。

また、日銀は日本経済を支えるために、10年国債利回りの上限を当面0.5%に維持することが適切と考えているのかもしれない。いまの賃金の伸びでは物価上昇を相殺するのに不十分であり、GDPギャップはマイナスのまま(図表3参照)。こうした観点から、3~6月の春闘にも注目が集まる。

図表3 - 賃金の伸びはまだ力強さに欠ける

総賃金伸び率=労働者1人当たり賃金伸び率+労働者数増加率(前年比、3カ月移動平均)

(前年比、3カ月移動平均)



出所: 厚生労働省、アイ・エヌ情報センター、UBS

## 日銀の次の動向に対する我々の見解

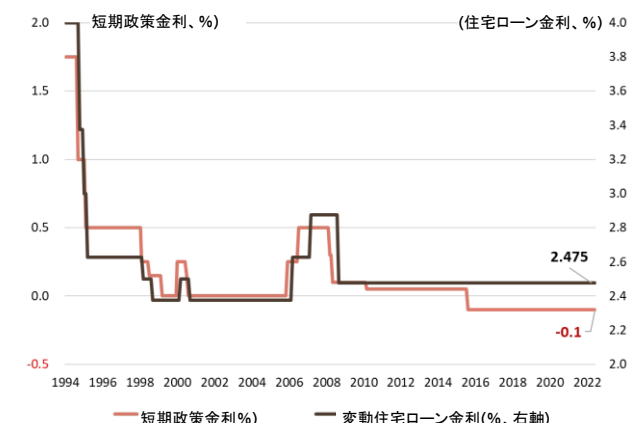
最近の一連の政策修正でも国債市場の機能は改善しない可能性があり、イールドカーブ・コントロールの追加修正か、あるいは撤廃も時間の問題だろう。市場は政策の微調整を続ける日銀に挑み続けており、日銀は近い将来、現在のイールドカーブ・コントロール政策を断念せざるを得なくなる可能性がある。

しかし、経済のファンダメンタルズ面から見ると、着実な賃金上昇とプラスのGDPギャップを確認する前に10年国債利回りの上限を引き上げるのは時期尚早だ。6月頃には春闘での賃金交渉の結果が明らかになる。だが、4月に日銀新総裁が就任した後や、インフレ目標に関する政府との共同声明が改定される中で、日銀が政策を転換するのはややリスクが高い。総じて我々は、2023年中のイールドカーブ・コントロールの修正(撤廃も含む)確率を70%(3月が25%、4~6月が15%、下期が30%)と予想する一方、2024年中の確立を30%と予想する。

短期政策金利は住宅ローンに影響を及ぼし得るため、短期政策金利を現行のマイナス0.1%から当面引き上げることはないと考え。住宅ローンの借手の約7~8割が、日銀の短期政策金利に主に連動する変動金利で借り入れているからだ(図表4参照)。

2月10日に国会提示予定の日銀総裁人事案で、誰が候補とされるのかに注目が集まるだろう。過去の経験から見ると、1月後半から2月上旬に候補者名が報道されるかもしれない。誰が次期総裁になろうとも、賃金の伸びが加速する中で、緩やかな政策正常化に向けた方向性が変わらないことは確かだろう。

図表 4 – 住宅ローンの変動金利は短期金利と連動  
日銀の短期政策金利と住宅ローンの変動金利(%)



出所: 日本銀行、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、UBS

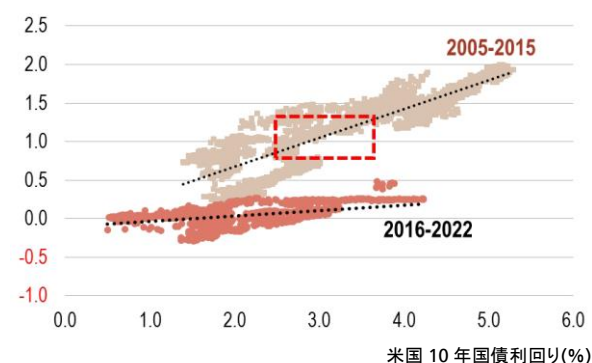
## 10 年国債利回りの見通し

我々は、日銀は 2023 年上期は 10 年国債利回りの上限を現状の 0.4~0.5% で維持すると考えている。だが、着実な賃金上昇と GDP ギャップのプラス転換が起これば、上限を 0.75% へとさらに引き上げるか、あるいはイールドカーブ・コントロールそのものを撤廃することもありうる。そうなれば、約 3.0~3.5% の米 10 年国債利回りに応じて、日本の 10 年国債利回りも 0.8~1.2% へと押し上げられる可能性がある(図表 5 参照)。しかし、日銀は債券購入のペースを速めて国債利回りの上昇を抑えるだろう。全体として我々は、2023 年末の日本の 10 年国債利回りを 0.8% 近辺と予想する。

図表 5 - 米国 10 年国債利回り 3% 近辺から、日本の 10 年国債利回りは 0.8~1.2% に整合

日米の 10 年国債利回り

日本 10 年国債利回り(%)



出所: ブルームバーグ、UBS

金融政策の追加変更がなく、GDP の潜在成長率が 0.5% 近辺、長期インフレ期待が 0.5~1.0% と想定し、多少の国債リスクプレミアムを加味した場合、日本の 10 年国債の中立金利は、理論上 1.5% 近辺になる。

## 日本株式への示唆

株式市場は今回の金融政策維持の判断を歓迎し、18 日の日経平均株価は約 2.5% 急騰した。このことは、日本の経済活動の再開と相対的に低い株式バリュエーション(株価評価)を背景に、日本株式は世界経済減速の影響を受けにくいという我々の見方を裏付けている。1 月 6 日付日本株式レポート「日銀の動き以外に目を向ける 1 年に」において、我々は市場が日銀の政策変更の可能性を過大評価しているとみており、最近の日経平均株価の急落を、日本株式の魅力的な買いの機会と捉えている、と述べた。

また、日銀が年末までに 10 年国債利回りの上限を 0.8% に引き上げる可能性があるかと我々は考えており、日本の金融機関は引き続き魅力的だ。日本の銀行および保険会社の多くは株価純資産倍率(PBR)が 1 倍を大きく割りこんでおり、配当利回りは 4% を超えている。よって、金融政策の正常化に向けた動きから、2023 年はこうした株式が再評価されると期待している。

## 日本のマクロ経済見通し

日銀が短期政策金利を十分低位で維持する限り、10 年国債利回りの上昇が国内経済にもたらす負の影響は限定的か、もしくは需要の回復で容易に吸収できると考える。

設備投資と実質金利の相関は 2000 年以降低下しており、企業の設備投資判断に借入コストが影響していないことが示唆される。住宅市場については、住宅ローンの 7~8 割を日銀の短期政策金利に連動する変動金利ローンが占める。よって、短期政策金利が極めて低い水準に維持される限り、住宅市場への影響も限定的だろう。

日本国債利回りの上昇による円高が製造業のセンチメントに重石となる可能性はあるが、緩やかな円高である限り、財政政策で影響を緩和できるだろう。全体として 2023 年の実質 GDP 成長率は、国内需要の回復を追い風に、引き続き 1% を超えるものと予想する(2021 年は+1.6%、2022 年は+1.5%)。

## 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。

「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 2023 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