

# 日本経済

日銀は追加緩和を見送り

2019年10月31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10月31日の金融政策決定会合で、金融緩和策を据え置く一方で、政策金利の先行き指針(フォワード・ガイダンス)を修正した。指針の見直しによって、長短金利の水準の更なる引き下げの可能性があることを明示したと考えられる。
- 「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、実質国内総生産(GDP)と生鮮食品を除く消費者物価指数(コアCPI)の見通しを下方修正し、こうした経済・物価見通しは下振れリスクの方が大きいとしている。一方で黒田総裁は、世界経済と国内景気はいずれ成長ペースが持ち直していくとの認識も示した。
- 2020年上期に米国や世界経済が大きく減速し始めるか、リスクオフムードにより急激に円高が進行した場合には、日銀は追加緩和に踏み切る公算が大きいと考える。



出所: iStock

## 政策金利の先行き指針(フォワード・ガイダンス)を修正

日銀は10月31日の金融政策決定会合で、政策金利の先行き指針(フォワード・ガイダンス)を修正した。一方で、短期金利を-0.1%、長期金利をゼロ%程度に誘導する現在の金融緩和策(長短金利操作)は据え置いた。また、資産買入れ額については国債の年間増加目標額を80兆円、上場投資信託(ETF)を6兆円で継続する。予想通りの内容であり、市場の反応は限定的だった。

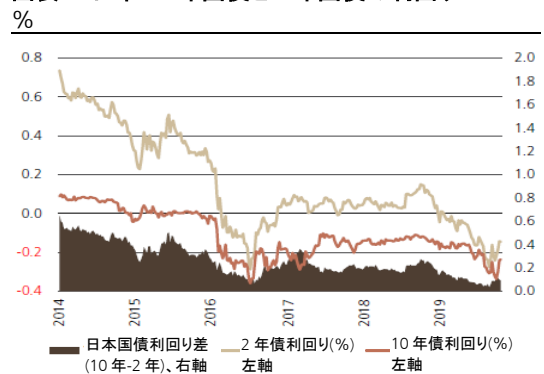
フォワード・ガイダンスについては、9月の公表文に盛り込まれていた「当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」との文言を削除した。

それに代わり「政策金利については、物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れに注意が必要な間、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している」に変更した。この表現は、1) 新たなフォワード・ガイダンスでは期限よりも経済情勢やインフレ状況を重視すると解釈することができ、2) 長短金利の水準の更なる引き下げの可能性があることを明示したと考えられる。

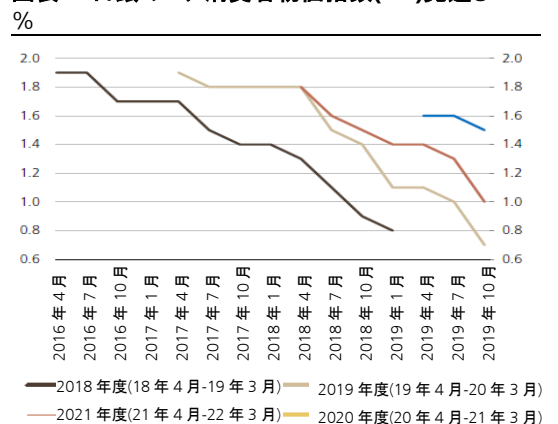
同時に発表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、先行きの成長率や物価上昇率の見通しを下方修正した。新たなGDP成長率予想は今年度、2020年度、2021年度がそれぞれ0.6%(7月の予想は0.7%)、0.7%(同0.9%)、1.0%(同1.1%)であり、コアCPIはそれぞれ0.7%(7月は1.0%)、1.1%(同1.3%)、1.5%(同1.6%)である(図表2参照)。

同レポートで日銀は、先行きの景気とインフレ率について「従来の見通しと比べると、成長率についてはいくぶん下振れしており(中略)リスクバランスをみると、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価については(中略)下振れている」と下振れリスクを強調している。

図表 1: 日本 10 年国債と 2 年国債の利回り



図表 2: 日銀のコア消費者物価指数(CPI)見通し



# 日本経済

## 状況が悪化すれば日銀は追加緩和に打って出るだろう

我々は今回の金融政策決定会合で日銀が追加金融緩和に踏み切ると予想していた。だが米中貿易紛争や英国のEU離脱(ブレグジット)等の政治的な緊張が和らいだことから、株式や為替市場でリスクオンが強まり、追加緩和は見送られた。しかし景気やインフレ見通しの下振れリスクを指摘することで、状況が悪化すれば対策を講じる可能性を示唆したものと我々は考える。

展望レポートでは景気やインフレ率の見通しの背景を説明しており、日本の輸出に対する下振れリスクが高まっていると述べている。米中貿易摩擦の拡大・長期化や新興国・資源国の景気減速を受けて、世界的に製造業の生産活動と貿易活動が悪化している。だが同時に日銀は、以下の通り海外経済を下支える明るい材料も指摘している。

- 中国の財政政策の効果が発現するまでにやや時間がかかっているが、今後徐々に現れてくると思われる。
- ITサイクルが次第に上昇局面に移行していくなかで、日本の情報関連輸出も、スマートフォン向けやデータセンター向けを中心に年末に向けて持ち直す兆しが見られる。
- 長期的には資本財の輸出高は緩やかに回復し、日本の資本財輸出も徐々に上昇基調に回帰するだろう。

2020年上期に米国や世界経済が大きく減速し始めるか、リスクオフムードから円が対ドルで105円台に急騰する場合には、日銀が一段の金融緩和策に踏み切る公算が大きいと考える。追加緩和の検討に当たっては、ドル円の水準よりも円高のペースが重要となってくるだろう。追加緩和に踏み切る場合、10年国債利回りの目標金利をゼロ近辺に据え置きつつ、短期金利を10~20ベースポイント(bp)引き下げられる可能性が高い。また、民間銀行の収益性に与える副作用を緩和するために、日銀が金融機関向けに貸出支援制度を再開させたり、マイナス金利が適用される超過準備を一部に限定する階層式当座預金を調整することも考えられる。

マイナス金利深掘りの可能性は高まっているが、民間銀行の収益性低下を軽減するために、日銀は利回り曲線のスティープ(傾斜)化を図る必要があるだろう。国債の買入れ増額ペースについては、すでに2015~16年のピーク時の約80兆円から9月には22兆円へと減額しており、来年末までにさらに5兆円まで引き下げると予想する(図表3参照)。一方、同期間のETFの年間買入れ額は6兆円で据え置かれるだろう。

次の政策決定会合は12月19日に予定されている。世界の経済および政治情勢と12月13日に発表される日銀短観が当面の焦点になる。10月1日に公表された日銀短観では、製造業のセンチメントが、過去に追加金融緩和策が講じられた水準と同程度にまで悪化していることが示されている(図表4参照)。さらに、非製造業のセンチメントも低下した。これは10月からの消費増税による影響を意識したためだと考えられる。大企業が事業計画の前提とする2020年3月末の想定為替レートは108.5円である(図表5参照)。

## 日本銀行と米連邦準備理事会(FRB)の今後の金融政策決定会合日程

<2019年>

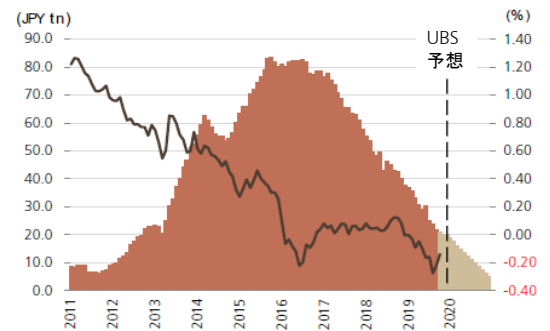
- 米連邦公開市場委員会(FOMC): 12月10-11日
- 日銀金融政策決定会合: 12月18-19日

<2020年>

- 日銀金融政策決定会合: 1月20-21日(「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」)
- FOMC: 1月28-29日
- FOMC: 3月17-18日
- 日銀金融政策決定会合: 3月18-19日
- 日銀金融政策決定会合: 4月27-28日(「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」)
- FOMC: 4月28-29日
- FOMC: 6月9-10日
- 日銀金融政策決定会合: 6月15-16日

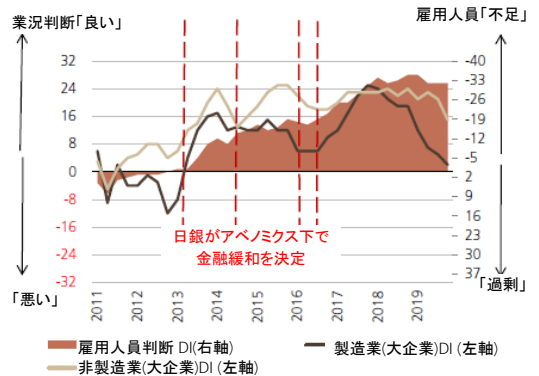
図表3: 日銀の国債買入れペースと10年債の利回り

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

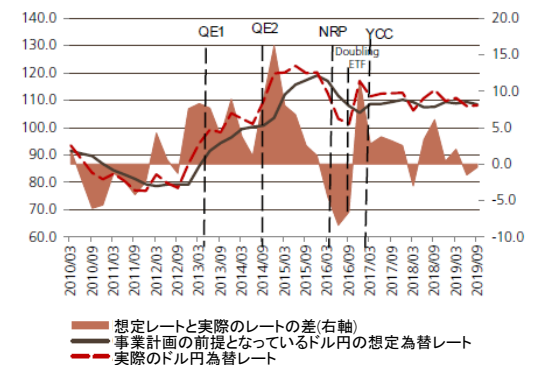
図表4: 日銀短観はセンチメントの大幅悪化を示唆 業況判断DI



出所: 日本銀行、UBS

図表5: 事業計画の前提となっているドル円の想定為替レートと実際の為替レート(製造業、大企業)

QE: 量的緩和  
NRP: マイナス金利政策  
Doubling ETF: ETF 買入れ額を増倍  
YCC: 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)



出所: 日本銀行、UBS

## 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 証券株式会社で作成したものです。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。