


# ドル円

長期トレンド 

## 金利の柔軟性と金融緩和の持続性を高める

2018年7月31日

Chief Investment Office WM

Daiju Aoki, Regional CIO Japan; Teck Leng Tan, CFA, Analyst

- 日本銀行は7月31日の金融政策決定会合で、従来の金融政策の枠組みを若干変更し「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した。
- 今回の調整により、長期金利(10年国債利回り)の上昇と、結果としての円高を容認することとなった。しかし、日銀はハト派的なトーンを強めたことで、市場の過剰反応を抑えることに成功した。
- 我々はドル円の3カ月、6カ月、12カ月予測をそれぞれ1米ドル=110円、107円、105円に据え置く。最近の113円を超える上昇を受け、日銀は金融政策の正常化に舵を切る意向を固めた模様である。

### 長期金利上昇へのドアを開く日銀

日銀は7月31日の金融政策決定会合で、従来の金融政策の枠組みを若干変更し「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した。今回の調整は金融引き締めに向けた動きであり、中期的には日本円にとっての好材料だと我々はみている。もっとも、日銀は同時にハト派的な表現も加え、政策の微調整に対する市場の過剰反応を抑えることに成功した。とはいえ、今回の日銀の決定によって、10年国債利回りが今後緩やかに上昇に向かうためのドアが開かれたことは確かで、中期的には円高が進むことになろう。以下にいくつかの重要ポイントと我々の見解を示す。

- 日銀は「当分の間、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」と述べ、政策金利のフォワードガイダンス(中央銀行が将来の金融政策の変更に関する情報を提供すること)を導入した。我々は、日銀が今後フォワードガイダンスを駆使しながら政策調整に対する市場の過剰反応を回避していくとみている。
- 日銀は10年国債利回りの目標を「ゼロ%程度」に維持したが、その取引レンジを従来の +/- 0.1% から +/- 0.2% へと2倍に広げると述べた。日本の経済成長率とインフレ率が中期的には回復するため、10年国債利回りは今後低下するよりも上昇する確率の方が高いだろう。したがって、日本国債の利回り上昇が円高を支えると思われる。
- 日銀は短期金利を-0.1%に維持したが、マイナス金利が適用される政策金利残高を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準(10兆円程度)から減少させることを目指す。マイナス金利適用資金を減らすのだから、これは「密かな利上げ」とも捉えられよう。
- 日銀は消費者物価指数(CPI)の見通しも、2018年度(2019年3月期)が前回の1.3%から1.1%へ、2019年度が1.8%から1.5%へ、2020年度が1.8%から1.6%へといずれも下方修正した。我々は、この見通しの変更により、日銀はインフレ率の回復にはまだ時間がかかることを認めたのであり、なお一層の金融緩和策を取ることを示唆したものではないとみている。記者会見で述べられた通り、黒田総裁は現時点では追加の金融緩和策の必要性があるとみていない。

### 投資見解

- 日本の経済環境が改善し、日銀がいずれ金融政策の正常化に動くことを踏まえると、今後は円高に動く可能性が高い。
- 1米ドル=113円を超えたことで日銀は金融政策の正常化の意向を固めたと判断している。したがってドル円は下落(円高)リスクの方が高い。
- 我々の見解に反してドル円が上昇に向かう(円安方向に動く)主なリスクは、米国のインフレ率の急騰または米国金利の大幅な上昇だろう。

### 為替レート予想:ドル円

31.Jul.18	in 3 m	in 6 m	in 12 m	PPP*	TEEER*
111.00	110	107	105	74.0	70.0

トムソンロイター、Macrobond、UBS 算出。\*購買力平価(PPP)はそれ自体予測ではなく、為替レートの長期均衡で UBS 算出。トレンド推測均衡為替レート(TEEER)は PPP の今後3年の予測値。

図表 1: ドル円は一時 113 円を超えたが、日銀の金融政策決定を前に上昇分は打ち消された

### ドル円レート



出所: ブルームバーグ、UBS、2018年7月31日現在

### 図表 2: 米ドルの長期推移と適正レート

購買力平価(PPP)とトレンド推測均衡為替レート(TEEER)



出所: ブルームバーグ、UBS、2018年7月31日現在

### ファンダメンタルズの影響

	Curr	GDP F	CPI F	3MLibor (1)	10YYield (1)
2018 USD	2.9	2.4	2.6	2.6	2.9
2019 USD	2.8	2.0	NA	NA	NA
2018 JPY	1.5	1.2	0.2	0.2	0.2
2019 JPY	1.1	2.1	NA	NA	NA

注: F=予想、(1) 年末値

出所: UBS

## Appendix

### 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIO ウェルスマネジメントリサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会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、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、ウェルス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

© 2018 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。