

インフレ持続が日銀金融引き締めへの鍵

日本経済

青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者); 上里 啓、ストラテジスト、小林 千紗、アナリスト

- 日本銀行が金融政策の引き締めに入るには、2%のインフレ率が安定的に持続することを確認する必要がある。現在のインフレは主に一時的なコスト上昇要因によって引き起こされているため、この条件はまだ整っていない。
- 鍵は賃金上昇率だ。2023 年の春闘交渉は高水準で妥結したが十分とは言えないだろう。労働不足を背景に、2024 年の賃上げ率も高水準となりそうだが、逆風によって伸びがやや鈍化する可能性がある。
- 一部の主要サービス品目が構造的に低迷していることが重しとなって、持続的な 2%のインフレ率は容易ではないが、それに近い水準は維持するだろう。
- 日銀は、2023 年下期に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を修正し、10 年国債利回りの上限を現行の 0.5% から 0.75%に引き上げるだろう。2%近辺のインフレ率が続けば、日銀はイールドカーブ・コントロールを 2024 年下期に撤廃する可能性がある。1 回限りの措置として短期政策金利引き上げもあり得る。しかし、2%のインフレ率が持続的に達成されない限り、短期金利をプラス水準に引き上げることはなさそうだ。



出所: iStock

日銀の金融引き締めへの鍵はインフレの持続性にある

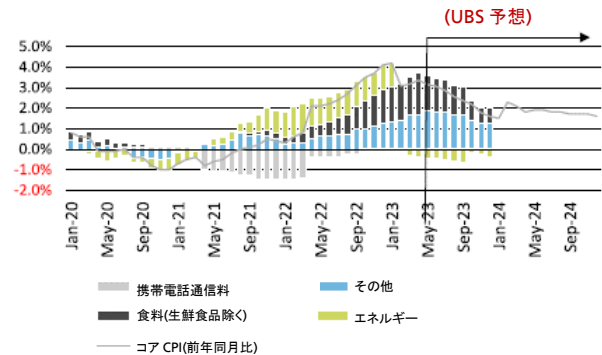
日本のインフレ率は 2022 年 9 月以降、前年同月比で 3%以上に達しているが、日本銀行は金融緩和政策を維持している。植田新総裁は最近の講演で、現在の物価上昇は一時的なコストプッシュ型のインフレであり、食品とエネルギーの輸入価格の上昇がその要因であると指摘した。現在のインフレ動向を踏まえると、日銀は 2023 年下期にイールドカーブ・コントロールを修正し、2024 年下期には全面撤廃することが予想される。しかし、短期金利を継続的に引き上げるには、2%のインフレ率が安定的に持続することを確認すべきだと日銀は示唆している。

日本のインフレに対する我々の見解

生鮮食品を除いた日本のコア消費者物価指数(CPI)は、2023 年 4 月に前年同月比で 3.4%上昇したが、食品とエネルギーの価格上昇圧力が一服するにつれ、年末までに 2%近辺まで鈍化すると予想する(図表 1)。輸入物価指数は、2022 年 7 月に前年比 49.2%でピークをつけた後、2023 年 4 月にはマイナスに転じており、2023 年下期には財のインフレはさらに減速する可能性が高い。一方で、入国制限の緩和後は旅行関連の品目にけん引されてサービス価格のインフレが加速している。その結果、インフレ率は当面上昇を続ける可能性がある。

図表 1—インフレ率 2%持続へのハードルは高い

CIO によるコア CPI*の見通しおよび要因分解



*コア CPI…生鮮食品を除いた総合指数

出所: 総務省、UBS

2024 年については、インフレ率が 2%を下回る可能性はあるものの、年央までは 2%近辺で推移すると考える。これを背景に、日銀は 2024 年下期にイールドカーブ・コントロールを撤廃する可能性があり、1 回限りの措置として短期金利を-0.1%から 0%に引き上げることも考えられる。しかし、長期的には、インフレ率が 2%超えで推移を続ける可能性には疑問が残る。この目標の達成には、賃金上昇率が鍵となる。

日本経済

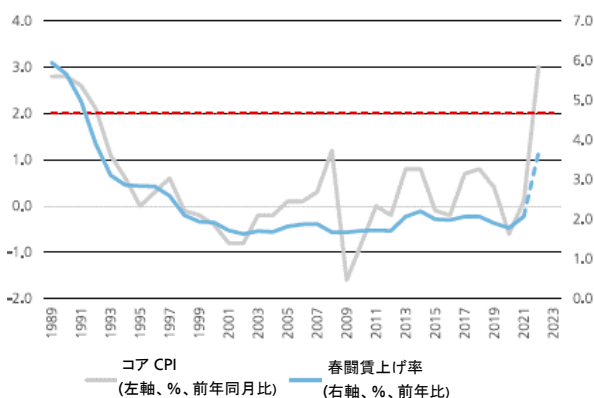
インフレの持続には賃金上昇率が鍵

過去のデータから明らかなように、賃金上昇率はインフレ率との相関性が高い。日本では、多くの企業の賃金が春季労使交渉(春闘)で決まる。

2023 年の春闘は好調だった。円安による企業収益の増加と経済活動の再開にけん引されて、賃上げ率は前年比で約 3.7%と 1993 年以來の高水準となった。さらに、日本政府が中小企業の賃上げを助成金で支援していることも、今年の賃金上昇に寄与するだろう。それでも、今年の賃金上昇は、インフレ率を持続的に 2% 以上に押し上げるほど強くはなさそう(図表 2)。

図表 2—2023 年春闘で高水準の賃上げも、インフレ率 2% の持続には不十分

コア CPI と春闘賃上げ率の比較



出所:総務省、厚生労働省、UBS

しかし、人手不足は深刻さを増しており、2024 年にはさらなる賃金上昇を促す可能性がある(図表 3)。アベノミクス以降、女性と高齢者が労働力供給の両輪となってきたが、現在はこれが不足しており、企業は従業員を増やすために賃金を引き上げる必要がある。一般労働者に比べてパートタイム労働者の方が賃金上昇率が高く、中所得の従業員(40~50 歳の労働者)の恩恵は比較的小さいと考えられる。

図表 3—人手不足の様相を呈する日本

日銀短観「雇用人員判断指数*」と失業率の比較



*雇用人員判断指数…雇用人員が「過剰」と回答した企業—「不足」と回答した企業

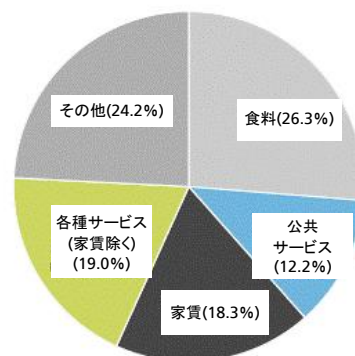
出所:日本銀行、厚生労働省、UBS

ただし、ここ数四半期の企業増益ペースが今後も続くことは考えにくく、春闘賃上げ率は 2024 年には加速しない可能性がある。今年下期からは世界的に経済成長率が鈍化する見通しであり、製造業セクターの企業業績に下げ圧力がかかる可能性がある。サービス・セクターに関しては、経済活動の再開にかかる累積需要で急回復しているものの、2024 年の初めにはこの勢いが鈍化する可能性がある。

構造要因がサービス・セクターのインフレ率に重し

他の先進諸国と異なり、日本のサービス価格インフレ率は、今後も構造的に停滞する可能性がある。サービス価格の最近の上昇加速は主に旅行関連品目によるものだが、日本の CPI に占めるウェイトはおよそ 8%にすぎない。しかし、構造的に停滞している公共サービスや家賃(両者を併せると CPI の 30%を占める)などは、今後もサービス価格インフレ率の重しになりそう(図表 4)。こうしたセクターでは、医療、看護および教育における政府の規制が価格上昇を抑制することが多い。不動産賃貸市場では、日本の人口減少も逆風となっている。

図表 4—公共サービスと家賃は CPI の 30%を占める
CPI の品目別ウェイト



出所:総務省、UBS

3 つの上昇可能性

2%のインフレ率を持続させることは日本にとって高いハードルだが、将来、賃金上昇率とインフレ率を予想以上に高める要因がいくつか考えられる。第 1 に、岸田首相はグリーンTRANSフォーメーション、デジタル化、リスキリング(学び直し)、リショアリング(生産の国内回帰)など、新たな分野に向けた企業の投資を構造的に刺激する計画を立てている。こうした分野での新たな需要は、政府の支援を受ければ、長期的には国内需要の拡大と企業利益を支える可能性がある。

第 2 に、日本企業の価格決定行動がついに変化した可能性がある。2022~2023 年には、多くの企業がコスト上昇分を価格に転嫁できた。しかし、将来にわたって値上げを続けるには、生産性の向上と価格決定力の強化を図る必要がある。もし日本企業の新陳代謝、例えば開業率と廃業率が上昇すると、このような状況が実現する可能性がある(図表 5)。かつては、企業の新陳代謝が低かったために生産性は低く、価格決定力も弱かった。

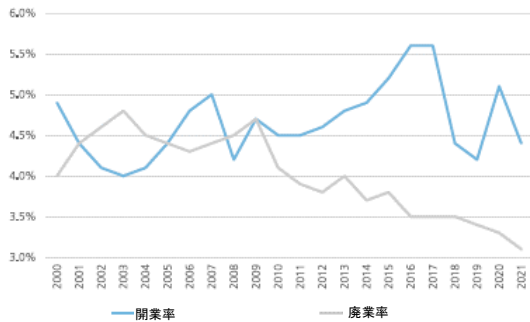
深刻な労働力不足に悩み、コーポレート・ガバナンスを改善するようという政府や投資家からの継続的な圧力に直面している企業は多い。各社とも女性、高齢者、外国人労働者の労働参加

日本経済

率を向上させることがますます難しくなってきた。この状況が続くと、企業の開業率と廃業率が上昇し、最終的には企業の新陳代謝が改善する可能性があるが我々はみている。時間がかかる可能性もあるが、日本企業は今、若返りのための第1段階にいると言えるかもしれない。

図表 5ー日本は開廃業率が低く、新陳代謝が低い

日本における開業率と廃業率(いずれも%)



出所:厚生労働省、UBS

第3に、経済安全保障や脱炭素化といった新しいテーマは、コストプッシュ型のインフレを予想より長引かせる可能性がある。グリーントランスフォーメーション、生産拠点の再配置、リショアリングを含む生産拠点の多様化、ハイテク製品の輸出障壁などは、今後しばらくはインフレ上昇圧力となるかもしれない。

イールドカーブ・コントロールは終了に向かうが、利上げの可能性は低い

日銀は、利上げサイクルに入る前に、堅調な賃金上昇率と経済成長率に支えられて2%のインフレ率の持続的な達成を確認する必要がある。これが実現するとしても、そうなるまでにはしばらく時間がかかるかもしれない。したがって日銀が今年または来年に利上げサイクルに入り短期金利をプラス水準に引き上げることは考えにくい。

ただし、1回限りの措置として-0.1%から0%の短期金利引き上げを実施する可能性はある。そして、2023年下期にイールドカーブ・コントロールを修正し、10年国債利回りの上限を現行の0.5%から0.75%に引き上げると我々は予想する。2024年半ばまでインフレ率が2%近辺を推移した場合には、2024年下期にイールドカーブ・コントロールを撤廃する可能性がある。

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、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