

# 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、市場予想通りの据え置きと今後の注目点

日銀は9月20日の会合で市場予想通り政策金利の据え置きを決定しました。今回の会合で市場は今後の利上げ方針についての情報発信に注目していました。日銀の植田総裁の「時間的余裕」発言で円安進行も見られましたが、より大切なのは、日銀の基本姿勢である「市場が不安定な間は利上げを回避」や、「経済・物価の見通しの確度が高まれば追加利上げ」を見極めることであると思われます。

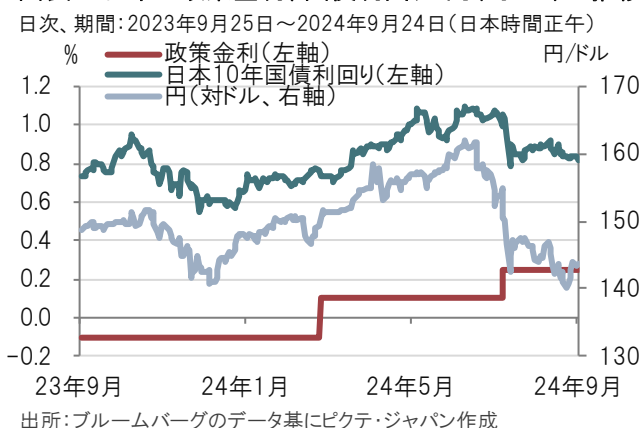
### ■ 日銀金融政策経決定会合、植田発言で円安進行

日銀は、9月20日、金融政策決定会合で無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%程度で推移させることを全員一致で決定しました。市場でも据え置きが幅広く予想されていました(図表1参照)。

今回の日銀会合では、政策変更の有無よりも今後の利上げ方針に対する日銀の情報発信に注目が集まりました。そうした中、最初に発表された声明文では市場の反応は限定的でした。

一方、同日午後に関催された日銀植田総裁の会見では円安の是正に「時間的余裕ができた」といった発言を市場はハト派(金融緩和を嗜好)的と解釈し円安が進行しました。

図表1: 日本の政策金利、国債利回りと円(対ドル)の推移



### ■ 日銀メンバーの発言を振り返ると、基本姿勢は共有されているようだ

日銀の現在のスタンスは①市場が不安定な状況で利上げは行わない、②経済・物価見通しの確度が高まっていくことが確認できたら、金融緩和の度合いを調整(追加利上げ)していく、とみられます。最近の日銀メンバーの発言を振り返ると(図表2参照)、メンバー間で①と②はほぼ共有されているようです。

ただし、個々のメンバーの発言にはニュアンスの違いも見られます。比較的ハト派とみられる中川審議委員は個人消費について、節約志向を反映して足元でひと頃より幾分悪化した状態と述べるとともに、今後についても、過去のマイナス実質所得の長期化が消費者マインド改善の重しとなる可

図表2: 日銀メンバーの最近(24年8月~9月)の主な発言

月日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
8月7日	内田副総裁	金融資本市場が不安定な状況で利上げすることはない
8月23日	植田総裁	見通しの確度が高まっていくことが確認できたら、金融緩和の度合いを調整していくという基本姿勢に変わりはない
9月5日	高田審議委員	経済・物価の見通し実現していけば緩和度合いの調整が基本になる
9月11日	中川審議委員	8月初めの急激な変動以降も不安定な状況が未だ続いている
9月12日	田村審議委員	日銀が示している26年度までの見通し期間の後半には1%程度まで政策金利を引き上げておくことが必要

出所: 各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

能性を指摘するなど消費の先行きに慎重な見方を述べています。足元、実質賃金はプラスに転じたものの、それでは不十分と判断しているようです。

一方でタカ派（金融引き締めを選好）とみられる田村審議委員は個人消費の一部に生活防衛的な動き（買い控え）があると指摘しつつ、「使うところは使う」メリハリ消費が観察されることから、個人消費全体としては底堅いとみています。また、個人消費の今後についても、緩やかな改善を見込んでいます。今回の日銀会合で発表された声明文で個人消費は従来の認識である「底堅く推移している」から、「緩やかな増加基調にある」へ上方修正されややタカ派的でした。

もっとも修正内容は小幅で、市場への影響は一時的な円高が見られた程度でした。

## ■ 日銀の今後の利上げの判断に米国経済の先行きの重要性が増したようだ

午後の植田総裁の会見後、市場では円安が進行しました。植田総裁が「円安に伴う輸入物価の上振れリスクが相応に減少した」ことから、「政策判断に時間的余裕」ができたと発言したことを受け、市場における利上げ期待が後退したためです。今回の日銀会合で、年内追加利上げの可能性の有無へのヒントに市場が注目していた中、「時間的余裕」発言が会見のトーンを左右したようにも受け取られています。しかし、植田総裁は利上げに特定なスケジュールはないと述べることで、年内追加利上げの可能性も維持したと筆者はみています。追加利上げの時期を占うためにより重要となるのは①の「市場の不安定さ」と、②の「経済・物価見通しの確度」、とは何なのかを丹念に検討してゆくことが肝要とみています。

①について、植田総裁は金融資本市場の不安定な動きの背景に米国など海外経済の先行きに不透明感があると指摘しました。①は、8月7日に内田副総裁が発言した際には、8月月初の市場混乱の直後であったこともあり、「市場変動」が利上

げを見送る条件と認識されていますが、変動のもととなった米国景気の先行きにも、当然といえば当然ですが、注意が必要なことが示唆されました。

次に、利上げのタイミング見極めるうえでより大切な②ですが、日銀の7月の展望レポートで経済成長率とインフレ率の見通しを確認すると、実質GDP（国内総生産）成長率は24年度が0.6%増、25年度が1.0%増、26年度が1.0%増となっています。所得から支出への前向きの循環メカニズムが成長を支えるとして、図表2で紹介した日銀メンバーの最近の発言からも、経済成長率の見通しの達成にはある程度の自信がうかがえます。

物価の先行きは、生鮮食品を除いた消費者物価指数（CPI）の予想が、24年度で2.5%上昇、25年度は2.1%上昇、26年度が1.9%上昇と、2%近傍の物価上昇が続く見通しとなっています。「物価安定の目標」の実現に向けてオントラックで進んでいるというのが概ね共通した見解です。しかし、物価が振れるリスクがあるとの懸念も示されています。

日銀は②で利上げを基本姿勢としていることから、日銀メンバーは物価の上振れリスクについて多くを指摘しています。主な物価上振れ要因としては、人手不足の影響、価格転嫁が容易でないとみられていた中小企業を中心に賃金上昇を反映して価格転嫁が想定以上に進展すること、輸入物価の再上昇などを指摘しています。

反対に、物価の下振れリスクに対する日銀からの目立った言及はありません。しかしながら、行間を読めば来年の春闘が期待ほどの賃上げとならない場合や、米国の景気後退や極端な円高進行のリスクの可能性は低そうですが、注意する必要はありそうです。

日本の実質金利が低いのは事実で、筆者も利上げの必要性は高いとみています。あとはタイミングの問題で、今回の会合では、その判断のカギとして日本経済に加え、米国経済の重要性も増したように思われます。

## 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6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