



投資環境

2024年1月26日

短期的には円安水準が継続か、中長期的には円高へ？

▣ 大方の市場の見方に反して 2024 年は円安でスタート

昨年末の時点では、今年の為替については緩やかにドル安円高が進行するとの見方が市場では有力でした。ただ、予想に反して昨年末の時点で 140 円程度であったドル円は、1 月 25 日時点で 148 円程度と約 8 円程度ドル高円安が進行しました（図表 1）。要因は主に以下の 2 点が考えられます。

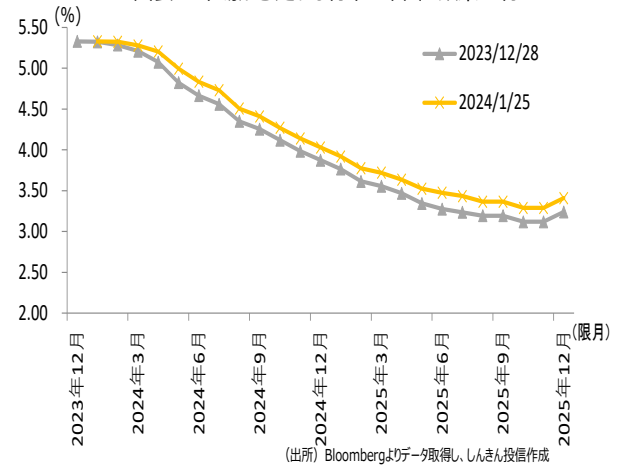
第一に、日銀の金融政策修正観測の後退です。元旦の能登半島地震を受けた日本経済の悪化への懸念や国内の賃金や物価の伸びが鈍化したことで、早ければ日銀が 1 月にもマイナス金利の解除を開始するとの観測が一時後退しました。このことが、国内金利を押し下げ円売りにつながりました。

第二に、米連邦準備理事会（F R B）の利下げ期待の後退です。昨年末の時点では、米インフレの鈍化や、パウエル F R B 議長が昨年 12 月の米連邦公開市場委員会（F O M C）で 2024 年の利下げを議論したと明らかにしたことを背景に、市場は今年に約 6 回の利下げを織り込み（図表 2）、米長期金利は 4% を割り込む水準でした。ただ、今年に入り雇用統計などで米労働市場の底堅さが示唆されたほか、複数の F R B 高官が市場の利下げ期待は行き過ぎであると牽制したことを受けて、米長期金利が再び 4% 台に上昇したことがドル高要因となりました。

図表1. ドル円と日米金利差



図表2. 市場が想定する将来の米国の政策金利



▣ F R B の利下げ期待は依然行き過ぎで、利下げ期待後退すればドル高圧力

昨年「インフレ鈍化がさらに進めば、利下げを実施できる」と発言し、市場の利下げ観測を高めたウォー理事の講演が、1 月 16 日に行われ、主に以下の発言がありました。

- ・最近のインフレ鈍化が持続し、F R B の 2% 物価目標を達成したと結論づけるためには時間が必要
- ・2% 物価目標は一時的に 2% となっても達成したといえず、持続的である必要
- ・景気や労働市場は底堅く、過去の景気後退局面とは違い、利下げを急ぐ理由はない

今回の講演では、利下げを牽制する発言が行われたことで、市場の利下げ観測はやや後退しました。特に注目したいのは、「持続的 (sustainable)」という表現が複数回登場したことです。米インフレは緩やかに鈍化しており、2% まで低下する可能性はありそうですが、米国の消費者が予想する中長期のインフレ率は高止まりしています（図表 3）。

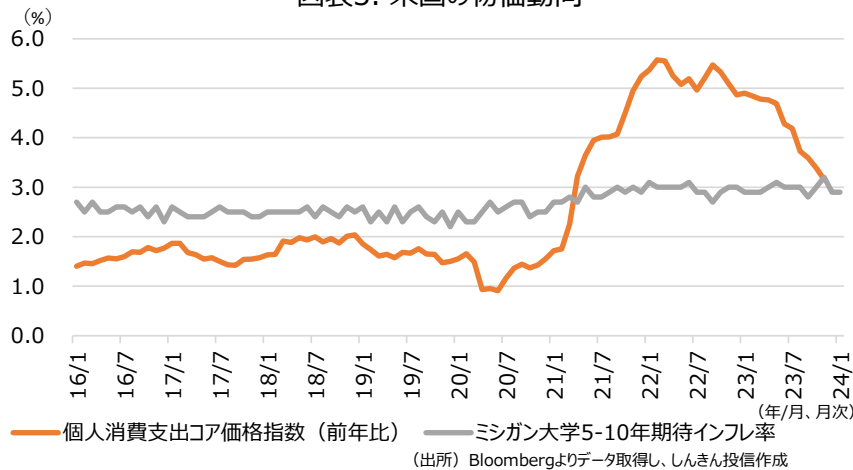


しんきんアセットマネジメント投信株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第338号  
 Shinkin Asset Management Co., Ltd. 加入協会／一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 〒104-0031東京都中央区京橋3丁目8番1号 URL:https://www.skam.co.jp

また、中東ではイスラエルのガザ地区への攻撃への反発から親イラン武装派組織フーシ派が紅海で船舶を相次いで攻撃しており、物流の混乱により再びインフレが加速する可能性があります。市場は年内6回、3月の利下げを半分以上の確率で織り込んでおりますが、FRBが目標とする長期的な2%の物価上昇率を達成できるかは不透明です。

今年に入り、ボウマン理事が「インフレの上振れリスクは残っており、まだ利下げのタイミングではない」、ボスティック理事が「インフレ率が2%目標に到達する軌道に乗っている証拠をより多く見たい。FRBは2024年の7-9月期になるまで利下げしないと予想している。」と述べるなど、ウォラー理事以外も利下げを急がない考えを示していることから、FRBは市場の想定どおり利下げを実施しない可能性があります。その場合、米金利は上昇し、150円台前半程度までドル高円安が進む可能性があります。

図表3. 米国の物価動向



#### □ 中長期的には円高圧力が高まるか

短期的には、さらに円安が進む可能性もありますが、中長期的には円高圧力が強まることが想定されます。きっかけとなりそうなのは、日銀の政策修正です。日銀は大規模緩和を継続してきましたが、賃金や物価の上昇を受けて、今後金融政策を修正する可能性が高そうです。植田総裁は「極めて緩和的な金融環境が続く」と慎重に政策を修正する姿勢ですが、緩やかに国内金利は上昇することになりそうです。

また、市場の想定よりも遅くなる可能性はありますが、物価の鈍化を受けてFRBが利下げを開始するとドル安圧力が強まるでしょう。

以上のことから、中長期的には140円前半程度までドル安円高が進む可能性があります。

#### □ ヘッジなし米国株かヘッジあり米国株どちらがいい？為替相場が横ばいならヘッジなしが有利

新しい小額投資非課税制度(NISA)が始まり、資産運用への関心が高まっています。米国株などの米国の金融資産に投資する際に問題になるのが、為替ヘッジ(以下ヘッジ、為替予約などを活用することで将来の為替レートを購入時に確定させ、為替の変動リスクを回避する)を付けるべきかどうかです。

ヘッジを付けると、将来為替相場が変動しても為替差益(差損)は限定的となります。足元の円安進行を受けて、将来の円高進行による為替差損を被ることへの懸念からヘッジありが望ましいと考える方が多いかもしれません。たしかに短期的には円高が進むと損失を被る可能性があります。ただ、忘れて

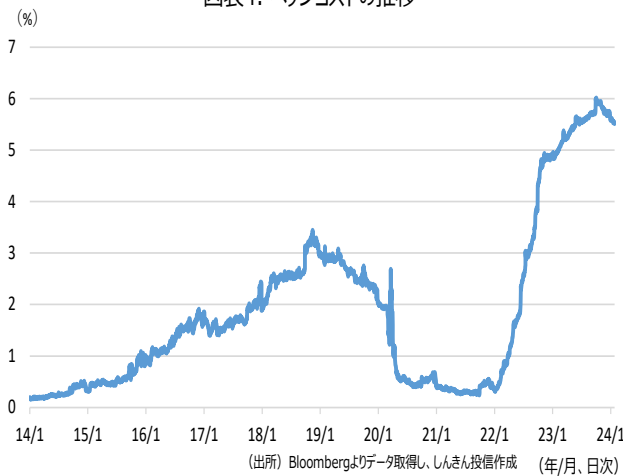


**しんきんアセットマネジメント投信株式会社** 金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第338号  
**Shinkin Asset Management Co., Ltd.** 加入協会／一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 〒104-0031東京都中央区京橋3丁目8番1号 URL: [https:// www.skam.co.jp](https://www.skam.co.jp)

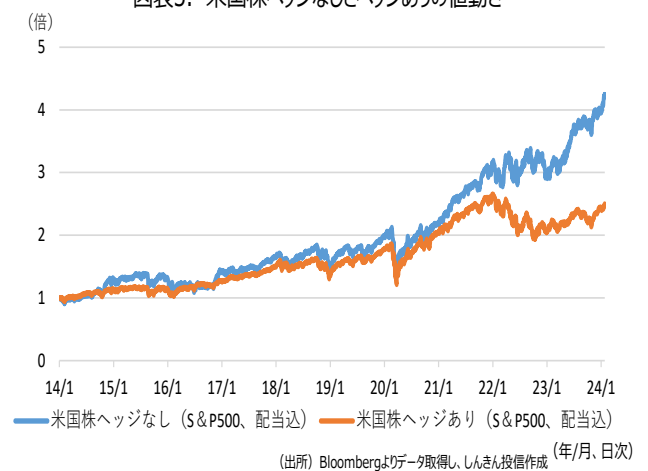
はならないのはヘッジにはコストが発生するという事です。ヘッジは先物取引などを通じて行いますが、米日の短期金利差などによって決まるヘッジコストが現在では年間約 5.5%となっています(図表 4)。

ヘッジコストは変動しますが、仮に 5.5%の水準が継続するとすれば、ヘッジなしの米国株を購入して毎年 5.5%ずつ円高が進行した場合と損益はおおむね同じになるということです。したがって、今後為替相場が横ばいか限定的な円高にとどまると予想するのであれば、ヘッジなしのほうが有利ということになります。将来の市場動向は不確定ですが、直近 10 年間の実績ではヘッジありが約 2 倍の上昇に対して、ヘッジなし米国株は約 4 倍に上昇しており、ヘッジなしが優位となっています(図表 5)。

図表4. ヘッジコストの推移



図表5. 米国株ヘッジなしとヘッジありの値動き



(ストラテジスト 澤村一樹)



**しんきんアセットマネジメント投信株式会社** 金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第338号  
**Shinkin Asset Management Co., Ltd.** 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  
 〒104-0031東京都中央区京橋3丁目8番1号 URL: <https://www.skam.co.jp>

＜本資料に関してご留意していただきたい事項＞

- ※本資料は、ご投資家の皆様に投資判断の参考となる情報の提供を目的として、しんきんアセットマネジメント投信株式会社が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。
- ※本資料は、信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。また、いかなるデータも過去のものであり、将来の投資成果を保証・示唆するものではありません。
- ※本資料の内容は、当社の見解を示しているに過ぎず、将来の投資成果を保証・示唆するものではありません。記載内容は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- ※投資信託は、預金や保険契約とは異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の補償の対象ではありません。また、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ではありません。
- ※投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、預金と異なり投資元本が保証されているものではありません。運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。
- ※特定ファンドの取得のお申込みに当たっては、販売会社より当該ファンドの投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ又は同時にお渡しいたしますので、必ず内容をご確認の上、ご自身でご判断ください。

【お申込みに際しての留意事項】

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式や債券等の値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、預金と異なり投資元本が保証されているものではありません。運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。

また、投資信託は、個別の投資信託ごと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、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■投資信託に係る費用について

(お客様に直接ご負担いただく費用)

- ◆ ご購入時の費用・・・購入時手数料 **上限 3.3%(税抜 3.0%)**
- ◆ ご換金時の費用・・・信託財産留保額 **上限 0.3%**

(保有期間中に間接的にご負担いただく費用)

- ◆ 運用管理費用(信託報酬)・・・純資産総額に対して、**上限年率 1.628%(税抜年率 1.48%)**
- ◆ その他の費用・・・監査費用、信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、有価証券売買時の売買手数料等および外貨建資産の保管等に要する費用は、ファンドより実費として間接的にご負担いただきます。また、投資信託証券を組み入れる場合には、お客様が間接的に支払う費用として、当該ファンドの資産から支払われる運用管理費用、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用につきましては、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。投資信託に係る上記費用(手数料等)の合計額については、ご投資家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、しんきんアセットマネジメント投信が運用する全ての投資信託のうち、ご負担いただく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。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくお読みください。

※本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。