

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



円安に見る、日銀ゼロ金利政策解除は単に出発点

日銀はマイナス金利を解除しましたが、日米の金融政策にはまだ大きな開きが残っており、依然として円安圧力が続いています。日銀は3月の金融政策決定会合で金融政策を短期金利で行うこととし、政策メニューから柔軟性に欠けた過去の多くの政策を一掃しました。金融政策の整理が進む一方で、または進んだからこそ、経済や市場動向を直視することがいっそう求められそうです。

■ 日銀は当面、金融緩和姿勢を維持するとの思惑から円安進行

日本銀行の田村直樹審議委員は3月27日、青森県金融経済懇談会で講演し、その後に記者会見を行いました。日銀委員の中でもタカ派（金融引き締めを选好）と見られる田村委員が新たな金融政策の枠組みの下での金融政策運営について、「ゆっくりと着実に正常化を進め、大規模緩和を手じまいしていく」との考えを示しました。この発言はハト派（金融緩和を选好）寄りと市場で受け取られ、円は対ドルで一時1ドル=151円97銭まで円安が進行しました（図表1参照）。

しかし、財務省と金融庁、日本銀行が27日に金融市場の動向について意見交換する「3者会合」を開催したことなどから為替介入への警戒感が広がり、ドル円はやや落ち着きを取り戻しました。

図表1：日本円(対ドル)レートの推移

日次、期間：2023年3月28日～2024年3月28日（日本時間正午）



■ 日銀のマイナス金利解除は金融正常化の重要なステップだが、課題も残る

3月28日午前の外国為替市場で、円は概ね1ドル=151円50銭台を下回る水準での取引となりました。152円をうかがう昨日のような円安（ドル高）圧力は為替介入への警戒感などから一応小康状態です。しかし、円安を支持する要因は残されていると見ています。円安要因を国内、国外に分け振り返ります。

国内要因で最も注目されているのは、言うまでもなく日銀の金融政策です。日銀は3月の金融政

図表2：日銀が24年3月の会合で決定した金融政策の枠組みの見直しの主な内容

見直し項目	主な内容
マイナス金利	マイナス金利政策を解除/なお、今後の金融市場調整方針は短期金利（無担保コール0/N物）で行う
YCC（イールドカーブ・コントロール）	YCCを撤廃：従来は長期金利の上限は1.0%を目途としていたが、今後は長期金利が急激に上昇する場合、機動的に、買入れ額の増額等に対応するとした
リスク資産の買入れ	◎上場投資信託（ETF）および不動産投資信託（J-REIT）の新規の買入れ終了 ◎コマーシャルペーパー（CP）等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了
フォワードガイダンス	金融政策の運営方針に明記されていた「必要があれば躊躇（ちゅうちょ）なく追加的な金融緩和措置を講ずる」を削除
その他	「オーバーシュート型コミットメント」を廃止

出所：日銀、各種報道等を参考にピクテ・ジャパン作成

策決定会合でゼロ金利政策を解除しました(図表2参照)が、市場の視線は、早くも追加利上げの時期と大きさに移っています。

日銀の今後の金融政策を占うために、3月会合で決定した金融政策の枠組みの見直しの主な内容を振り返ると、注目を集めたのはマイナス金利解除でしたが、筆者は同程度に、YCC(イールドカーブ・コントロール)の撤廃や、日銀のリスク資産購入停止、物価が安定的に上昇するまで資金供給(マネタリーベース)の拡大方針を継続するオーバーシュート型コミットメントを廃止したことなどによ金融政策の仕切り直しをした点にも意義がある決定であったと見ています。効果と副作用のバランスの点で疑問のあったこれらの政策を一掃し、短期金利(オーバーナイト無担保コール)中心の金融政策運営に回帰したことが今回の日銀の決定の主要な意義であると思われる。

しかし、マイナス金利解除や金利以外の政策を一掃したといっても、金融政策の正常化はまだ第一歩にすぎません。当面は少なくとも次の2点の課題が残されています。まず、適正な政策金利の水準です。新たに設定された政策金利は0%-0.1%と低水準で、金融緩和の状況であると思われ。

2点目は日銀が保有する国債規模を適正水準に戻すことです。日銀はこの点について、「当面これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する」と説明しています。これは欧米の中央銀行が債券の再投資によりバランスシートの規模を維持したのと同じことを意味していると思われ。量的引き締め(QT)による日銀のバランスシートの規模縮小はまだ先のことと思われ。

■ 目先的には円安を止める手段はそれほど多くないと思われる

為替市場は28日(日本時間)時点では小康状態と見られますが、円安圧力が残されているのは明らかです。円安のきっかけとなったといわれる田村委員の講演や記者会見での発言を振り返ると、利

上げの必要性や、国債購入の減少を進める意向を表明するなど、タカ派の一面もうかがえます。しかし、市場は「ゆっくりと着実に正常化を進める」という田村委員の発言に反応しました。マイナス金利解除となっても円安の勢いが衰えない中、タカ派寄りの田村委員であっても、追加引き締めはまだ先という認識が円安を後押ししたからです。

次に、国外の円安(ドル高)要因を振り返ると、日米の金融政策の違いや、中国人民銀行(中央銀行)が人民元の基準値を元安に設定したためドル高が円安に波及したことが挙げられています。このうち、人民銀の元安への設定は円安のきっかけとはなつたと見られますが、より本質的な円安要因は日米の金融政策の違いと思われる。日本が利上げ、米国が利下げとなれば円高基調に転じるシナリオも視野に入ります。しかし、米連邦準備制度理事会(FRB)の中でも発言の影響力が大きいとみられるウォラー理事は27日に、「利下げをさらに先送りしたりすることは適切」と述べています。米国の利下げ時期が遅れる可能性もくすぶっています。

また、米国はQTを継続しており、QT開始の兆しも見られない日銀とに違いもあります。米国が利下げ開始となればQT縮小・停止の流れも想定されますが、利下げ開始時期の後ずれ観測が強いことから、米国の金融政策が円安抑制要因となるには「当面」時間がかかりそうです。

目先、日米の金融政策に変化がないとすれば、為替介入が円安ドル高を抑制する頼みの綱となりそうです。しかし、日本単独の為替介入であれば、その効果はおそらく限定的と思われる。

円安による輸入インフレで意図せざる物価上昇が起こるならば、日銀も看過すべきでないと思われ。3月の会合を受け、金融政策の自由度が高まった日銀は追加利上げの選択肢もとれると思われ。日銀は「当面」は金融緩和を維持するとしていますが、当面とは、来年のような、それほど先のことではないと筆者はみています。

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1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