

日本経済

日銀はハト派姿勢の一方、財務省は為替介入を実施

2022年9月22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

- 物価の上昇と急速な円安にもかかわらず、日銀は主要な金融政策を据え置いた。堅調な賃金上昇と GDP ギャップの縮小に支えられた持続可能なインフレが認識されない限り、日銀が金融政策の引き締めには動かないと我々は考える。
- 日銀への政府からの政治的圧力は限定的のようだ。むしろ政府は円安を利用してインバウンド消費を通じた国内経済活性化につなげてゆくとともに、補正予算を通して家計支出へのマイナスの影響を緩和したいと考えている。
- 145 円を上上げる急速な円安に対応するため、財務省は 1998 年以降で初となる円買い介入を行った。しかし、過去日銀の政策支援のない単独介入で為替変動の方向性が変わったことはない。



出所:iStock

急速な円安にもかかわらず、日銀は 9 月 22 日の金融政策決定会合で、大方の予想通り主要な金融政策を据え置いた。短期政策金利をマイナス 0.1%、10 年国債利回りについては上限を 0.25%として 0%程度に抑え込むイールドカーブ・コントロールはすべて維持された。金融政策のフォワードガイダンスも変更されなかった。

日銀が新型コロナ対応金融支援特別オペレーション(コロナオペ)を、直ちに終了させるのではなく、段階的に終了するとの決定を行ったことはやや予想外だった。メディアは以前、日銀がコロナオペを 9 月に即時終了するだろうと報じていた。

記者会見での黒田日銀総裁の口調は以前と変わらず、市場にハト派姿勢を印象付けた。黒田総裁は、利上げを行う必要性も、当面フォワードガイダンスを変更する必要性もないとした上で、「当面」とは向こう 2~3 年の意味だと付け加えた。また、現在の高いインフレ率(消費者物価コア指数(コア CPI)は前年同月比 2.8%上昇)は望ましくなく、着実な賃金上昇を伴っておらず、GDP ギャップも縮小していないため、持続可能ではないと述べた。そして日本経済は依然として新型コロナ危機からの回復途上にあり、日銀にとっては緩和的な金融政策を維持することが重要だと強調した。

日銀が行動に出るには賃金上昇が鍵となる

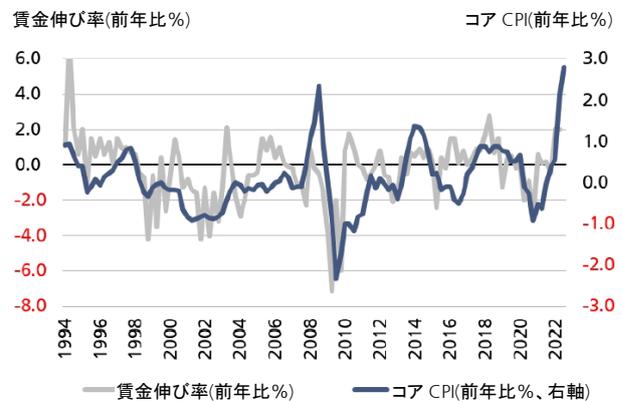
8 月の全国 CPI 上昇率は前年同月比で 3.0%(生鮮食品を除くコア CPI 上昇率は同 2.8%)となり、市場予想を上回った。CPI 上昇率が 3%に達するのは 1991 年 11 月ぶりのことだ。しかしながら総合インフレ率のうち、1.3 ポイントはエネルギー、1.2 ポイントは食品が寄与したものであり、どちらの要素も円安と、やや時間差で世界的なコモディティ価格の影響を大きく受けたもの

だ。この 2 つを除けば、CPI 上昇率は前年同月比 0.5%にとどまる。

持続可能な 2%のインフレ率を達成するには、賃金上昇が堅調(約 3~4%)であることと、GDP ギャップが十分にプラスであることが必要である。現在、賃金上昇率は前年比約 2%にとどまり(図表 1 参照)、GDP ギャップは 2022 年第 2 四半期(4-6 月期)時点で 2.7%の大幅マイナスである。家計のインフレ期待は依然としてかなり弱い。円安が急速に進行するなかでも、日銀は当面金融政策を据え置くと予想される。

図表 1 – インフレが 2%となるには 3~4%の賃金伸び率が必要

賃金伸び率とコア CPI 伸び率



出所: Haver, UBS

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 remains dovish but MoF moves on FX intervention”(2022年9月22日付)を翻訳・編集した日本語版として 2022年9月26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。

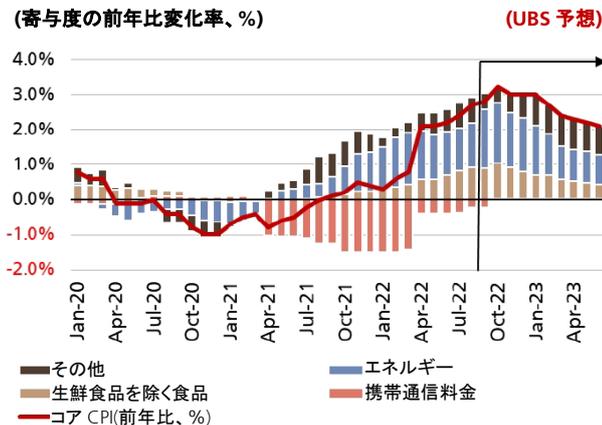
日本経済

経済の回復が進むなか、2023年には賃金上昇率が2~3%に上がり、GDPギャップは国内成長と今秋に決定される見通しの補正予算にも支えられてプラスに転じると予想する。コアCPIは、2023年前半は2%を上回って推移するだろう(図表2参照)。これによって日銀は2023年半ばに、10年国債利回りの上限を現在の0.25%から引き上げることでイールドカーブ・コントロール(YCC)の調整を行う可能性がある。しかしながら、2023年を通して、短期金利の引き上げやYCCの終了など、本格的な金融引き締めは動くとは思わない。

2023年4月に予定される次期日銀総裁の就任が金融政策の方向性に影響を及ぼすかもしれない。政府は年末までに後任候補者を提案すると予想される。有力候補は2人いる。1人目は現副総裁で黒田総裁に考え方が近い雨宮正佳氏、もう1人は前副総裁で、市場参加者からは相対的にタカ派とみられている中曽宏氏だ。

図表2 - コアCPIは当面2%超で推移の見通し

コアCPI(生鮮食品を除く)、項目別寄与度(%ポイント)



出所: 総務省、Haver、UBS

政府が日銀に政治的圧力をかける可能性は低い

政府と岸田総理大臣は、円安に関する国民からの批判と、為替の急速な動きに関して高まる懸念に直面している。これは、日本の総雇用者の83%が非製造セクターに属しているためである(一方、東京証券取引所プライム市場の時価総額の51%は製造セクターが占める)。帝国データバンクの調査では、60%超の企業が最近の円安は自社の活動にマイナスの影響を及ぼしていると回答した。

22日の記者会見で、黒田総裁は政府が日銀に円安への対応を要請するとは思わないと述べ、その可能性は低いと付け加えた。したがって、政府または岸田首相から日銀への政治的圧力は、ここ最近では高まっていないように思われる。

岸田首相は日銀に円安対応を求めるかわりに、10月からの入国規制緩和を発表し、中小企業と低所得者の支援を目的とした補正予算(3兆5,000億円、GDP比0.6%)の一部を公表した。

岸田首相は円安を利用してインバウンド消費による日本経済活性化と輸出企業支援を行い、補助金を通して中小企業と家計支出へのマイナスの影響を緩和したいと考えているようだ。新型コロナ危機前は、年間のインバウンド消費額は5兆円(GDP比0.9%)だった。インバウンド消費の回復は経済成長を下支えし、一段の円安をある程度抑える。政府は1カ月以内に補正予算案の全体像を発表するだろう。一部のメディア報道によると、その規模は15兆円前後(GDP比3%)と予想される。

日銀の政策支援のない単独介入が為替の方向性を変える可能性は低い

ドル円が145円をつけた後、財務省は為替介入の実施を決定した。ドル売り円買い介入を行うのは1998年以降で初めてだが、単独介入であり、他国との協調介入ではないようだ。この動きは一段の急速な円安を一時的に食い止めるかもしれないが、為替レートの方向性を変えるとは思わない。

日本が過去に行った為替介入の経験から考えれば、米国などとの協調介入は、為替の方向性に明白な影響を及ぼしたことはある。しかしながら、日本の単独介入の場合は、日銀による金融政策支援があった場合でも、状況を大きく変えることはなかった。

例えば、1999年~2000年、2003年~2004年に、日本は日銀による緩和的な金融政策の下でドル買い円売りの単独介入を実施した。これらの介入は一段の円高を防いだかもしれないが、円高の状況を変えることはできなかった。

今回はグローバル市場と日本との拡大する金利差、日本の経常収支悪化、弱いインフレ期待など経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)から、円安の状況が当面続くと考えられる。

図表3 - 過去の日本の単独介入は為替の基調を変えられなかった

為替介入の月額とドル円レート



出所: 財務省、Haver、UBS

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のではなく、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、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 2022 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

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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号