



## 日銀の金融政策：為替が及ぼす影響



2023年6月20日



橋本 雄介

アライアンス・バーンスタイン株式会社  
債券運用調査部長

ブラッド・ギブソン

アライアンス・バーンスタイン・オーストラリア・リミテッド  
アジア太平洋債券ヘッド

日本銀行(日銀)の法的なマנדートが物価安定であるならば、足元の物価上昇が政策変更につながっていないのはなぜなのだろうか? 本稿では、日銀が何を見ているのか、何が起きれば政策変更があり得るのか、検討してみたい。

### 2%の物価上昇目標の達成は難しかった

日銀は、2013年以来、消費者物価指数(CPI)の前年同月比2%を物価安定の目標として掲げている。2023年4月のCPIは総合指数で3.5%、生鮮食品及びエネルギーを除く「コアコア」総合指数で4.1%の上昇となつて

おり、目標を大きく超えているが、日銀は2023年6月の政策決定会合ではマイナス金利政策、イールドカーブコントロール(YCC)政策のいずれに関しても現状維持を決定した(以前の記事『[日銀も金融政策変更に踏み切るか?](#)』ご参照)。実質賃金の上昇圧力が弱いことを理由に挙げ、直近の物価上昇は一時的なものであると判断した4月の決定会合から大きな変更はなかった。

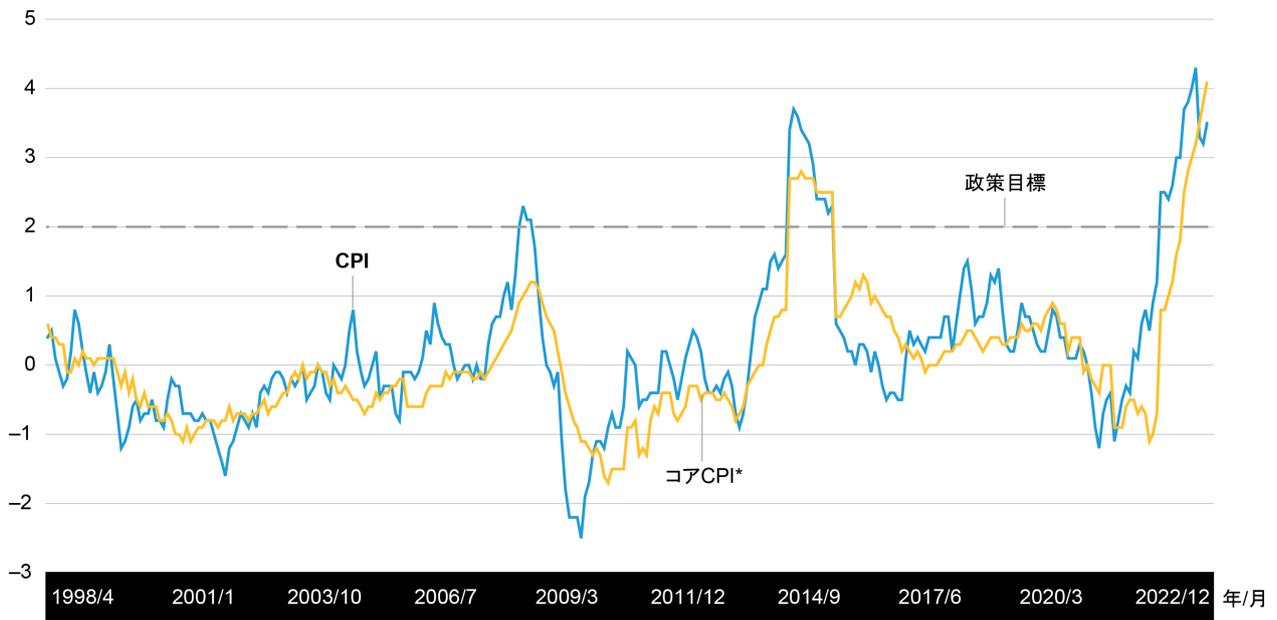
実際、過去の歴史を見ればその見立ては正しいようにみえる。度重なる金融緩和策にも関わらず、ここ25年で物価上昇率が2%を上回ったことは、消費税引き上げ直後の特殊要因を除けばほとんどない(次ページの図表1)。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2023年6月20日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 日本の物価は長年にわたり低迷  
日本のCPI(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
\*コアCPIは生鮮食品・エネルギーを除く総合指数。  
2023年4月30日まで  
出所:ブルームバーグ

また、諸外国の直近の物価動向も今後の日本の見通しの参考になる。過去のインフレ率のサイクルを見ると、米国が先行し、そしてヨーロッパや日本がラグを伴って追

随していることが見て取れるからだ。足元では、米国のインフレが既にピークアウトしていることから、ヨーロッパや日本でもほどなく落ち着くことが予想される(図表2)。

【図表2】 日本のインフレ率は米国の後追いとなる傾向  
CPI(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
\*日本のCPIは生鮮食品・エネルギーを除く総合指数。  
2023年4月30日まで  
出所:ブルームバーグ

では、日銀の金融政策には変更の余地がないのだろうか？そうとは言い切れない要因があるため、詳細に見ていきたい。

### 為替に翻弄されてきた日銀

食料及びエネルギーの自給率が低い日本では、天候や市況など外的要因に左右されやすい生鮮食品とエネルギーを除いた「コアコア」CPIでさえ原油やコモディティ価格の影響を強く受けるのだが、このため円建てコモディティ価格は最も単純な物価の先行指標となる(図表3)。

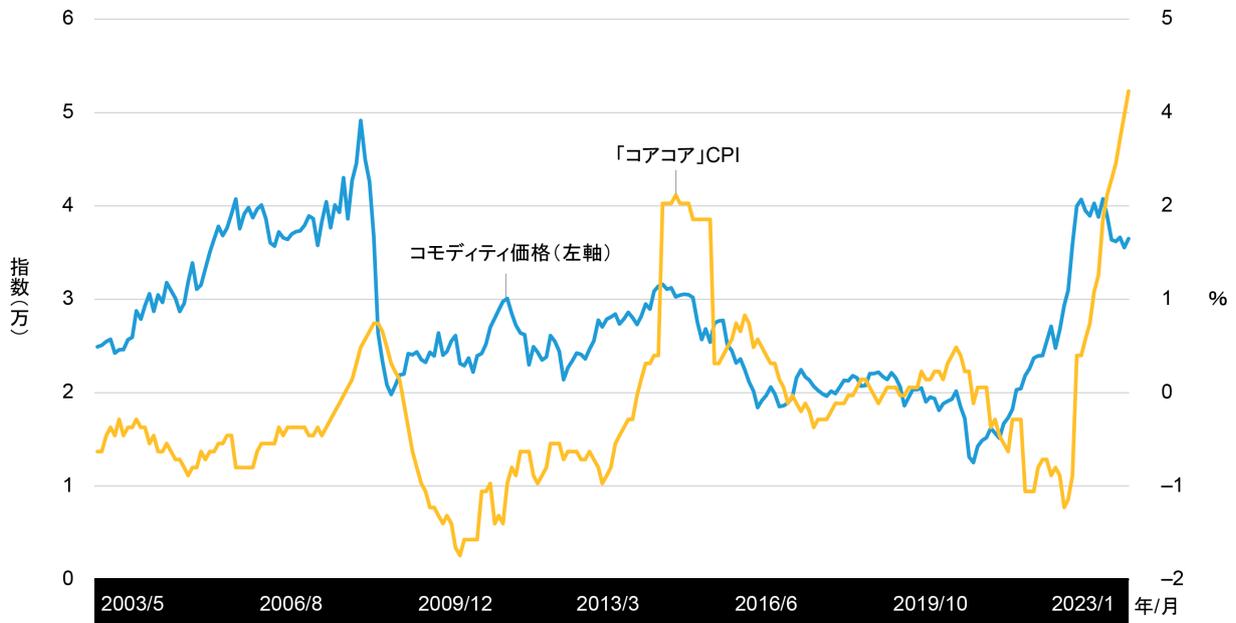
この円建てコモディティ価格を米ドル/円の為替レートと米ドル建てコモディティ価格に分解すると、グローバル経済の中で決定されるドル建てコモディティ価格は所与のものであるので、結果として為替レートが常に世間から注目されてきた。日銀の金融政策は為替に翻弄されてきた歴史でもあるのだ。実際、2022年に起きたことを振り返ってみると、10月に米ドル/円レートが1990年以来の150円に到達、11月に政府が日銀に柔軟な対応を求め、12月にマーケットが予期しないタイミングで日銀がYCC政策における長期金利の変動幅の拡大に踏み切った。これを見る限り、日銀の行動の主因は為替で

あり、ロイターを始めとするメディアもそのように報道している(ロイターの記事ご参照)。

また、当然のことであるが、政府は生活コストの上昇につながる円安には敏感であり、為替が政治問題化することを避けようとする。言い換えれば、日銀にとって為替の安定は物価安定のために必要なだけでなく、政治的な安定のためにも必要なのである。

そこで、現在の為替市場を取り巻く状況を検証すると、円安のリスクが無視できないものであることが明らかだ。経常収支は黒字で円の信認に関しては問題ないが、黒字の主因である所得収支の大部分を占める海外事業所得や利子・配当所得は海外で再投資される部分が大きいため、そのまま全額円を買う要因とはならない。一方で、今や構造的なものとなった貿易収支の赤字はほぼ円売りの材料となる。最近はまだ、ボラティリティの低下と金利差の拡大を受けて、金利差に着目したキャリートレードに適した環境が整いつつあり、これも円安要因となる。そして直近盛り上がっている海外投資家による米ドル・ベースの日本株投資(為替ヘッジのための円売りを伴う)の人気は、加速すれば円安要因となり得る。

【図表3】 円建てコモディティ価格はインフレの先行指標  
レフィニティブ・コア・コモディティCRB超過収益インデックス(円換算)対 日本の「コアコア」CPI



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2023年4月30日まで  
出所:ブルームバーグ

## 投資家への道標

これらの状況を踏まえると、マイナス金利政策を温存しつつYCCの撤廃をする金融政策変更の可能性は十分にある。特に米ドル／円が現在の140円近辺から再び150円に向かう状況になれば、日銀に対する圧力は高まるだろう。実際にYCC撤廃ということになれば、キャリートレードの巻き戻しも生じ得るため、130円辺りまで

戻る可能性もある。また、日本国債10年物の金利は現在の0.4%から0.8%程度への上昇を見込んでいる。

日銀は、為替レートが金融政策変更の主因となり得る中において2%の物価上昇目標達成の舵取りをしなければならない難しい状況にある。一方で、国債市場の投資家にとっては、為替レートを道標にして好機を見出すことが可能な市場環境になっていると言えるだろう。

【ご参考】金融政策のインプリケーションについては、以前の記事『[円金利の復活は外債投資を変えるのか？](#)』もご参照ください。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。