

# 日本経済

日銀金融政策は据え置き、ただし柔軟性は高まる

2023年5月2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、小林 千紗、アナリスト

- 日銀は4月28日の金融政策決定会合で、大方の予想通り現状の金融政策の維持を決定した。
- 主な変更点は、1) フォワードガイダンスの修正、2) 金融政策の多角的なレビュー、3) 2025年度を含む新たなインフレ見通しの3点だ。日銀は、インフレが2%目標を持続的に達成するとは見ていないが、政策変更の柔軟性を高めた。
- 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)は、全面的な撤廃ではなく、変動幅が追加拡大される可能性が高いと考える。日本の10年国債金利は、4-6月期から7-9月期に0.5%に上昇した後、年末までに0.75%に上昇するものと予想する。
- 株式については、一部の大型銀行株に戦術的な投資機会があり、日本経済再開の恩恵を受ける銘柄に強気の見方を取る。為替については、米国の景気後退リスクが高まる中、引き続き米ドル安を予想する。



出所: iStock

## 植田新総裁下での初会合は大きな変更なく終了

4月28日に行われた植田新総裁、水見野および内田新副総裁下での初の金融政策決定会合で、日銀は市場の予想通り、現状の金融政策維持を決定した。主な変更点は、1) フォワードガイダンスの修正、2) 金融政策の多角的なレビュー、3) 2025年度を含む新たなインフレ見通しの3点だ。

1つ目のフォワードガイダンスだが、これまでのフォワードガイダンスは新型コロナウイルス感染状況に紐づけられ、強力な緩和姿勢に傾斜していた。今回、「新型コロナウイルス感染症の影響を注視し」との文言のほか、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」といった金利に関する記述も削除された。一方、植田総裁は、イールドカーブ・コントロールの将来的な変更について明言を避けた。

2つ目の政策レビューについては、1990年代後半以降の金融政策のレビューを実施することを決定した。レビューには1年から1年半かかる見通しだ。植田総裁は、レビューのトピックやその後の結果の利用方法はまだ決まっておらず、必要があればレビュー中であっても政策修正を行う可能性があるとした。

同時に公表された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、2023年度の物価見通しを従来の1.6%から1.8%に、2024年度は1.8%から2%に引き上げたが、新たに発表された2025年度については1.6%とし、2%を下回るとの見通しを示した。日銀は、依然として生鮮食品を除くコア消費者物価指数(CPI)は現在の3.1%から2023年度末(2024年3月)までに2%を下回る可能性が高いとみており、持続的に2%を達成できるとは考えていない。

## 図表1 - 日銀はいまなお2%の物価上昇率は持続可能ではないとみる

日銀政策委員による物価の見通し、2023年4月時点

	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			
<b>2022年度</b>			
4月金融政策決定会合	+1.2	+3.0	+2.2
(1月金融政策決定会合)	+1.9	+3.0	+2.1
<b>2023年度</b>			
4月金融政策決定会合	+1.4	+1.8	+2.5
(1月金融政策決定会合)	+1.7	+1.6	+1.8
<b>2024年度</b>			
4月金融政策決定会合	+1.2	+2.0	+1.7
(1月金融政策決定会合)	+1.1	+1.8	+1.6
<b>2025年度</b>			
4月金融政策決定会合	+1.0	+1.6	+1.8

出所: 日本銀行、UBS

## 日銀は政策正常化に向けて柔軟性を高める

市場は展望レポートにハト派の反応を示した。10年国債利回りが0.46%から0.38%に低下し、それに伴いドル円も133円から136円を超える水準まで円安米ドル高が進んだ。政策レビューに1年から1年半かかることを示唆した公表文と比較的保守的な物価見通しを受けて、早期の政策修正期待が後退した可能性がある。植田総裁は会合後の会見では早期の政策修正に言及しなかった。

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 kept policy settings unchanged but increased flexibility”(2023年5月2日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年5月8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

だが、今回の政策決定会合での変更を踏まえ、国内総生産(GDP)ギャップのプラス転換と3~6月の春闘での賃金交渉に基づく賃上げの加速を確認した後、年後半に日銀が10年国債利回りの変動幅を拡大する可能性は高いと我々は考える。日銀は9月または10月の政策決定会合で、10年国債利回りの変動幅の上限を今の+0.5%から+0.75%に引き上げると予想する。

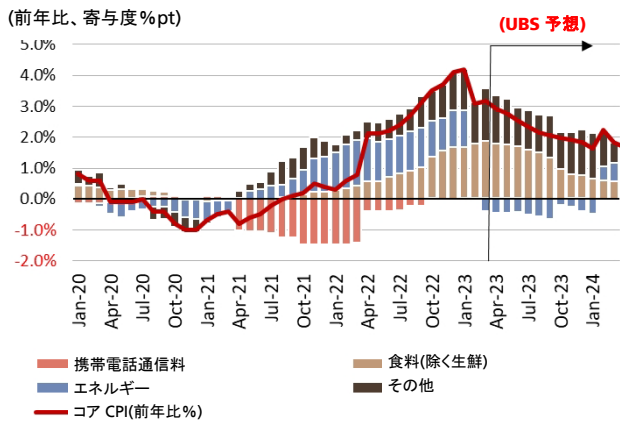
政策金利についての記述を削除したことによりフォワードガイダンスを修正したことで、将来の政策修正の柔軟性が一部高まった。植田総裁は就任前に国会で、イールドカーブ・コントロールを追加修正する前に、日銀が2%近辺の安定的な物価上昇を予想し、その予想の正確性に確信を深めることが重要だと述べている。

植田総裁は会合後の記者会見で、日銀は物価の先行きに対して自信の度合いが低いと述べた。さらに、物価の基調となるGDPギャップや賃金上昇率を注視していると語った。

他方で我々は、2024年度後半までは、住宅ローンに影響を与えかねない短期政策金利を0%以上に引き上げることはない予想する。住宅購入者の約7~8割が変動金利で住宅ローンを借りているからだ。

また、コアCPIは急速に上昇しているが、今の上昇は主にエネルギーと食料品価格によるものであり、これらが減速し始めれば2%を下回るとみられる。よって、日銀は利上げに踏み切る前に、持続的な2%のインフレ率と健全な経済が維持されていることを確認する必要がある。

図表2 - 食料・エネルギー価格の上昇幅縮小によりコアCPIは2023年後半に低下する見通し  
CIOによる見通し



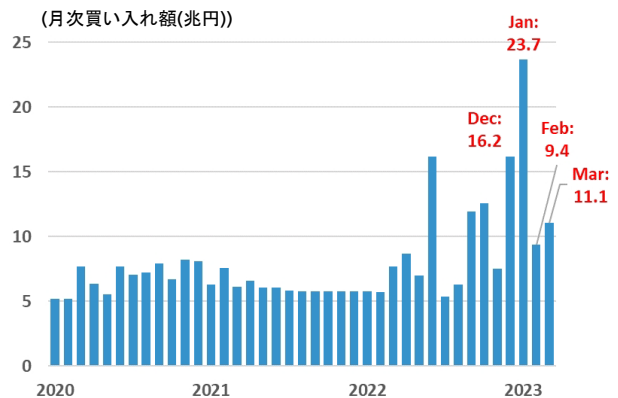
出所:総務省、UBS

## 政策正常化は早まる可能性と遅れる可能性の両方

政策修正が予想よりも早まるリスクはある。2022年12月と2023年1月に行われた政策微調整の効果で、最近では国債市場の歪みがいくぶん緩和されている。とはいえ、国債市場の機能が十分に回復したとは言えない。これら2回の政策微調整の後日銀は国債の積極的な買い入れを継続しているが、イールドカーブは歪んだままだ。

図表3 - 日銀は積極的な国債買い入れを継続

日銀の月次国債買い入れ額(単位:兆円)



出所:日本銀行、UBS

春闘での賃金交渉が集計序盤で想定を上回る力強さを示していることや、物価上昇率を考えると、日銀は4~6月期から7~9月期中にイールドカーブ・コントロールの正常化を選択する可能性がある。もちろん、銀行セクターの混乱を含む、世界の経済情勢も注視するだろう。

一方で、政治動向により日銀の政策正常化の判断が遅れる可能性もある。景気回復を受けて岸田総理の支持率が回復しているため、今年解散総選挙に踏み切るかもしれないと考える市場参加者もいる。日銀は1998年以降、解散総選挙前に政策変更を行っていない。総選挙前に金融政策を変更して政治的混乱をもたらすことを回避したいのかもしれない。

岸田内閣は、防衛費増額のために2024年度から法人税、所得税およびたばこ税の引き上げを計画している。岸田総理は事前に国民に信を問う必要があるだろう。

5月には岸田総理が議長を務めるG7広島サミット、東京で日米豪印4カ国(QUAD)首脳会合が予定されており、6月に内閣が2024年度(令和6年度)予算の基本方針を策定することから、解散総選挙のタイミングはこの秋になる可能性が高い。

## 市場への示唆

**株式:**一部の大型銀行銘柄に短期的な投資機会があるとみる。3月に株価調整に見舞われたものの、広く分散した国内預金基盤に裏打ちされた強固なバランスシートを有し、保有資産の評価損リスクはさほど高くない。株価純資産倍率(PBR)は0.6倍と割安な水準であり、配当利回りも高い。年内にイールドカーブ・コントロールが修正されれば、バリュエーションは一部の銘柄で改善するだろう。

我々のグローバル投資戦略において日本株式の投資推奨を中立としているが、株価が足元の水準から下落するリスクは限定的とみている。その理由として、他の先進国と比べて株価バリュエーションが比較的割安であること、また2023年度末(2024年3月)に自社株買いや増配を活発に行うことが挙げられる。円の安定および上昇観測は米ドルをベースとする海外投資家に有利となるとみられる。中国経済の回復期待と中国からの訪日旅行者の増加が今年後半の国内観光業のさらなる活性化に寄与するだろう。

## 日本経済

**債券:** イールドカーブ・コントロールは、完全撤廃より、許容変動幅の拡大の可能性が高いと予想する。10年国債利回りは4-6月期から7-9月期にかけて0.5%近辺で推移し、その後年末までに0.75%に上昇するとみている。これは米10年国債利回り3.25%に整合する水準だ。イールドカーブ・コントロールを撤廃したとしても、日銀は国債の買い入れペースを加速することで10年債利回りの上昇を抑えようとするだろう。

**為替:** 金融政策決定会合ではハト派とタカ派の両方の要素が示唆されたが、日銀のガイダンスは我々の見通しから大きく乖離していない。米国の景気後退リスクの上昇から米ドルの弱気を予想しており、年末時点のドル円の見通しを120円に据え置く。円建ての投資家にとっては、米ドル建て債券のトータルリターンは、足元の利回りが過去と比べて高いことから魅力的である。

## 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場合があります。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