

# 日本経済

政策正常化のバトンは植田新日銀総裁へ

2023年3月10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

- 黒田日銀総裁の下で最後の開催となった金融政策決定会合はサプライズなしに終わり、金融政策は据え置かれた。日銀が金融政策の正常化に動くまでには、過去の政策調整の効果を評価する時間がなお必要である。
- 我々は、日銀が 2023 年後半に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を撤廃するとの見方を維持する。日本経済エコノミストの半数以上が 4 月と 6 月に追加的な政策調整または金融引き締めが実施されるとの見方をしており、政策調整の早期化をめぐる市場の投機的な動きが続く可能性がある。
- インフレ率が鈍化し、米国 10 年国債利回りが若干低下するに伴い、日本の 10 年国債利回りは年末までに 0.8%~1.0%に上昇すると予想する。日本の金融株は大半のプラス材料をすでに織り込み済みなため、上値は限定的と我々はみている。
- 追加政策調整のタイミングを計るにあたっては、我々は、1) 2013 年 1 月の政府と日本銀行の共同声明(「アコード」)改定の可能性、2) 3 月から 6 月にかけて公表される春闘の結果、3) 2023 年下期のインフレ関連データに注目している。



出所:iStock

## 黒田総裁、金融政策正常化のバトンを植田新総裁へ

日本銀行は、大方のエコノミストの予想通り、3月10日の金融政策決定会合で金融政策をすべて据え置きとした。しかし、多くの投資家は日銀がある程度の政策調整を行うと予想していたため、10年国債利回りは会合後に0.5%を割り込み、円も小幅に下落した。

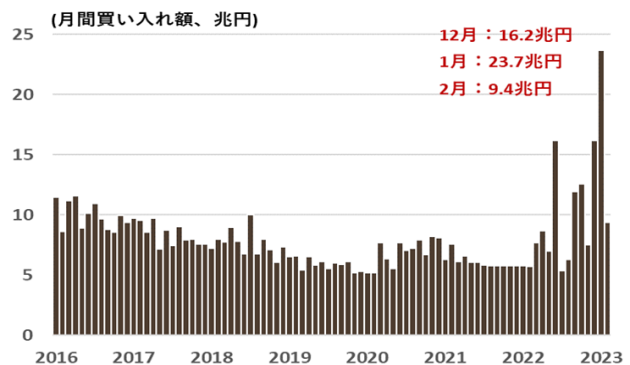
声明文「当面の金融政策運営について」で、日銀は「先行きのわが国経済は・・・回復していくとみられる」との文言を維持した。また、コア(除く生鮮食品)消費者物価(CPI)については、「政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果に加え、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される」との見方を強調した。

さらなる政策調整を実施する前に、日銀は過去の政策調整、すなわち 2022 年 12 月に行った 10 年国債金利の変動幅の上限拡大や 2023 年 1 月に行った共通担保資金供給オペ(幅広い担保を裏付けとした金融機関への資金供給)の拡大の効果を評価する時間がなお必要だろうと我々は考える。日銀による日本国債の購入額は、1 月には 23.7 兆円と過去最高を記録したが、2 月には 9.4 兆円まで減少した(図表 1 参照)。また、債券市場の

流動性を計る日銀債券市場サーベイにおける機能度判断指数(DI)は、2 月はさらに悪化した。

## 図表 1 – 日銀の国債買入れ額は依然高水準

(月間の国債買入れ額、兆円)



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: Kuroda passes the baton to Ueda”(2023年3月10日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年3月14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

## 日銀の金融政策の見通し

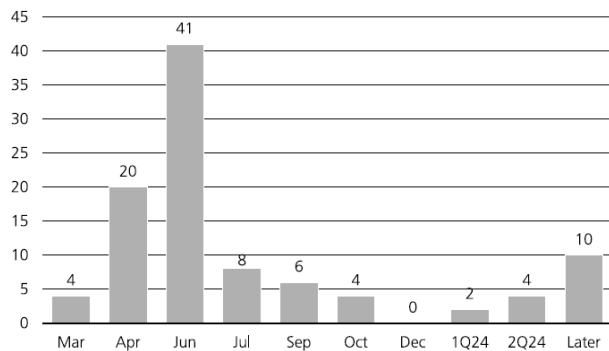
3月10日の金融政策決定会合は、4月に退任する黒田総裁にとって最後の会合だった。次期総裁には植田和男氏が国会承認されており、4月9日付で就任する。日銀は、新総裁の下でも引き締め政策を急がないだろう。日銀は、春季労使交渉(春闘)で賃金の伸びが拡大し、日本経済の需要と供給の差をあらわすGDPギャップが2022年第4四半期(10-12月期)のマイナス1.9%からプラスに転換したことを確認したのち、2023年下期にイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)を撤廃するとの見方を我々は変えていない。

日本と諸外国のインフレ率と経済情勢も、日銀の判断に影響を与えるだろう。直近の政策声明は、世界経済情勢から日本が直面する不確実性が非常に高いことを指摘している。性急な政策調整は、外国為替、金利、株式市場に予想外の動きを生じさせかねない。

しかし、日銀をめぐる投機的な動きは収まらず、日本円に引き続き影響を及ぼす可能性がある。植田次期総裁は、指名前の2月に行われた所信聴取と質疑の席で、基調的な物価上昇の実現が見通せれば金融政策の正常化を検討する必要があると述べた。また、メディア調査によると、日本経済エコノミストの半数以上が、日銀は4月と6月の金融政策決定会合で追加的な調整/引き締めを行うと予想している(図表2参照)。

図表2 - 多くのエコノミストが日銀は2023年下期に次の動きに出ると予想

エコノミスト予想(ブルームバーグ調査)  
(2023年下期に次の動きに出ると回答したエコノミストの割合)



出所:ブルームバーグ、UBS

## 市場への示唆

10年国債利回りは、当面の間現在の0.5%近辺にとどまるが、市場が投機的な動きになった場合にはその水準を若干超えると我々はみている。しかし、日銀が2023年下期にイールドカーブ・コントロールを撤廃すれば、10年国債利回りは0.8~1.2%に上昇するだろう。これは3~3.5%程度の米国10年国債利回りに対応する水準だ(図表3参照)。

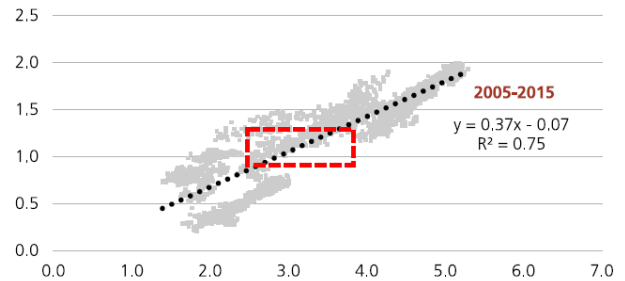
日銀は、イールドカーブ・コントロールを撤廃した場合、日本国債の購入ペースを一時的に加速して国債利回りの上昇を抑えようとするかもしれない。したがって、2023年の10年国債利回

りは、我々の予想レンジの下限である0.8%近辺で取引を終える可能性もある。

図表3 - 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年金利、%)



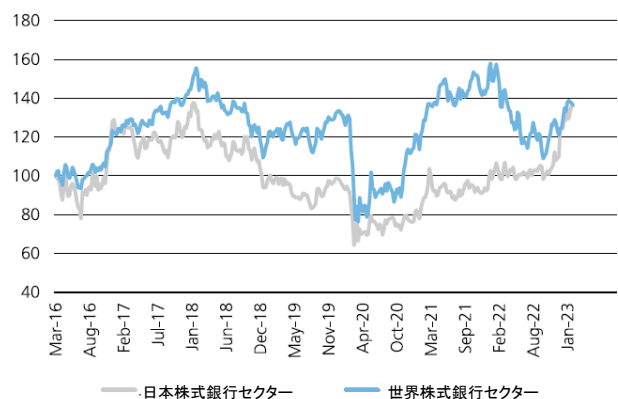
(米国10年金利、%)

出所:ブルームバーグ、UBS

日本株式については、主要銀行銘柄と生命保険銘柄のパフォーマンスが株式指数を大幅に上回ったため、「金融セクターの魅力が高まる」という投資テーマを2月に終了した。大半の好材料はもはや市場に織り込まれているため、上昇余地は少ないと我々は考える。金融政策の枠組みを維持した3月の日銀の決定は金融セクターの当面の上昇余地を抑えたとみており、我々の見解を支持するものと考えられる。

短期的にはさらなる政策変更の可能性は排除できず、とりわけ新総裁の就任を考えればなおのことだ。しかしそうした中で、2024年全体を通じて企業業績が回復するとの予想から、航空、化学、半導体、機械といった非金融セクターを推奨する。

図表4 - 日本の銀行銘柄は世界の銀行銘柄に追いついた  
TOPIX 銀行業指数と MSCI 世界銀行セクター指数(%)



出所:ブルームバーグ、UBS

## 黒田総裁がこの10年で残したレガシー

黒田総裁の下、日銀は国債の保有額を急速に拡大し、その保有額は発行残高の50%を超えるまでに至った(図表5参照)。また上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(J-REIT)を積極的に

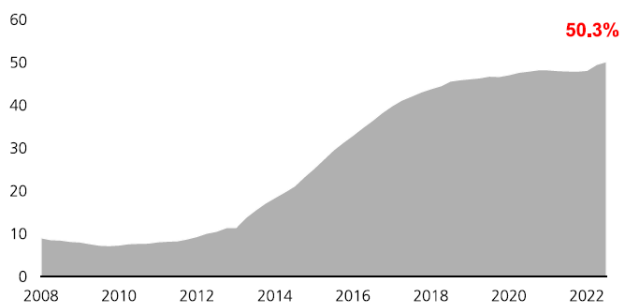
# 日本経済

購入し、短期金利をマイナス水準まで引き下げ、イールドカーブ・コントロール政策を導入して10年国債利回りを0%近辺に維持した。

3月の金融政策決定会合後の記者会見で、黒田総裁は、過去10年間の積極的な金融緩和策は日本の経済活動を刺激する効果を発揮したと述べ、中でも、雇用が400万人以上増加したことで日本をデフレ時代から脱却させたと自らの成果を指摘した。しかし同時に、2%の物価安定目標の実現に至らなかったことは「残念だ」と述べ、現段階で出口戦略を議論するのは時期尚早だと述べた。

図表5 - 日銀は国債発行残高の50%を保有

日銀の国債保有残高、全発行残高に占める割合(%)



出所: 日本銀行、UBS

企業各社が2012年以降の黒田総裁の金融政策をどう見ているかについて、複数のメディアが調査を行った。評価はまちまちである。過度な円高に歯止めをかけ、日本経済の回復を支え、デスインフレを終わらせたと高く評価した企業がある一方で、積極的な金融緩和策があまりにも大幅な円安を招き、超低金利が政府の財政赤字を大幅に拡大させたとして批判する声もあった。低金利の結果、多くのゾンビ企業、つまり経営状況の不健全な中小企業が数多く誕生してしまったとの指摘もある。

植田新総裁の下では、2%の物価安定目標の達成に向けて、よりバランスの取れたアプローチが講じられるだろう。植田新総裁は10年国債の利回り目標を撤廃してイールドカーブ・コントロールを正常化すると我々は予想するが、2%という物価目標を安定的に達成するまでは、短期金利を極端な低水準に維持する可能性はある。

## 次の注目点

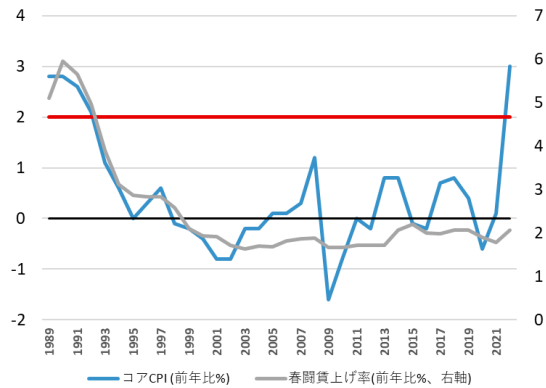
日銀は、さらなる政策調整を行うかどうかを判断するにあたり、3つのイベント/データに注目するだろう。

第1に、市場は、2%の物価安定目標を定めた政府と日本銀行の共同声明(「アコード」)を改定するかどうか注目する可能性が高い。植田氏は2月に、日銀は当面アコードを変える必要はなく、黒田総裁の政策運営を評価するには時間がかかるかもしれないと述べた。しかし、政府がアコードの改定を計画している場合、市場では、今後数カ月の追加的な政策調整をめぐる投機が増大する可能性がある。

第2に、日銀は春闘に注目するだろう。大半の大企業は3月に交渉を終え、最初の結果は3月17日に発表される。中小企業の交渉結果も含めると、最終結果は7月頃に出揃う見込みだ。我々は賃上げ率が2.5~3%程度になるとみている。これは1994年以来の高水準だが、それでもコアCPIが2%の物価目標を安定的に達するには足りないだろう(図表6参照)。

図表6 - 賃上げ率3%は2%の物価安定目標達成には不十分

コアCPIと春闘における賃上げ率

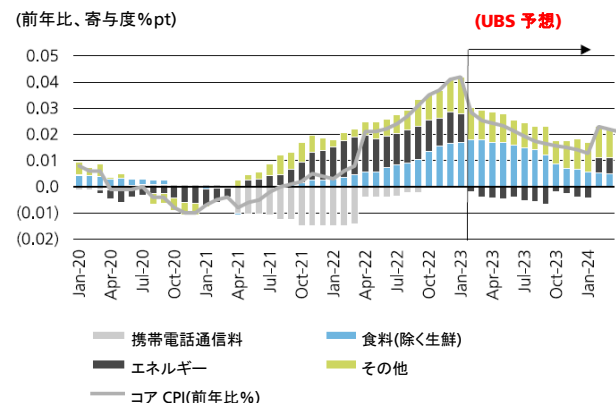


出所: 厚生労働省、総務省、UBS

第3に、日本のインフレ状況も鍵である。我々は日本のCPIは2月にピークを打ったと考えている。家計のエネルギー支出に対する政府補助金のおかげで、2月のコア(生鮮食品を除く)CPIは約3.0%と、1月の4.2%から急低下するだろう。輸入物価の上昇は消費者価格に転嫁されたが、その影響が薄れるに伴い、コアCPIは年末までに2%を割り込むと予想する(図表7参照)。

図表7 - インフレ率は2023年を通じて鈍化へ

(コアCPIの見直し、前年比%)



出所: 総務省、UBS

しかし、食料品価格の上昇は予想以上に長期に亘りそうだ。さらに、内需の回復とインバウンド消費(訪日外国人による国内での消費)も物価上昇圧力になる可能性がある。予想以上のインフレ率は日銀の政策調整を早めるかもしれない。

## 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 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