正常化に向かって踏み出す日本経済

情報提供資料
2023年2月27日

Topics

- 2023年は、世界の動きに遅れていた日本経済が正常化に向かって踏み出す年となりそうです。
- なかでも最も注目されるのは、総裁・副総裁が交代する日銀の金融政策です。交代後、早い段階で、操作対象である長期金利（10年金利）のコントロールについては修正が加えられると予想されます。短期金利は、操作対象をコールレートへ戻すことも視野に入れ、慎重に判断されるものとみられます。
- 金融政策が、諸外国と同様に、経済成長率や物価上昇率などのファンダメンタルズの見通しに基づいて、予測できる世界に戻ることが期待されます。

エコノミスト　飯塚　祐子

正常化に向かって踏み出す日本経済

2023年は、世界の動きに遅れていた日本が様々な分野で正常化に向かう年になりそうです。一つ目は、コロナ禍からの経済活動正常化です。昨年後半の感染拡大では、政府から活動制限は発出されず、2022年10-12月期には政府の旅行支援策の後押しもあり、サービス消費が回復しました。今年5月からは新型コロナの法的な位置づけが季節性インフルエンザ等と同等になる予定で、名実ともにウィズコロナが進みます。入国に際しての水際対策も緩和され、今年1月の訪日外客数は、約150万人と、過去最多であった2019年7月の約300万人の半分まで回復しました。

二つ目は、物価と賃金上昇の好循環が始まる公算が大きいことです。日本の消費者物価は、米国のコア基準とほぼ同じ生鮮食品とエネルギーを除いたもので、2023年1月に前年比+3.2%と、1990年のバブル期以来の伸びとなりました。物価上昇の背景は、輸入コスト等の増加を受けたコストプッシュで、伸び率は先行き鈍化していくことが見込まれます（図表1）。ただ、伸び率は鈍化したとしても、長らく続いたゼロインフレから脱却し、これを好循環につなげるには、次は賃金上昇を伴うかどうかにかかっています。今回は、物価上昇に対する生活防衛に加えて、人手不足もあいまって、労使ともに賃上げの機運が高まっています。今年の春闘では2022年（2%強）をはっきりと上回る賃上げ（当社は3%程度を想定）が期待されます。

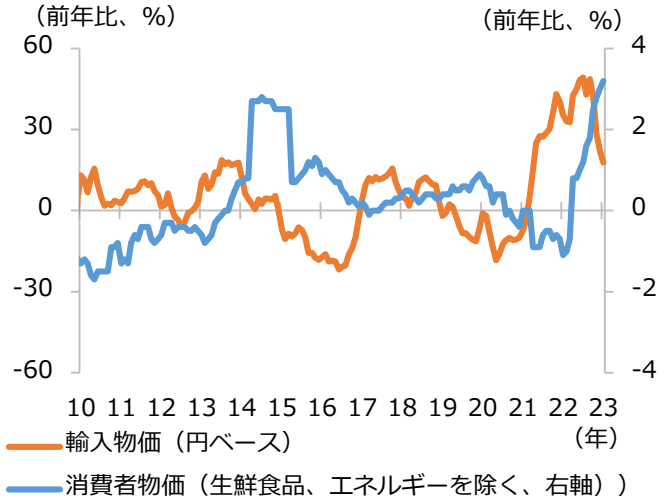
三つ目は総裁・副総裁が2023年3～4月に交代し、新体制となる日銀の金融政策です。植田総裁（経済学者）、内田副総裁（日銀の金融政策等の企画担当理事）、氷見野副総裁（元金融庁長官）が誕生する予定です。昨年12月以降、日銀が長期金利の許容変動幅拡大など緩和策の持続性を高める対策を打ち出しているにもかかわらず、米国の金融引き締めの長期化観測から、日本の金利にも上昇圧力がかかり続けています。2023年は、金融政策でも、異次元の大規模緩和から、新体制のもとで正常化へ向かって踏み出すことが見込まれます。

現行の複雑な金融政策の構造

今年、最も注目される日銀の金融政策をみるうえで、まず現在の複雑な構造を整理したいと思います。2013年の黒田総裁就任後、2%の物価安定の目標を2年で達成するとして、①2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入しました。目標達成が見通せない中、政策の枠組みは②2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」へ、③2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（図表2）へと変遷していきました。

次ページへ続く

図表1　消費者物価と輸入物価



期間：2010年1月～2023年1月（月次）
注：2014年4月、2019年10月は消費税率引き上げ
出所：総務省、日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2　長短金利操作付き量的・質的金融緩和の概要

（1）【長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）】
短期金利：日銀当座預金の政策残高に▲0.1%を適用
⇒日銀当座預金残高は3層構造
（プラス金利、ゼロ金利、マイナス金利）
マイナス金利適用額を調整（現在は5兆円程度）
長期金利：10年物国債金利が概ねゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行う
⇒許容変動幅を拡大（現在は±0.5%）
連続指値オペ・共通担保資金供給オペにて上昇を抑制

（2）【資産買い入れ方針】
ETF、J-REIT、CP、社債等の買い入れ
⇒　現在はETF、J-REITは必要に応じて買い入れ

（3）【オーバーシュート型コミットメント】
マネタリーベースの残高は、短期的に変動しうるが、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に２%を超えるまで、拡大方針を継続

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

Asset Management One　アセットマネジメントOne
商 号 等 ： アセットマネジメントOne株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第324号
加入協会： 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

金融市場調節の操作対象は、①と②ではマネタリーベースの増加ペースでしたが、③では長短金利となり、マネタリーベースの拡大方針は、オーバーシュート型コミットメントとして、いわゆる時間軸政策としての位置づけとなりました。このように金融緩和が長期化する中で、量と質と金利が複雑に絡み合う構造へと変化していきました。金利上昇圧力を抑え込むために、大量の長期国債を購入しており、それがマネタリーベースの拡大基調につながっているという構図です（図表3）。マネタリーベース残高を維持するということは、（他の資産の変動を考慮しない場合）①日銀の資産からみれば償還額を上回る長期国債の買い入れを継続すること（図表4）、②負債からみれば日銀当座預金残高を維持することと密接に関係しています。

長期化したYCCの評価

黒田総裁就任後の金融政策についての評価を、企業等へのアンケート調査でみますと、円高の是正や株価の底上げ、低金利環境による事業活動の下支えなど、初期の緩和策については評価されています。一方で、大規模な緩和を長期間続けたことについては厳しい意見もみられます。

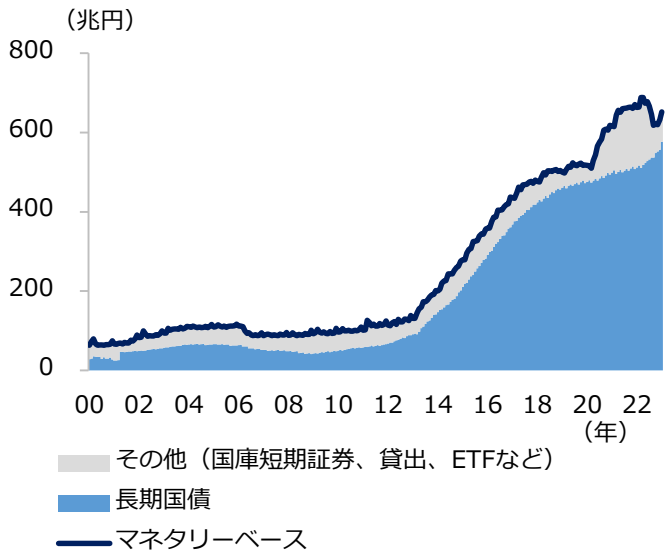
豪州準備銀行（RBA）は、コロナ禍で、日銀の長短金利操作（YCC）と類似したイールドターゲット（YT、政策金利と3年物国債金利）を導入しましたが、その終了は利上げ観測を織り込む市場に追い込まれた形となりました。RBAは、政策レビューを行い、ＹＴはターゲットが維持できるという信認が得られる短い期間にとどめるべきで、長期化には向かないことを指摘しています。また、経済が回復に向かう中ではＹＴは機能しなくなったとも述べています。

金融政策正常化へ向けた注目点

植田候補は、人事の国会承認前に日銀総裁にふさわしいかどうかを見極める所信聴取において、「現在の金融緩和は適切」と、政策の継続性に配慮した発言をしました。もっとも、「基調的な物価の動きに非常に好ましいものが出てきている。これが一段と改善し、2%に近づいていくことが見込まれれば、正常化を考えざるを得ない。逆の場合は副作用を軽減しながら緩和を続けていく」とも述べています。どちらにしても就任後、早い段階で、10年金利のターゲットについては修正が加えられるとみられます。その際には、修正方法（変動許容幅拡大や10年ターゲットの短期化あるいは廃止）だけでなく、金利急騰への対応や緩和姿勢の維持を示す方策が打ち出されるかどうかが注目されます。その意味で、長期国債等の買い入れ額に関わるマネタリーベース拡大方針の取り扱いにも注目しています。

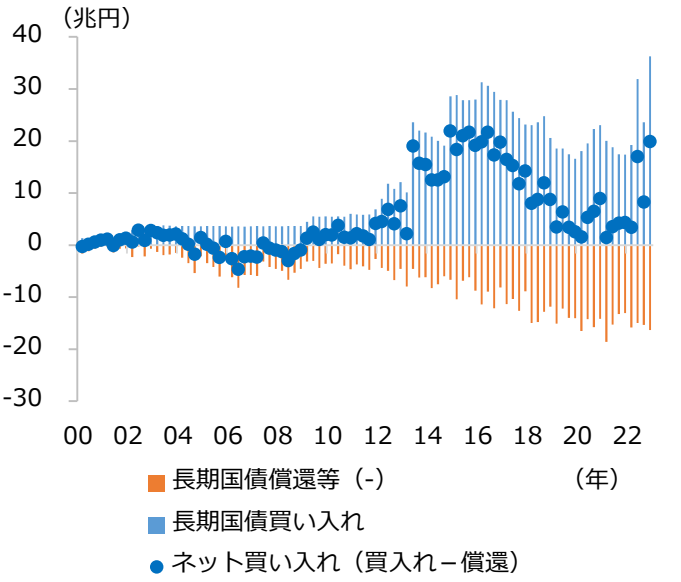
植田氏は、所信聴取において、金融政策を平時の姿に戻していくという言葉を使う場面がありました。平時の姿とは、金融政策の操作目標を諸外国と同様に、短期市場金利（日本では無担保コールレート翌日物）に戻すことを指すのではないかと考えます。植田氏は、物価上昇率が2023年度には鈍化する見通しを前提に、「今のところは物価の上昇率2%の目標にはまだ間がある」としています。海外の経済情勢に不確実性があることなども考慮すると、マイナス金利の解除は急がず、今年は維持される可能性が高いと考えます。また、マイナス金利解除と同時に短期金利の操作目標を約10年ぶりとなるコールレートへ戻すことを視野にいれているとすれば、短期金融市場の機能回復を含め、慎重に判断されるものとみられます。

図表3　マネタリーベース残高（日銀資産サイド）



期間：2000年1月末～2023年1月末（月次）
出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4　日銀の長期国債のネット買い入れ



期間：2000年1-3月期～2022年10-12月期（四半期）
出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

新体制では、四半期毎に発表される日銀政策委員による成長率や物価上昇率などのファンダメンタルズの見通しに基づいて、サプライズを避けつつ、市場と対話しながら進められることが期待されます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

- **投資信託に係るリスクについて**

  投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

- **投資信託に係る費用について**

  ［ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。］

  ■ **お客さまが直接的に負担する費用**

  購入時手数料：上限3.85%（税込）
  換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。
  信託財産留保額：上限0.5%

  ■ **お客さまが信託財産で間接的に負担する費用**

  運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

  ※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

  その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。