

日本経済

日銀は円安是正より円の安定に注力

2022年4月28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; 細野 光史、アナリスト

- 日本銀行は、指定した利回りで国債を買い入れる連続指値オペを毎営業日実施することを発表した。この発表は市場にとって予想外だった。日銀は、円安是正に導くよりも、国債利回りと円相場の安定に注力する模様だ。
- 実際に政策調整に動く直前までは、政策調整を行わないとする発言を繰り返す日銀の方策は理にかなっていると思われる。市場が金融政策変更の可能性を憶測し続けると、日銀は積極的に国債を購入しなければならなくなるからだ。
- 日銀は当面ハト派姿勢を維持するだろう。とは言え、米国債利回りが一段と上昇したり、もしくは賃金上昇と景気回復に伴って高いインフレ率が続けば、恐らく2022年後半から2023年前半にかけて、10年国債利回りの一段の上昇を許容せざるを得なくなる可能性がある。



出所: iStock

日銀は4月28日の金融政策決定会合で、市場の予想通りすべての金融政策を据え置きとした一方、国債を0.25%の利回りで無制限に買い入れる連続指値オペを毎営業日実施することを決定した。

この決定を受けて、10年国債利回りは0.245%から0.22%に急落し、ドル円レートは1ドル=128.6円からドル高円安方向に上昇し、20年以上ぶりに1ドル=130円を上回った。日銀が何らかのタカ派的な兆候を示すだろうとの見方が大勢を占めていたため、この決定は市場にとって予想外であった。

日銀は同日公表した四半期に1度の展望レポートにおいて、国内総生産(GDP)成長率見通しを、2022年度については+2.9%(1月時点では+3.8%)に下方修正、2023年度については+1.9%(1月時点では+1.1%)に上方修正した。また消費者物価指数(CPI)見通しを、2022年度については+1.9%(1月時点では+1.1%)に上方修正し、2023年度については+1.1%に据え置いた(図表1参照)。CPIの展望によると、政策委員は、最近のインフレ率上昇は主にエネルギー価格の高騰によるものであり、一時的なものにとどまるとの見方をしている。

図表1 – 日銀によるGDPとコアCPI見通し

日銀はインフレ高進は一時的との見方をしている

		2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
GDP	4月28日時点	+2.1	+2.9	+1.9	+1.1
	(1月22日時点)	+2.8	+3.8	+1.1	
コアCPI	4月28日時点	+0.1	+1.9	+1.1	+1.1
	(1月22日時点)	+0.0	+1.1	+1.1	

出所: 日本銀行、UBS

日銀の黒田総裁は会合後の記者会見で、エネルギー価格の上昇は一時的なものであり、物価上昇率が持続的に2%を達成するにはなお時間を要するとコメントした。

日銀は円安是正よりも金利と円相場の安定に注力

日銀は、1ドル=130円近辺の円安を是正するよりも、国債利回りと円相場の安定に注力するようだ。その達成に向け、指定した利回りでの国債の買い入れを毎営業日行う。黒田総裁は円相場の急激な変動は企業業績と経済見通しの不確実性を高めると述べた。

また、実際に政策調整に動く直前までは、政策調整を行わないとする発言を繰り返す日銀の方策は理にかなっていると思われる

日本経済

る。市場が金融政策変更の可能性を憶測し続けると、日銀は積極的に国債を購入しなければならなくなるからだ。

日銀のこの決定は、近い将来に金融引き締めが行われる可能性が低いことを示唆しているといえる。ただし、特に米国 10 年国債利回りが上昇すれば、日銀は円相場の安定のために、10 年国債利回りが上限 0.25% を超える水準に上昇することを許容するかもしれない。

実際に日銀は過去に 2 度、米国 10 年国債の利回り上昇を受け 10 年国債利回りが上限に近づいた時に、上限の引き上げを行っている(図表 2 参照)。賃金上昇と経済成長の再加速によりコア CPI 上昇率が高止まりした場合にも、日銀は利回り上限の引き上げに踏み切る可能性があるだろう。

図表 2 – 10 年国債利回りと日銀の利回り許容水準

日銀は過去に 2 度、利回りの許容水準を拡大している



出所: 日本銀行、UBS

日銀と政府の政策優先課題

日銀と政府の足元の政策優先課題は、円相場を安定させるとともに、現時点の脆弱な経済状況を考慮して、財政支出策を導入することにより副作用を緩和することだと我々は考える。

日銀は依然として円安が日本経済にとってプラスだと考えているが、一方で政府にとっては、供給逼迫が徐々に落ち着いてくる中で、エネルギー価格上昇と円安の副作用を緩和することが重要だ。

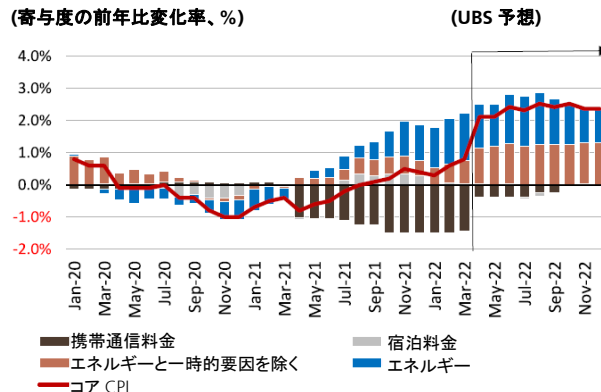
政府は 4 月 26 日、エネルギー価格と食品価格が上昇する中で、家計と中小企業の支出支援を目的に緊急経済対策(総額 6 兆 2,000 億円、対 GDP 比 1.1%)を発表した。

このことから、日銀の金融引き締め観測が時期尚早であることが示唆される。だが賃金上昇と健全な経済情勢に支えられて 2% 近くの高いインフレ率が確認されれば(図表 3 参照)、2022 年後半から 2023 年前半にかけて、10 年国債利回りの一段の

上昇を許容することで、イールドカーブコントロールを調整する可能性がある和我々は考える。

図表 3 – UBS によるコア CPI 見通し

コア CPI(エネルギーを含む)は 2% に達する可能性が高い



出所: MIC、UBS

また、短期的に 135 円ないしそれより高い水準に向けてドル高円安が加速すれば、7 月の参議院選挙を前に、日銀に対して政策を調整するよう求める政治的圧力が高まるかもしれない。

2023 年 4 月の黒田総裁の任期満了が近づくにつれ、市場は日銀の政策正常化に関する憶測を強めるだろう。政府は第 3 四半期(10-12 月期)から第 4 四半期(2023 年 1-3 月期)の間に黒田総裁の後任人事を提案するだろう。岸田総理大臣と鈴木財務大臣はともにリフレ政策を提唱していないため、この 2 人のスタンスを考慮すると、次期総裁は現総裁よりもハト派色の弱い人物になると我々は予想する。

日本経済

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)が作成したり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ます。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、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。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、直接的に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。

「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 1.76%(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

日本経済

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 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号