

日銀決定会合レビュー: 次の一手に向けた焦点

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

- 日銀は6月の金融政策決定会合で、我々の予想通りすべての金融政策の現状維持を決定した。公表文にも大きな変更はなかった。
- 会合後の記者会見で日銀の植田和男総裁は、特に来年についてインフレ見通しが不確実だと強調し、インフレ率2%という目標の達成がまだ安定的でないことを示唆した。
- 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)について植田総裁は、経済やインフレの見通しに加え、効果と副作用の兼ね合いを見極めることが重要だと語った。春闘の結果、賃金上昇の加速が確認され、需給ギャップがプラスに転じれば、日銀は9月の会合近辺にYCCの修正に踏み切ると考える。
- 2023年後半や2024年には、2%のインフレ率がまだ安定的なものでない可能性を踏まえ、金融緩和政策が一部修正されても利上げサイクルには入らないと予想する。



出所: iStock

日銀は予想通り政策を維持

6月16日の金融政策決定会合で、日銀は予想通りすべての金融政策の現状維持を決定した。公表文にも大きな変更はなかった。

植田総裁の日本経済およびインフレに対する見解は4月から概ね変わっていない。会合後の記者会見で植田総裁は、インフレの持続性と賃金上昇について、特に来年はやや不確実であると述べた一方、企業の価格や賃金の設定に変化の兆しが見えるとも述べた。

YCC修正の有無については、(1)日本経済とインフレの見通しおよび(2)経済への効果と市場に対する副作用の兼ね合いで決まると改めて強調した。

植田総裁は、現在のインフレが国民の負担になっていることは認めたが、日銀が金利を引き上げてインフレを抑えればその影響はさらに甚大だろうと述べた。だが総裁はこれまで、2%のインフレ率の定着を判断できるまで基調的なインフレ率上昇を待つコストは、性急な政策変更を行うコストほど「大きくないと思われる」と述べている。日銀が政策正常化を急がないスタンスは、米連邦準備理事会(FRB)のタカ派姿勢と対照的だ。

植田総裁は、為替はファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)に沿って変動すべきであり、経済に対してプラスとマイナスの両影響を及ぼすものだと述べ、円安については日銀の喫緊の課題とは考えていないようだ。

2023年下期はどうか?

春闘の結果、賃金の伸びが加速し、需給ギャップがプラスに転じ、インフレ基調の定着が確認されれば、日銀は9月か10月の金融政策決定会合で、10年国債利回りの変動幅の上限を現行の0.5%から0.75%に引き上げ、YCCの修正に踏み切ると予想している。YCCの副作用に関しては、記者会見で総裁が述べていたように、2022年12月の微修正により国債市場の機能が回復している。ただし、インフレ期待や海外金利が上昇すれば、市場機能が再度低下する危険性もある。

また我々の基本シナリオではないが、7月の会合でYCCが修正されるリスクはある。7月第1週に(1)日銀短観、(2)春闘の最終回答集計、(3)日銀による2023年1-3月期の需給ギャップ推計といった主要経済指標の発表が予定されている。これらは日本経済の回復とインフレ圧力の高まりを示すものと予想され、日銀の政策正常化に対する市場期待が強まる可能性がある。とはいえ、5月発表の輸入物価は、今後数カ月すればコストプッシュ型インフレが和らぐことを示唆しており、7月時点で日銀はインフレ基調が確実なものか見極められないかもしれない。

我々は政策修正について、(1)7月に行われる可能性が25%、(2)2023年10-12月期の可能性が45%、(3)2024年1-3月期の可能性が30%と予想する。植田総裁のハト派姿勢を受けて、政策修正時期に対するエコノミストの予想は後ずれしている。主要先進国の景気が急速に悪化すれば、日本経済の回復やインフレにも打撃となり、日銀の政策正常化も遅れる可能性がある。また、岸田文雄首相は6-7月の解散総選挙を否定したが、秋口に行く可能性は残っており、それも政策修正時期が遅れる要因になるだろう。他方、日銀はファンダメンタルズに

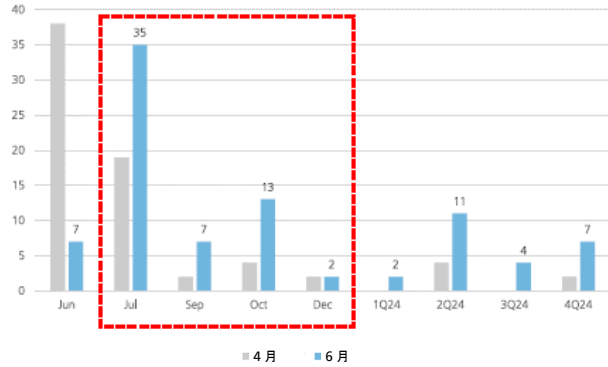
本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy: BoJ policy meeting review: Uncertainty needs to be cleared”(2023年6月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年6月21日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

日本経済

沿った安定的な円の変動が望ましいと考えているため、短期的にドル円が145円に向かうといった急速な円安は、早めの政策修正につながる可能性がある。

図表 1—日銀の金融緩和政策はいつ修正か：
市場予想は2023年下期～2024年に後ずれ
エコノミストによるコンセンサス予想(ブルームバーグ調べ)
2023年4月と6月の調査結果を比較

単位：%(回答したエコノミストの割合)

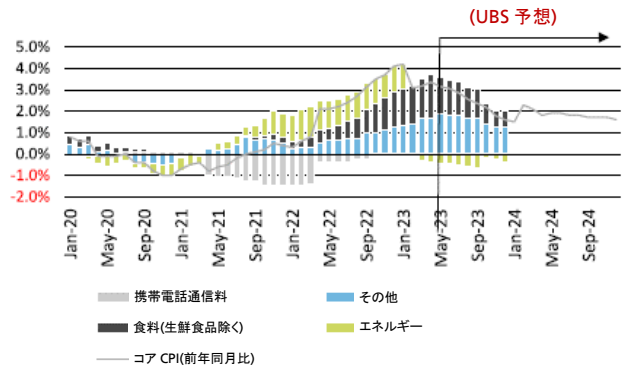


出所：ブルームバーグ、UBS

YCC 修正の先

植田総裁は、2%の持続的なインフレと堅調な賃金上昇が政策正常化の鍵を握ると強調している。5月31日付日本経済レポート「インフレ持続が日銀金融引き締めへの鍵」で述べたように、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によるもので、その影響が後退すると2%を下回る水準に減速し、日銀のインフレ目標には到達しない可能性がある。我々は当面、日銀が利上げサイクルに入るとは予想していない。ただし、インフレ率が2%近い伸びで推移する場合には、日銀は2024年後半にYCCを撤廃すると予想する。同時に、1回限りの措置として短期金利を現行の-0.1%から0%に引き上げる可能性も十分にあるだろう。

図表 2—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

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