

# 日本経済

日銀、追加緩和で企業下支え

2020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.com](mailto:daiju.aoki@ubs.com); 細野光史

- 日銀は27日、金融政策決定会合を開き、大方の予想通り、追加の金融緩和策を決定した。主な変更点は、1) 国債の無制限買い入れ、2) コマーシャルペーパー(CP)と社債買い入れの増額、3) 新型コロナウイルス対応金融支援特別オペの拡充、の3点である。
- CP・社債等の買い入れ枠拡大によりクレジット市場は下支えられるだろう。また、新型コロナウイルス対応金融支援特別オペの利用残高に相当する当座預金へのプラス金利の付利は、民間金融機関の収益改善を後押しするだろう。だが為替市場への影響は限定的とみられる。
- 同時に発表した経済・物価情勢の展望では、2021年度と2022年度の物価見通しを依然として比較的楽観的に予想しているため、年後半に下方修正される可能性が高い。よって、日銀は、当面、金融緩和政策を続けざるを得ないだろう。

日銀は27日、金融政策決定会合を開き、大方の予想通り、追加の金融緩和策を決定した。主な変更点は、1) 国債の買い入れ額を無制限とし、従来の80兆円の年間買い入れ額を撤廃、2) CPと社債の買い入れ枠を、3月に発表した7.4兆円から9月末まで20兆円に拡大するとともに、発行体ごとの買い入れ限度額を緩和し、買い入れ対象とする社債の残存期間も延長、3) 新型コロナウイルス対応金融支援特別オペの対象担保範囲を従来の8兆円から23兆円へと拡大し、利用残高に相当する当座預金にプラス金利を付利する、の3点である。短期金利を-0.1%、10年国債金利を0%程度で維持する現状の長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)は、予想通り据え置くことを決定した。

同時に発表した経済・物価情勢の展望では、国内総生産(GDP)と生鮮食品を除く消費者物価指数(コアCPI)の2020年度予想を大幅に引き下げたが、2021年度と2022年度の見通しは我々の予想と比べて依然として楽観的である(図表2参照)。

CPと社債の買い入れ枠の拡大は、クレジット市場をある程度下支える効果が見込めるだろう。また、新型コロナウイルス対応金融支援特別オペの利用残高に相当する当座預金へのプラス金利の付利は、民間金融機関の収益改善を後押しするだろう。だが、国債購入上限の撤廃が、実際の買い入れペースの加速と必ずしも同義ではないことを為替市場は理解しているため、ドル円への影響は限定的とみられる。また、国債買い入れ額が多少増加したとしても、イールドカーブ・コントロールを行っている為、国債利回りを低下させるわけではない。

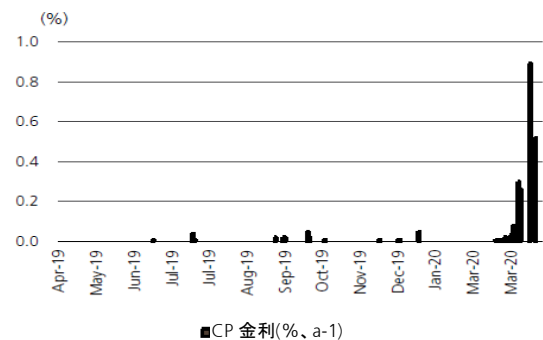
我々は、今回の日銀の政策決定による市場への影響を、以下のよう

1. 国債購入の上限撤廃で、実際の買い入れペースが急激に早まることはない。現状の上限は年間約80兆円だが、足元の日銀の国債購入ペースは年間15~20兆円で推移している(図表3参照)。政府の大型緊急経済対策の財源として追加発行される国債は25兆円にすぎず(図表4参照)、日銀が国債を大幅に買い増さなくても市場で十分に消化できる。政策決定会合後の記者会見で黒田東彦総裁は、政府の大型経済



出所: iStock

図表 1: CP(コマーシャルペーパー)の金利 %



出所: 証券保管振替機構、UBS、2020年4月27日現在

図表 2: GDP および CPI の見通し 前年比

	日銀最新見通し	日銀 1 月時見通し	UBS 予想
実質 GDP			
FY20	-5.0% ~ -3.0%	+0.8% ~ +1.1%	-5.5%
FY21	+2.8% ~ +3.9%	+1.0% ~ +1.3%	2.5%
FY22	+0.8% ~ +1.6%	-	-
コア CPI			
FY20	-0.7% ~ -0.3%	+1.0% ~ +1.1%	-0.2%
FY21	0.0% ~ +0.7%	+1.2% ~ +1.6%	-1.2%
FY22	+0.4% ~ +1.0%	-	-

出所: 日銀、UBS、2020年4月27日現在

# 日本経済

対策で国債が増発されることを踏まえ、長期金利の上昇をけん制するために、日銀は買い入れ上限を設けずに必要な額を購入する、と表明した。

2. CPと社債の買い入れ枠の増加は、クレジット市場を下支えするとみられる。新たな購入限度額に基づく日銀の市場シェアは、CPが現在の15%から約45%に、社債は現在の4%から約10%に上昇する(図表5参照)。だが、日本は直接金融よりも間接金融の割合が高く、日本全体のクレジット市場に与える追加的な影響は限定的だろう。日本のCPと社債の発行残高は約120兆円だが、民間金融機関の貸出残高は約400兆円に上る。

3. 新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充自体の影響は限定的とみられるが、対象金融機関を広げ、借入残高に相当する当座預金に+0.1%の金利を付利し、対象適格担保範囲を家計債務を含めた民間債務全般に広げた。これにより、民間金融機関が参加しやすくなるうえ、銀行の収益にもプラスになるだろう。黒田総裁は、新型コロナ特別オペの拡充にあたり、緊急経済対策を打ち出した政府と協調して中小企業の支援を行う姿勢を強調した。

## 日銀の追加金融緩和シナリオ

日銀が同時に発表した経済・物価情勢の展望では、2021年度と2022年度についての景気見通しを比較的楽観視しているため、年後半に下方修正される可能性が高い。我々は、現時点では追加緩和を予想していないが、日銀は、当面、金融緩和政策を続けざるを得ないとみている。

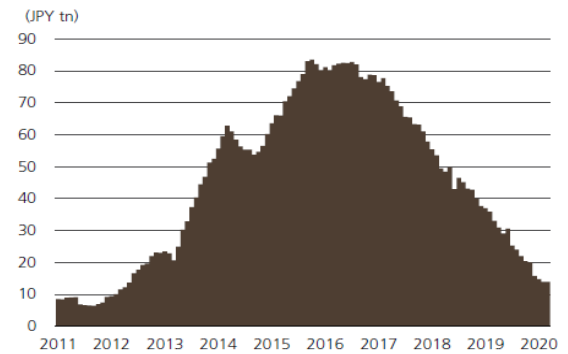
仮に景気が一段と悪化した場合でも、日銀はまだ追加緩和策を講じる余地がある。4月の日銀短観によると、大企業製造業が2020年の事業計画の前提とする想定為替レートは1ドル=108円であり、急激な円高に進む場合には追加金融緩和に踏み切る公算が大きい。その場合の手段としては、上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(REIT)、CP、社債といったリスク資産を買い増す可能性が最も高い。3月に日銀がETF購入額を倍増した際には、株式市場にある程度の下支え効果が働いた模様だ(図表6参照)。

だが、政府が国債の大量増発を決定するか(麻生財務大臣の政策スタンスを踏まえると考えにくい)、日銀が金利の深掘りに踏み切らない限り、国債買い入れペースを大幅に拡大することは難しいだろう。円が急騰するような場面があれば金利を深掘りする可能性はあるが、民間金融機関からの激しい反発が予想されるため、日銀にとって難しい判断になるとみられる。

## 金融機関の貸出態度が鍵を握る

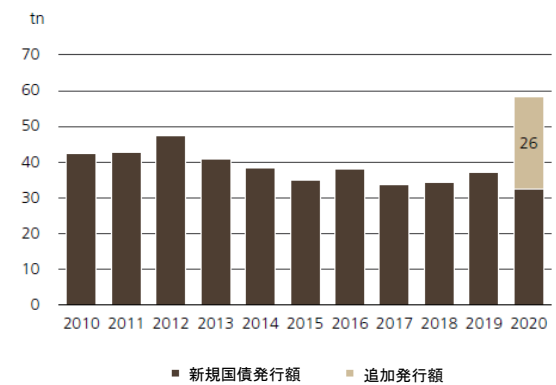
全国的なソーシャル・ディスタンス(対人距離の確保)の実施による需要の急減で、政治的な注目は企業の信用リスクに向けられている。無秩序な企業のデフォルト(債務不履行)を回避するには、民間金融機関の貸出態度が重要になる。4月の日銀短観では、企業の貸出態度判断(DI)は引き続き非常に緩和的で(図表7参照)、今回の日銀の追加金融緩和も銀行貸出を一段と後押しするとみられる。銀行貸出態度判断DIが今後厳格化方向へ推移した場合は、将来的な追加金融緩和の引き金になりうると考える。

図表 3: 日銀による国債の購入ペース  
1兆円



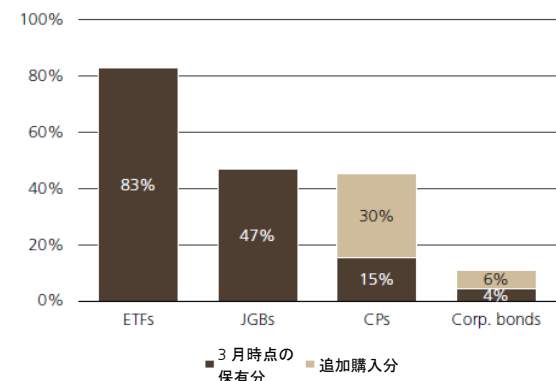
出所: 日銀、UBS、2020年4月27日現在

図表 4: 新規国債発行額の推移  
兆円



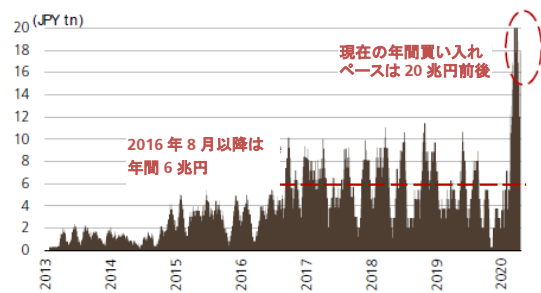
出所: 財務省、UBS、2020年4月27日現在

図表 5: 日銀の保有資産  
市場シェア(%)



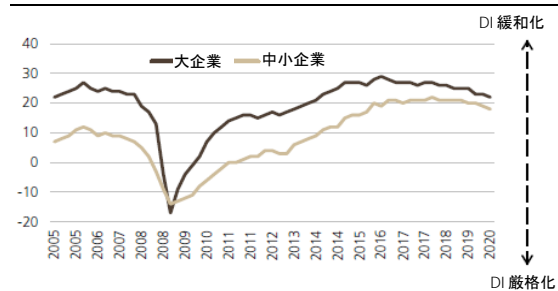
注記: 国債の保有シェアは2019年12月時点  
出所: 財務省、証券保管振替機構、投資信託協会、UBS

図表 6: 日銀による ETF 購入ペース  
兆円



出所: 日銀、UBS、2020年4月27日現在

図表 7: 金融機関貸出態度判断 DI



出所: 日銀、UBS、2020年4月27日現在

# 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 証券株式会社(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もありません。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。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。

UBS 各社(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、本人または代理人等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ます。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。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。

## 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

当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 1.10%(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。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、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)(最大 2.34%(税込・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)の運用報酬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。

## 日本経済

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。

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。

© UBS 2020 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。

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