

調査レポート

月刊 為替市場の論点

2024年6月

〈要約〉

「第一の力」の第二ラウンド目を検証すると、2024年下期の円安による2025年上期のCPI押し上げ効果は1ドル160円で0.1%pt、170円で0.4%pt、180円で0.6%ptと試算でき、170～180円での推移となると、実質賃金のプラス幅が消滅する可能性が浮上する。本邦当局にまだ焦りはないとみられ、「過度な変動」と対外的に説明でき、なおかつ所得環境への悪影響が増大する170円台入りを未然に防止できる水準である165円が当面の介入警戒ラインとなろう。7月31日には日米中銀が結果発表を行なう。経験則では、1円円安後に1円円高も、円安リスクがやや大きいとみる

振り返りと今後の注目点

・・・P 1

論点① 日米中銀が同日に結果発表

・・・P2－3

～経験則では、1円円安後に1円円高も円安リスクがやや大きい～

論点② 「第一の力」第二ラウンドの検証

・・・P4

～高まる輸入物価の転嫁率、170～180円で実質賃金ゼロ成長も～

論点③ 介入警戒ラインは165円か

・・・P5

～過度な変動かつ所得環境の悪化を未然に防止できる水準～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

根強い円の売り安心感

日銀が為替認識を修正も、追加利上げ観測は高まらず

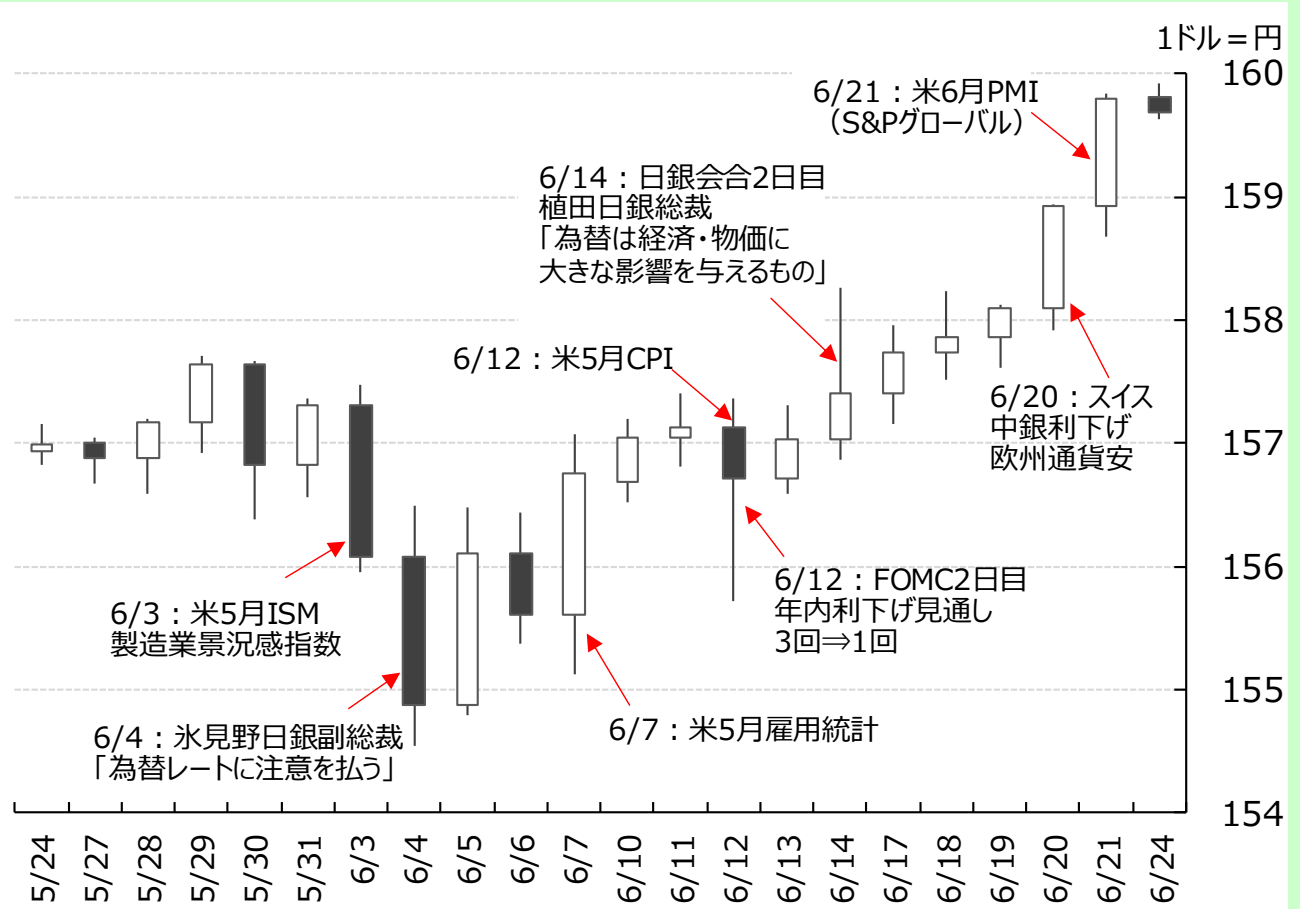
◆ドル/円概況（5/24～6/24）

- ・6月初旬に氷見野日銀副総裁の発言などで円買いが進む場面があったが、7日発表の米5月雇用統計が堅調な内容となったことで円安ドル高基調に転換
- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果発表が12日に行なわれた。物価見通しの上方修正とともに、年内の利下げ回数見通しが3回から1回に削減されたことが判明し、ドル買い要因に
- ・14日、日銀が国債買い入れ計画の発表を次回会合に先送りしたことが判明すると円売りが強まったが、植田日銀総裁が記者会見で為替動向への警戒感を表明すると円の買戻しが優勢に。その後、底堅い米景況感等もあり、円が売り直される展開に

◆今後の注目点

- ・1ドル160円台での推移となっているが、「過度な変動」へはまだ距離がある。過度な変動かつ所得環境の悪化を未然に防止できる水準である165円に注目したい。
- ・7月31日には日米中銀が結果発表を行なう。経験則では、1円円安後に1円円高も、円安リスクがやや大きいとみる

◆ドル/円（日足）



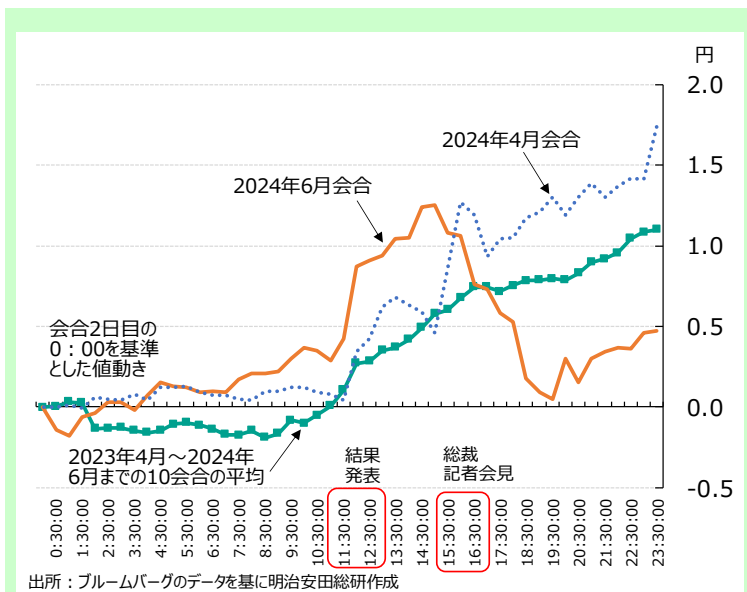
出所：ブルームバーグ、各種報道より明治安田総研作成

日米中銀が同日に結果発表

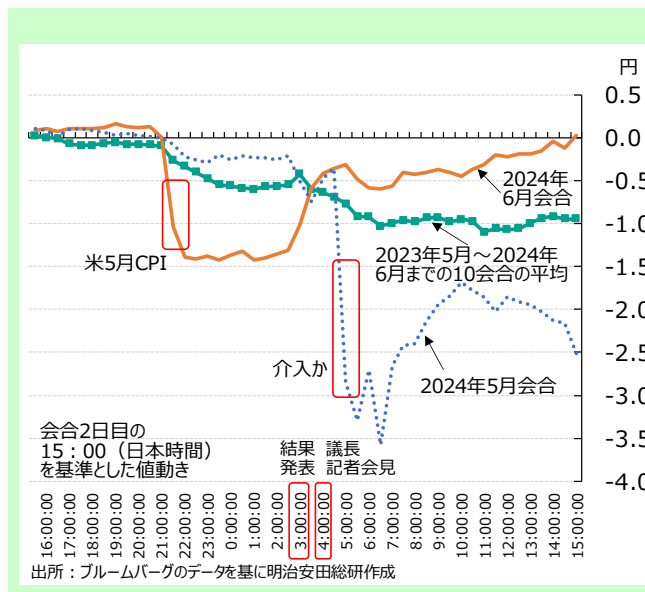
経験則では、1円円安後1円円高も円安リスクがやや大きい

- ・日銀会合2日目のドル/円は、結果発表を境に円安となり、総裁記者会見で一段安となる傾向（植田総裁就任以降の10会合平均で約1円の円安）。6月会合時、国債買い入れ減額が次回会合に先送りになったことを受け、会見直前までは過去平均を大きく上回るペースで円安が進んだ。しかし、会見の序盤で植田総裁が「為替は経済・物価に大きな影響を与える」と発言すると一転、円買いが優勢に
- ・4月会合では円安容認とともれる発言が大幅な円安を招いた経緯があり、為替認識の大きな修正はないと見込んでいた向きは意表を突かれる格好に。もっとも、為替認識以外の内容に新味はなく、市場が織り込む7月利上げ確率は低下（60%→48%）。会合結果発表時の「日銀は慎重である」との印象が払拭されるには至らず、15日以降円が売り直される展開に
- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）2日目のドル/円は、円高となる傾向（直近10会合平均で約1円の円高）。事前に経済指標や要人発言により織り込みが進んで材料出尽くしとなる傾向に。日米中銀の7月会合の結果はともに31日（FOMCは日本時間8月1日午前3時）に発表される。過去の値動きからみると「1円円安後に1円円高」であるが、日銀の政策スタンスによっては円安圧力が勝る可能性も

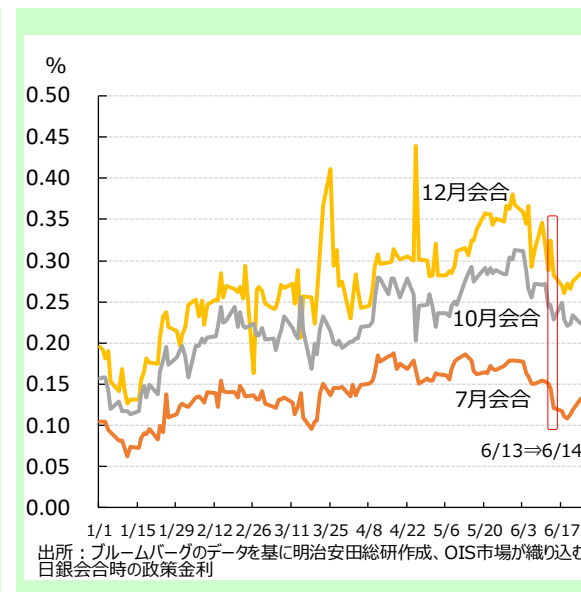
日銀会合2日目のドル/円



FOMC2日目のドル/円



市場の政策金利予想



市場の政策金利予想を押し上げない限り円安継続へ

長期金利よりも政策金利の動向が焦点

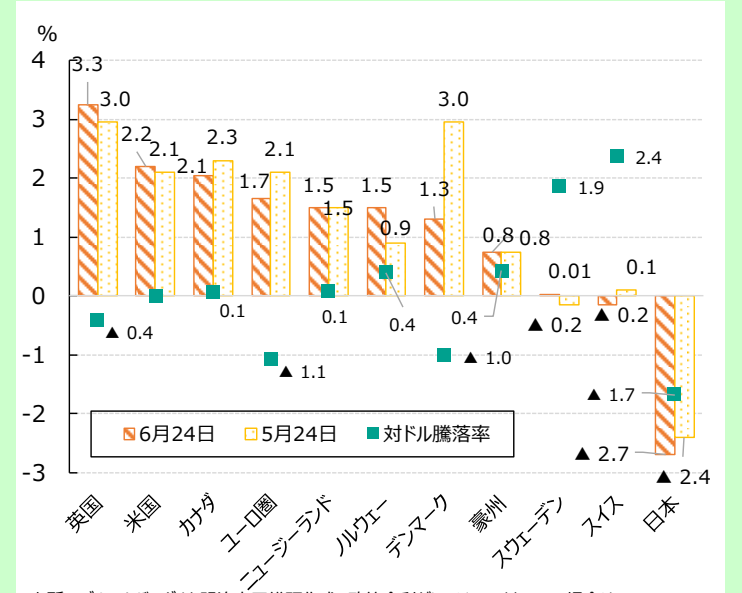
- ・2022年12月会合以降、金利にかかわる意思決定が実行された会合は4回あり、うち3会合で会合後円安進行となった
- ・会合後に円高になったのは2022年12月会合のみ（5.2円の円高）。他ケースとの違いは市場の政策金利予想押し上げに成功（2023年10月会合までにマイナス金利解除と1回分の利上げがあると織り込ませた）している点
- ・4月会合と6月会合でも政策金利予想が低下。実質政策金利が大幅なマイナスである以上、調達通貨としての円の位置づけは不動。内外長期金利差が拡大せずとも円が売られ続ける主因は低すぎる政策金利にある
- ・G10通貨の実質政策金利と為替レートをみると、ドル売り介入観測が高まったスイスフランと利下げ観測が高まった英ポンド以外は実質政策金利の変化に沿った値動き。実質政策金利がプラス転換となったスウェーデンクローナの増価とマイナス幅拡大となった円の減価が目を引く
- ・冴えない消費動向などを背景に、7月会合でも日銀が強いタカ派姿勢を示せない場合は円安が進む可能性が高い

日銀会合後の政策金利予想とドル/円

日付（会合2日目）	出来事	政策金利予想	長期金利（%）	ドル/円（前日差、円）
2022年12月20日	長期金利の変動幅拡大（±0.25⇒±0.5%）	0.17⇒0.28 (2023年10月)	0.26⇒0.41	▲5.2
2023年7月28日	長期金利の変動上限を1%に引き上げ	▲0.04⇒▲0.03 (2023年12月)	0.45⇒0.57	1.7
10月31日	長期金利の変動上限1%を目途に衣替え	0.34⇒0.25 (2024年9月)	0.89⇒0.95	2.6
2024年3月19日	マイナス金利解除	0.26⇒0.22 (2024年12月)	0.77⇒0.74	1.7
4月26日	円安にゼロ回答、国債買い入れ減額見送り	0.44⇒0.30 (2024年12月)	0.90⇒0.89	2.7
6月14日	円安認識修正、国債買い入れ減額見送り	0.32⇒0.28 (2024年12月)	0.98⇒0.94	0.4

出所：日銀、ブルームバーグより明治安田総研作成。政策金利予想はOIS市場より、長期金利は会合1日目始値⇒2日目終値

実質政策金利と対ドルレート（G10通貨）



出所：ブルームバーグより明治安田総研作成。政策金利がレンジで示されている場合は上限を採用

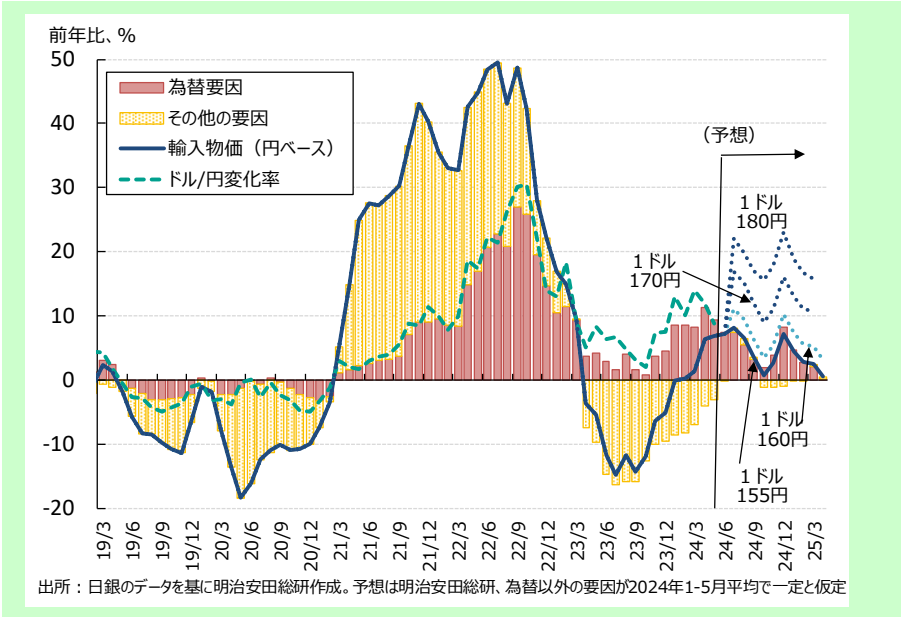
「第一の力」第二ラウンドの検証

高まる輸入物価の転嫁率、170～180円で実質賃金ゼロ成長も

- 植田日銀総裁は、6月会合後の会見で、「過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある」、「第一の力の第二ラウンド目が少し始まっているかもしれない」と述べている。円安は輸入物価を通して約6ヵ月後のCPI（財）に影響するため、2024年下半期（7－12月）の円安が反映されるのは2025年上半期（1－6月）。CPI（財）の上昇率の半分がCPIへの寄与度となる
 - ①CPI（財）＝0.09×（輸入物価、6か月前）＋1.97（決定係数：0.72、期間：2020年1月～2024年5月）
 - ②CPI（財）＝0.05×（輸入物価、6か月前）＋0.76（決定係数：0.37、期間：2016年1月～2019年12月）
- 直近4年間をみると、輸入物価10%の上昇はCPIを0.45%pt押し上げてきた（①、0.09×10×0.5）。一方で、コロナ前（②）では、0.25%ptの押し上げ効果だったため、輸入物価の価格転嫁率は高まっている。円安がCPIに反映されやすい環境に
- 2024年下期の円安による2025年上期のCPI押し上げ効果（対ベースライン：4－6月期中平均155円）は1ドル160円で0.1%pt、170円で0.4%pt、180円で0.6%pt。円安が進むと実質賃金が目減りし、170～180円での推移となると、実質賃金のプラス幅消滅も

輸入物価の要因分解

輸入物価⇒CPI⇒実質賃金



	為替 (1ドル = 円)	輸入 物価	財CPI	CPI	CPI 押し上げ 効果	実質 賃金
25年上期 (24年下 期の円安 効果)	155	4.8	2.4	2.6	ベースライン	0.7
	160	7.7	2.7	2.7	0.1	0.6
	170	13.4	3.2	3.0	0.4	0.3
	180	19.1	3.7	3.2	0.6	0.0
	190	24.8	4.2	3.5	0.9	▲0.2

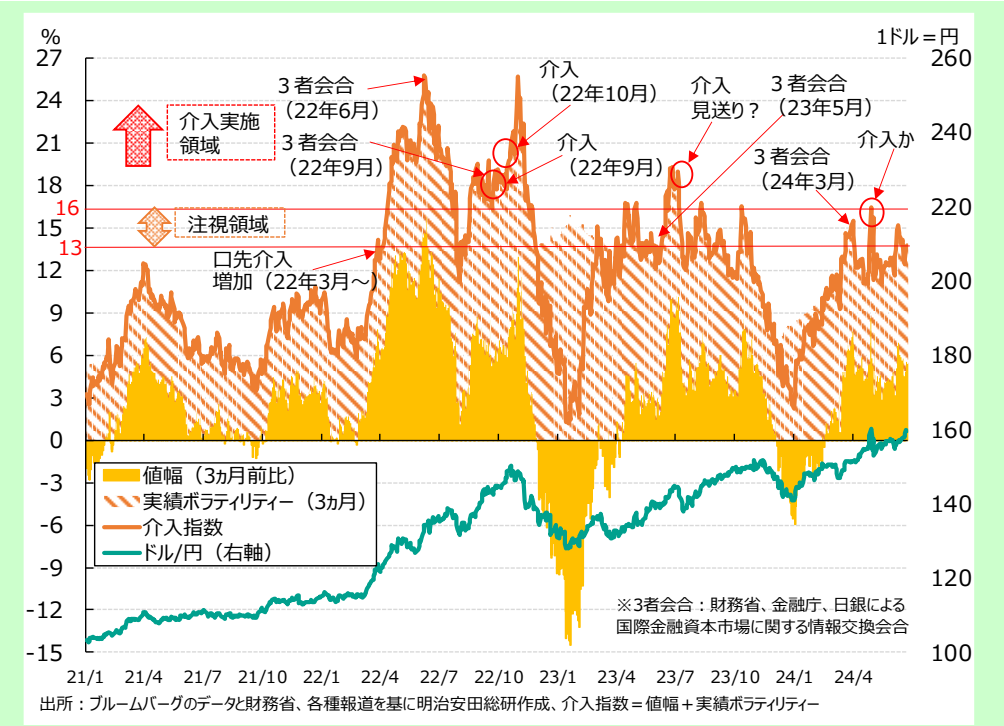
出所：ブルームバーグのデータを基に明治安田総研推計、輸入物価は6ヵ月前、CPIは持家の帰属家賃を除く。輸入物価、財CPI、CPI、実質賃金は前年比伸び率（%）
CPI押し上げ効果は対ベースライン（%pt）、実質賃金は（3.3－CPI）%

介入警戒ラインは165円か

過度な変動かつ所得環境の悪化を未然に防止できる水準

- 円買い介入により4－6月期の期中平均レートは1ドル155円にとどまり、さらに電気・ガス代の支援復活（8－10月）も寄与するため、年後半には実質賃金のプラス転換が見込まれる。円安と実質賃金を巡る緊張関係は2025年の所得環境を見すえた局面へと移行
- 足もとの介入指数（ドル/円の3カ月前比の値幅＋3カ月実績ボラティリティ）は13.8と、3者会合開催ラインとみられる「注視領域」（13～）に入っており、口先介入が増加中。あと2.2%値幅が出れば（1ドル165円）、「介入実施領域」（介入指数16～）に踏み込む
- 160円台での推移になったとしても、2025年上期の実質賃金は0%台半ばのプラスが見込まれるため、当局に焦りはなさそう。もっとも、170～180円での推移となると、実質賃金のプラス幅が消滅する可能性が浮上する。「過度な変動」と対外的に説明でき、なおかつ所得環境への悪影響が増大する170円台入りを未然に防止できる165円が当面の介入警戒ラインとなろう

ドル/円と介入実績



介入を巡る節目

日付	出来事	介入指数	値幅 (%)	ボラ (%)	注
2022年3月29日	神田財務官、米財務次官と会談	13.7	7.0	6.7	口先介入増加の契機
6月10日	3者会合	24.6	14.6	10.0	2016年開始以降初めて声明文を発表し、過度な円安進行への危機感を表明
9月8日	3者会合	18.0	7.3	10.8	—
9月22日	円買い介入	17.7	5.5	12.2	1回目（2.8兆円）
10月21日	円買い介入	21.1	8.5	12.6	2回目（5.6兆円）
10月24日	円買い介入	21.8	8.9	12.9	3回目（0.7兆円）
2023年5月30日	3者会合	13.3	2.7	10.7	8ヵ月ぶり
10月3日	150円台	11.5	3.1	8.4	約1年ぶり
11月13日	151.91円	10.3	4.2	6.1	2回目の介入水準（ドル/円）に接近
2024年3月27日	3者会合	14.7	6.7	8.0	10ヵ月ぶり
4月15日	154円台	12.9	5.9	7.0	約34年ぶり
4月29日	160円台	16.5	8.6	7.9	円買い介入か
5月2日	157円台後半	15.8	7.6	8.2	円買い介入か
5月29日	157円台後半	12.9	4.6	8.2	—
6月24日	159円台後半	13.8	5.4	8.3	—

出所：財務省、ブルームバーグ、各種報道を基に明治安田総研作成。値幅5%、ボラ10%、介入指数16以上に赤の着色、値幅5%、ボラ10%、介入指数13未満に青の着色、介入指数13以上16未満に橙の着色

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 エコノミスト 吉川 裕也
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp

