

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
ストラテジスト



日銀金融政策決定会合と円安加速について

4月の日銀金融政策決定会合後に円安がさらに進行したことを受け、市場では為替介入とみられる動きがありました。足元の円安加速の背景としては、日銀の金融政策が現状維持であったこと、植田総裁の発言内容、米国にインフレ再加速懸念がある中、米国の利下げ期待が後退したことなどが挙げられます。円安に必ずしも金融政策で対応すべきではありませんが、日銀の情報発信に工夫は求められます。

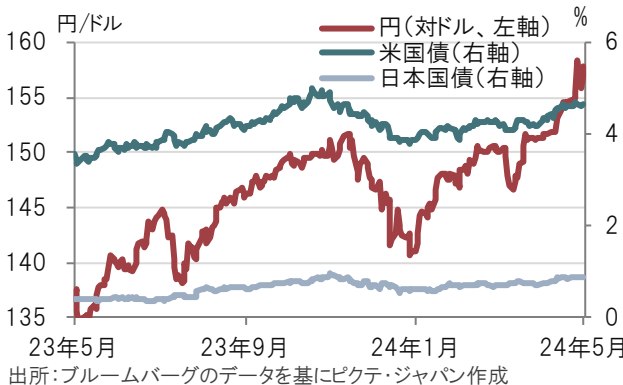
■ 円安が進行するなか、日銀金融政策決定会合は事実上のゼロ回答

日銀は4月25-26日に開催した金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定し、政策金利を据え置くことを決定しました。長期国債の買入れ方針についても「3月会合で決定された方針に沿って実施する」と明記したのみで現状維持としました。3月会合では長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）を撤廃した一方で、長期国債の買入れ方針は「これまでとおおむね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する」との方針を決定していました。

為替市場で円安が進行する中、会合後の記者会見で日銀の植田総裁からの円安を警戒する発言に乏しく、円安が加速しました（図表1参照）。

図表1: 日米の10年国債利回りと円(対ドル)の推移

日次、時点: 2023年5月1日～2024年5月1日(日本時間正午)



出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

■ 据え置きは市場予想通りだが、円安を理由とした利上げには足元消極的

外国為替市場で円安を巡る攻防が続いています。4月29日には財務省が5兆円規模の為替介入を決定し、日銀が実施した可能性が高いと市場は見えています。日銀が発表した当座預金増減(財政)要因の予想値と市場の推計値との差から、為替介入が実施された公算が高いと見られます。

日銀の金融政策決定会合後に円安が加速した要因を次の4点に整理しました。

- ①日銀の追加利上げが見送られたこと、
- ②日銀の国債購入が維持されたこと、
- ③植田総裁の会見:円安への懸念が支援されなかったこと、
- ④米国のインフレ再加速懸念がある中、ドル高はインフレ抑制要因であることから、これを否定する為替介入に米国が消極的なこと、等が挙げられます。

今回の日銀会合では幅広く政策金利の据え置きが予想されており、据え置き自体は想定範囲内でした。しかし、会見で植田総裁から円安抑制に向け将来の利上げを示唆する発言はなく、「経済全体の賃金が上がり、サービス価格にどう反映されていくか」が利上げの条件といった原則論に終始した印象でした。そのため、利上げはまだ先というイメージだけが残りました。

通貨先物市場の投機的ポジションで円売りが過

去最大規模に積み上がっていることから足元の円安は投機主導とみられます。よって円安には利上げではなく為替介入で対応するのが筋と筆者は理解しています。したがって、目先利上げを期待することに無理はあると思われませんが、会見での表現に工夫の余地はあったように思われます。

②の日銀による長期国債の買入れ方針については声明文で「3月会合で決定された方針に沿って実施する」と明記し、現状維持としました。国債購入減額となれば、金融引き締め、円安抑制と連想されたかもしれませんが肩透かしとなりました。

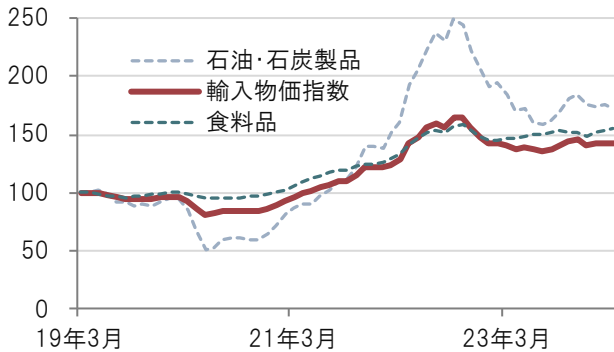
会合前、日本国債市場では利回りが小幅ながら上昇していたことから、一応、警戒感はありましたが、投機的な円安を理由に国債購入の減額はありませんでした。なお、日銀が30日に発表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では「国債買入れがイールドカーブに及ぼす影響」がボックスに示されています。現在6兆円程度とされる月間買入れ額が縮小されれば、日本国債金利上昇による円安抑制効果が想定される内容ですが、現段階では、展望レポートでの理論武装にとどまっています。

■ 円安抑制として、米国の利下げや為替介入への協力は当面望み難い

③の植田総裁の会見で円安への懸念が示されなかった象徴的な発言は、「(現在の円安で)基調

図表2: 日本の輸入物価指数と主な構成項目の推移

月次、期間: 2019年3月~2024年3月、2019年3月=100で指数化



出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

的な物価上昇率への大きな影響はないとみなさん(日銀の政策委員)が判断した」と述べた点です。また、物価への影響はないのかという記者からの問いに「はい」と答えた点も象徴的です。

植田総裁が指摘する通り、輸入物価指数は足元落ち着いており、円安の影響は小さいようにも見えます(図表2参照)。しかし、食料品など生活に直結する項目は上昇基調です。また、円安が進行していなかったら、日本人が輸入品をもっと安く買ったかもしれないという点に言及はなかったと思われます。

④の為替介入は、イエレン米財務長官が25日にロイター通信とのインタビューで「極めてまれで例外的な場合に限る」と述べたことで、より円安抑制効果が期待される協調介入の可能性は全くなく、日本の単独介入しか事実上望めないことも円安を後押ししたとみられます。足元の米国経済指標(消費者物価指数や個人消費支出(PCE)価格指数など)でインフレの根強さが示されていることもあり、ドル高を止める為替介入に米国からの協力は望むべくもないでしょう。

しかし、G20財務相・中央銀行総裁会議が閉幕した後の4月18日の記者会見で、植田総裁は円安進行で基調的な物価に、「無視できない大きさの影響があれば、金融政策の変更もありえる」と述べていました。①~③で何らかの円安対応が、ひょっとしたらあるかもしれないという伏線の1つが植田総裁のタカ派(金融政策引き締めを选好)発言であったと思われます。今回、利上げはないにしても、何らかの布石を打つ可能性は想定されていましたが、日銀からの示唆は限定的でした。もっとも、展望レポートでは政策修正の準備と思われる内容も見られます。

投機も含むと見られる円安進行で、基調的なインフレ率に影響を与えていという前提ならば、円安対応は財務省の為替介入を主役とするべき、というのはその通りで、それ以外の手段が限られるのならば、円安圧力は当面続くのかもしれませんが。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に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ご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2024年3月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

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、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へに帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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