

# 日本経済

日銀、米利下げも「様子見」

2019年7月30日

Chief Investment Office GWM

青木大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)、[daiju.aoki@ubs.com](mailto:daiju.aoki@ubs.com); 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30日の金融政策決定会合で、金融緩和策の現状維持を決めた。経済・物価情勢の展望(展望レポート)では、国内総生産(GDP)成長率予測と消費者物価指数(CPI)の上昇率予測を引き下げた。
- 黒田総裁は物価安定の目標に向けたモメンタム(勢い)は失速していないと強調した。日銀は物価の基調的な変動を見極める指標として、需給ギャップと予想インフレ率を重視している。
- 我々は、景気後退の明らかな兆しが見えるまでは日銀は追加緩和に踏み切らないとみており、景気対策としては追加補正予算の方が可能性が高いと考える。



出所: iStock

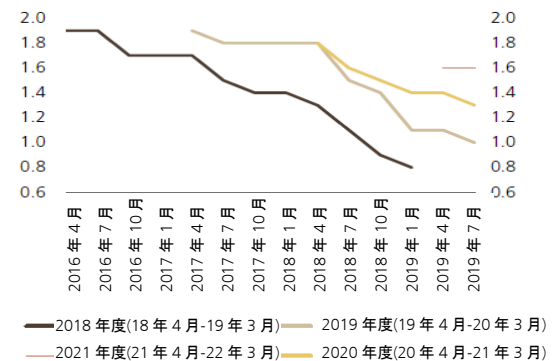
日銀は7月30日の金融政策決定会合で、先行き指針(フォワード・ガイダンス)を含め、金融政策の現状維持を決めた。エコノミストの3割が政策金利のフォワード・ガイダンスの想定期間延長を予想していた。ただし、日銀は、世界経済の下振れリスクの高まりを受けて、「特に海外経済の動向を中心に、経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、ちゅうちょなく追加的な金融緩和措置を講じる」との一文を公表文に付け加えた。また経済・物価情勢の展望(展望レポート)では、生鮮食品を除く消費者物価指数(コアCPI)の2019年度と2020年度の上昇率予測と、実質国内総生産(GDP)の2019年度と2021年度の成長率予測を引き下げた(図表1参照)。これを受けて30日午後の為替市場では、日本円が米ドルに対してその日の安値108.95から108.60へとやや上昇して引けた。

黒田総裁は金融政策決定会合後の記者会見で、今回の公表文には日銀の政策変更に必要な条件を明記したと述べた。また物価安定目標に向けたモメンタム(勢い)が損なわれる恐れが高まる場合には、ちゅうちょなく追加的な金融緩和を講じることも強調した。日銀は物価の基調的な変動を見極める指標として、需給ギャップおよび企業や家計の予想インフレ率を重視していく。10月の消費増税後の景気動向と、2019年下期の市場情勢を占う日銀短観が、追加緩和に踏み切るかどうかの判断において重要になると我々はみている。

## 追加緩和の可能性

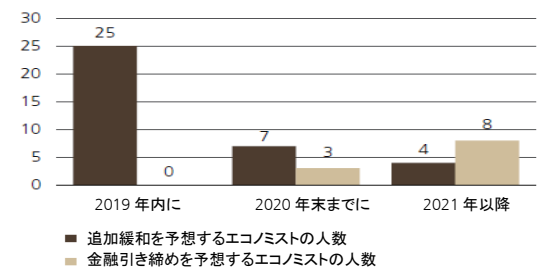
エコノミストを対象にした今回の調査で、年内の追加金融緩和予想は(フォワード・ガイダンスの想定期間の延長を含む)53%と、6月末時点の36%から上昇した(図表2参照)。しかし、我々は、景気後退の明らかな兆しが見えるまで日銀は政策変更を行わないとみている。過去にアベノミクスの下で日銀が追加金融緩和に踏み切った局面では、需給ギャップはいずれもマイナスだったが、現在は大幅なプラスが続いている(図表3参照)。足元の為替相場は大企業製造業が事業計画の前提とする想定為替レート(1ドル=109.3円)よりやや円高だが、ドル円も比較的安定している。

図表1: 日銀のコア消費者物価指数(CPI)予測の推移(前年同期比、%)



出所: 日本銀行、UBS、2019年7月現在

図表2: 日銀の追加緩和/金融引き締めに関する日本のエコノミストの予想(数字は人数)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年7月現在

# 日本経済

さらに最近の短観では製造業のセンチメントが急速に悪化しているが、非製造業のセンチメントは比較的底堅い(図表4参照)。安倍首相は6月10日の参院決算委員会で、日銀は雇用の観点ではすでに目標を達成していると述べ、当面日銀による追加緩和は必要ないとの考えを示唆した。我々は追加緩和が実施されるとは予想していないが、2019年下期に日銀がイールドカーブ・コントロールのフォワード・ガイダンスを変更し、想定期間を(現在の2020年春頃から2020年末に)延期したり、2%の物価目標が持続的に達成できるまでインフレ率と連動させたりするなど、現行の金融政策の一部を調整するリスクは残されていると考えている。

## 我々の見方

### 下振れリスクが高まった場合に追加緩和を行う可能性

我々は日銀が近い将来に追加緩和に踏み切るとは予想していない。しかしながら、仮に急激に円高が進むか、その他の経済指標が景気後退リスクを示唆すれば、金融機関の収益圧迫の副作用を緩和するために、10年国債金利の誘導目標をゼロ%程度で維持しつつ、短期金利を足元の-0.1から-0.3%へと引き下げる可能性がある。

しかし、このような事態に陥ったとしても、日銀が現在の国債買い入れ額と10年国債金利の誘導目標を維持することでイールドカーブを効果的にコントロールできる限り、国債やその他の資産の買い入れ額を増やす必要はないとみる。日銀はすでに国債の年間買い入れ増加ペースを、2016年ピーク時の80兆円から2018年には38兆円へと減らしている。国債買い入れ規模は、今後2019年末までに25-30兆円、2020年末までに15-20兆円へと、より緩やかなペースで縮小し、10年国債金利はゼロ%を若干上回る水準に上昇すると予想する(図表5参照)。

### 下振れリスクが高まった場合の日銀による政策オプション

下振れリスクが高まった場合にも、日銀にはまだ複数の政策手段が残されている。我々は、上述の通り、「オプション1」と「オプション2」(以下参照)の組み合わせが可能性として高いとみる。イールドカーブ・コントロールの副作用が金融機関にもたらす悪影響を緩和するために、日銀が銀行業株価指数連動型上場投資信託(ETF)や銀行債を買い入れる「オプション7」を選択することは想定しづらい。またイールドカーブ・コントロールが機能している限り、日銀が国債買い入れ額を増額するという「オプション8」の可能性も低い。

**オプション1:** イールドカーブ・コントロールのフォワード・ガイダンスを強化(期間の延長または実際のインフレ率に連動) - 比較的可能性が高い

**オプション2:** 10年国債金利の誘導目標をゼロ%程度に維持しつつ、政策金利を一段と引き下げる - 比較的可能性が高い

**オプション3:** マイナス金利を適用する超過準備残高を引き上げる - 可能性は中程度

**オプション4:** 足元のゼロ%程度の誘導目標は維持しつつ、現在許容している変動幅(+/-0.2%)に対して、実際に10年国債金利がさらに低下することを許容 - 可能性は中程度

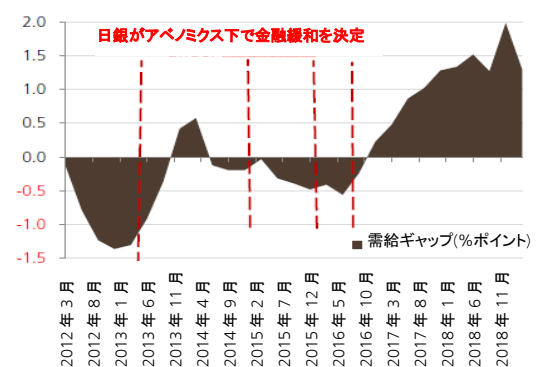
**オプション5:** 10年国債金利の誘導目標をゼロ%以下に引き下げる - 可能性は低い

**オプション6:** ETFや社債の買い入れペースを加速 - 可能性は低い

**オプション7:** 金融機関の収益性を下支えするために、銀行業株価指数連動型ETFまたは銀行債を買い入れる - 可能性は低い

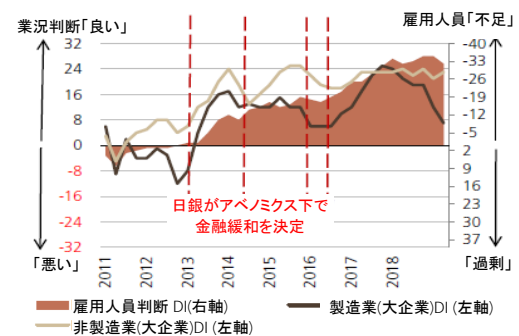
**オプション8:** 国債買い入れ目標額を引き上げて量的金融緩和(QE)を強化 - 可能性は低い

図表3: 日本の需給ギャップは大幅にプラス(%ポイント)



出所: 日本銀行、INDB、UBS、2019年7月現在

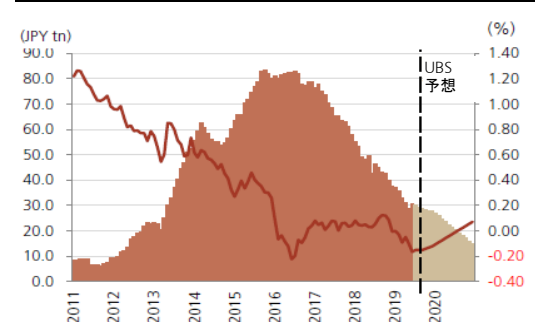
図表4: 日銀は製造/非製造セクターで短観が景気の深刻な悪化を示していた時に追加緩和を決定した業況判断DI



出所: 日本銀行、UBS、2019年7月現在

図表5: 日銀の国債買い入れペースと10年債の利回り

前年比増減(兆円、左軸)、%(右軸)



出所: 日本銀行、ブルームバーグ、UBS、2019年7月現在

## Appendix

### 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(UBS 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 証券株式会社(以下、「当社」)が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先である 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。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。UBS AG(以下、「UBS」)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、本レポート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、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。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。

### 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 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS 証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルズ・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大 1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%(税抜)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の手数料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。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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けます。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、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場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。

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 1%または 1 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 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

### 金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店、登録金融機関:関東財務局長(登金)第 605 号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・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 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。