明治安田総合研究所

2024.11.28

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2024年11月

〈要約〉

サービス品目の価格分布の中心は＋2%へ移行しつつあり、物価動向がオントラックであることから、日銀は12月会合で利上げに踏み切ろう。米利下げも加わって、円高ドル安が進行する可能性が高い。海外投資収益の再投資を除外した修正経常収支は7～9月期まで3四半期連続で黒字であり、実需面でもじわりと円買い圧力が強まりつつある。米大統領選スイープケースでの金利上昇は財政悪化懸念による悪い金利上昇と捉えられる傾向にあり、就任式後に顕在化しやすい。トランプ次期米政権の出だしはドル安となろう

振り返りと今後の注目点 ・・・P1

論点①　サービス価格はオントラック、利上げの追い風に ・・・P2
～順調に育つ第二の力、品目別価格分布の中心は2%を窺う～

論点②　修正経常収支は3四半期連続黒字、円需要持ち直しへ ・・・P3
～円需給改善が円高要因に～

論点③　トランプ次期米政権の出だしはドル安か ・・・P4
～就任式後の金利上昇は悪い金利上昇となろう～

論点④　トランプ次期米政権下でキャリートレードは手掛けにくい ・・・P5
～不規則発言によるボラ高止まりと逆方向を歩む日米中銀～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

トランプトレード失速、関税への警戒感も台頭

ドル高一巡、米国の先行きを慎重に評価する局面に

◆ドル/円概況（10/28~11/27）

・10月31日、植田総裁が追加利上げに前向きな姿勢を示し、円買い優勢に。11月6日、米大統領選でのトランプ候補当選確実が伝わると、円売りドル買いが活発化

・7日、円安進行を受けて、三村財務官が口先介入したほか、米連邦公開市場委員会（FOMC)で利下げが実施され、円高ドル安が進行

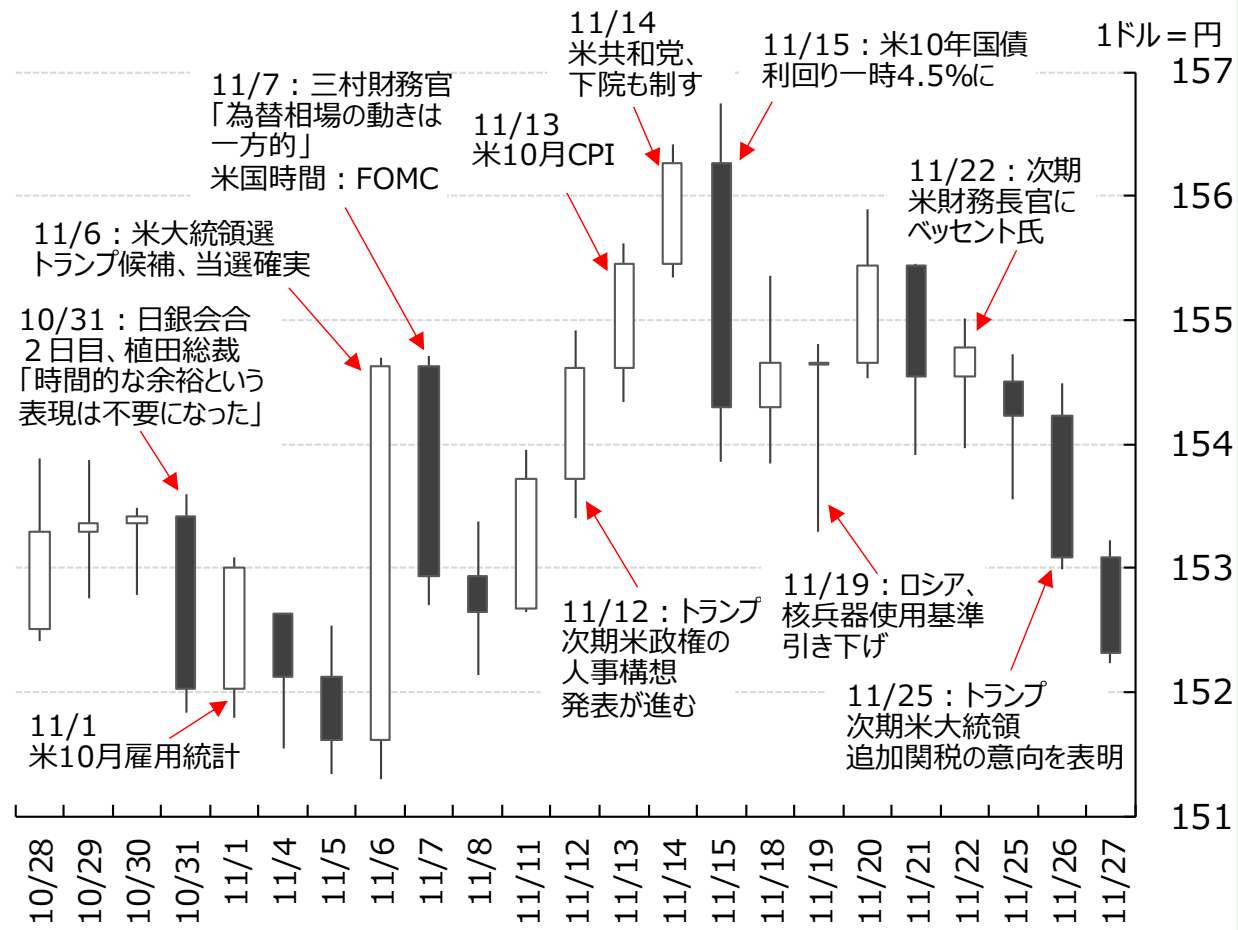
・トランプ次期米政権の人事構想発表やトリプルレッド確定を受け、米長期金利が上昇し、15日には1ドル156円台後半まで円安ドル高が進む場面も

・22日、次期米財務長官に他候補と比べ穏健と目されるベッセント氏が選出され、米長期金利が低下し、25日にかけてドル安に。同日、トランプ次期米大統領が追加関税の意向を表明し、円買いが優勢となった

今後の注目点

・物価動向がオントラックであることから、日銀は12月に利上げを実施し、米利下げも加わることで、円高ドル安が進むとみる。円需要超過に転じたとみられる実需動向とトランプ次期米政権への警戒感から、円が買われやすい展開が当面続きそうだ

◆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

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

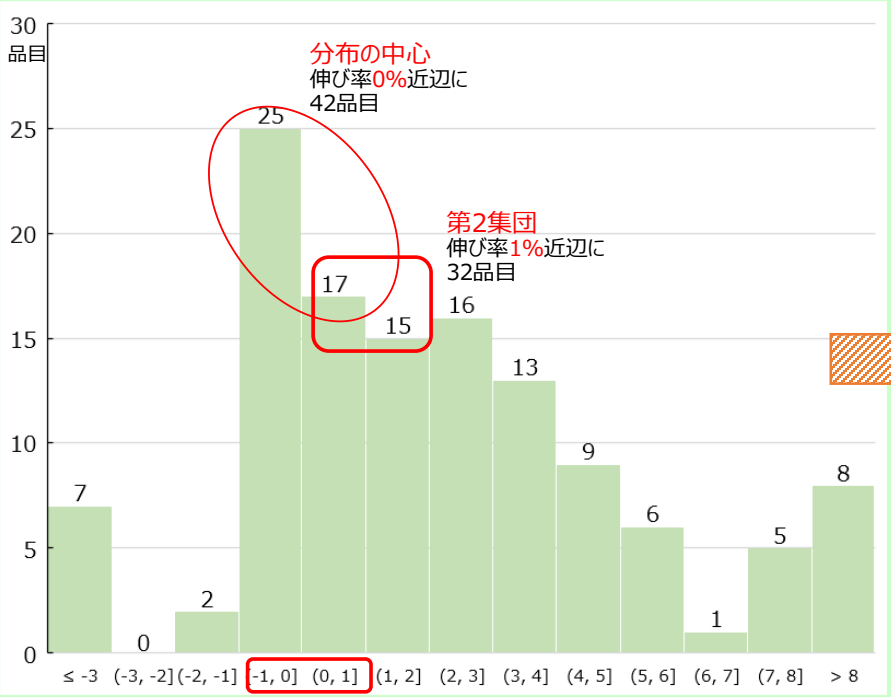
論点①　第二の力の現在地

サービス価格はオントラック、利上げの追い風に

順調に育つ第二の力、品目別価格分布の中心は2%を窺う

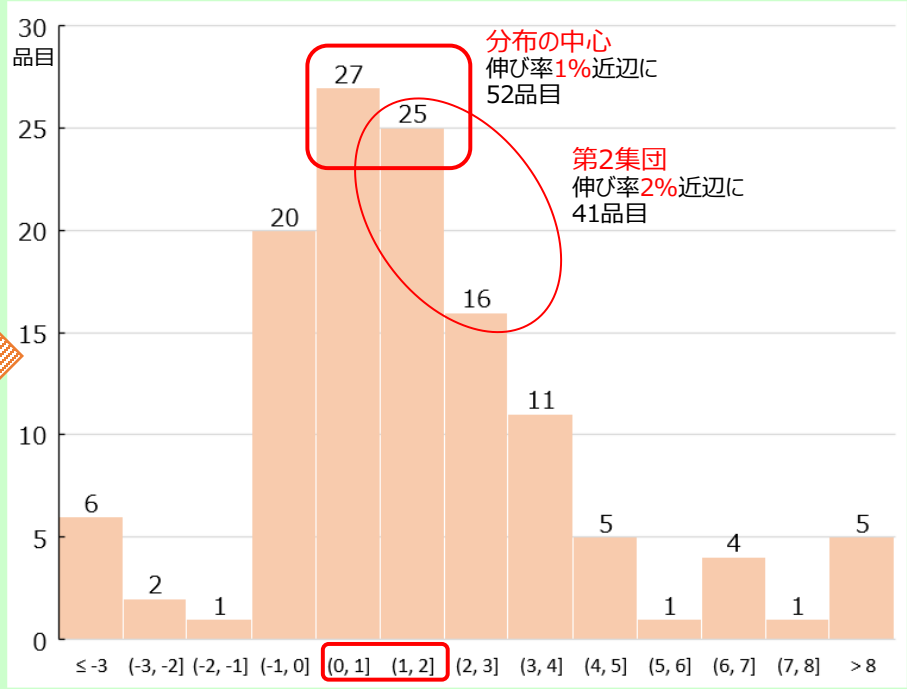
- 10月の日本のサービス価格をみると、価格上昇の裾野が拡大している様子が分かる。モノの物価の影響を大きく受ける外食を除いた125品目について、横軸に価格の前年比伸び率、縦軸に該当する品目数を示した図表をつくると、1年前と比べて分布が右へ明確にシフトしている
- 2023年10月は0%近辺に42品目が集中し分布の中心をなしていたが、2024年10月には1%近辺に52品目が集まり、価格改定を経てサービス価格が動意づいた様子が見て取れる。2%近辺に第2集団（41品目）が形成されている
- 日銀が注視する第二の力（サービス価格主導の物価上昇）の進捗が確認できる内容とみられ、日銀が12月会合で利上げを行なう根拠の一つになるとみる。分布の中心が2%へ移行するかどうかが、今後の焦点となろう

サービス品目の分布（外食除く125品目、2023年10月）



（出所）総務省のデータより明治安田総研作成。横軸は前年比伸び率（%）

サービス品目の分布（外食除く125品目、2024年10月）



（出所）総務省のデータより明治安田総研作成。横軸は前年比伸び率（%）

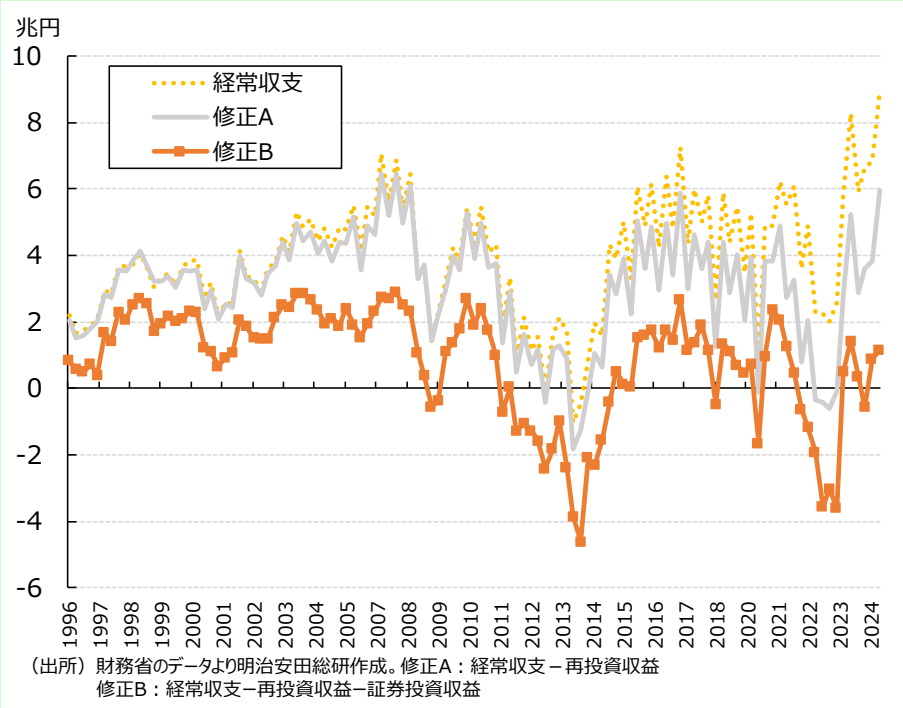
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

修正経常収支は3四半期連続黒字、円需要持ち直しへ

円需給改善が円高要因に

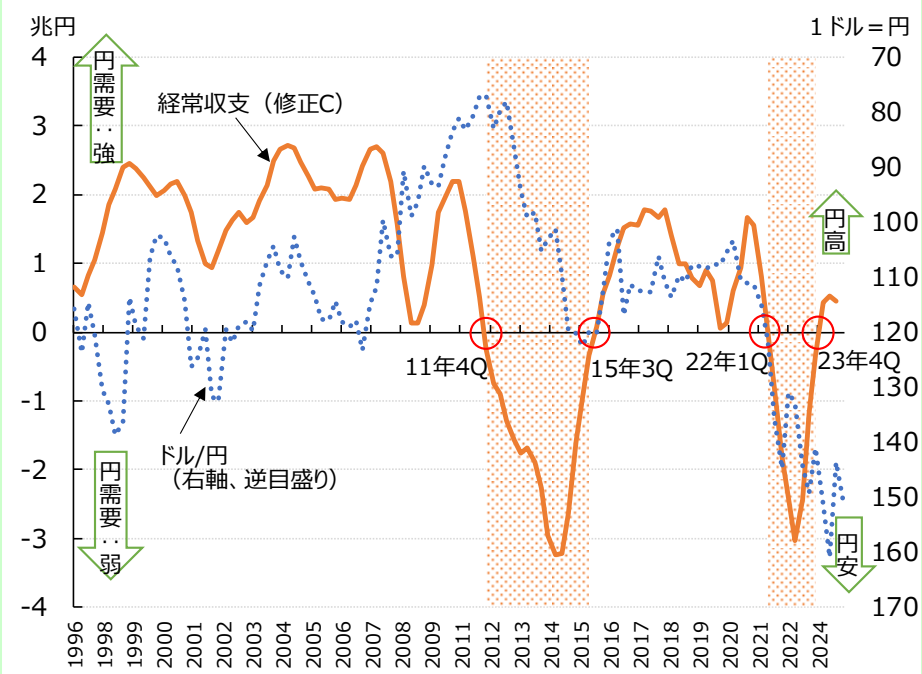
- 7～9月期の日本の経常収支は第一次所得収支が牽引する形で改善傾向。もっとも、直接投資収益の再投資収益は円需給に影響しないとみられるため、これを経常収支から除いた系列（修正A、左図）をつくる
- さらに、（修正A）から債券利子などの証券投資収益を除いた系列（修正B、左図）を導入する。証券投資収益の相応の部分は再投資されるとすれば、実際の円需給を反映する系列は（修正A）と（修正B）の間、（修正B）にごく近いところにあると考えられる
- 修正Bの4四半期後方移動平均をとった系列（修正C、右図）が基調的な円需給を示すとする。1996～2006年まではドル/円相場と連動するが、2007～11年の円高局面では説明力を失う。もっとも、2012～14年と2022～23年の円安局面では、修正Cの赤字が円相場に影響したとみる。2024年1～3月期より3四半期連続で修正Cは黒字であり、円需給の改善がじわりと円相場に効いてくる可能性がある

日本の経常収支（四半期ベース）



（出所）財務省のデータより明治安田総研作成。修正A：経常収支－再投資収益
修正B：経常収支－再投資収益－証券投資収益

円需給とドル/円



（出所）財務省とブルームバーグのデータより明治安田総研作成。修正C：（経常収支－再投資収益－証券投資収益）の４四半期後方移動平均、シャドー部分は経常収支（修正C）が赤字になった時期

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

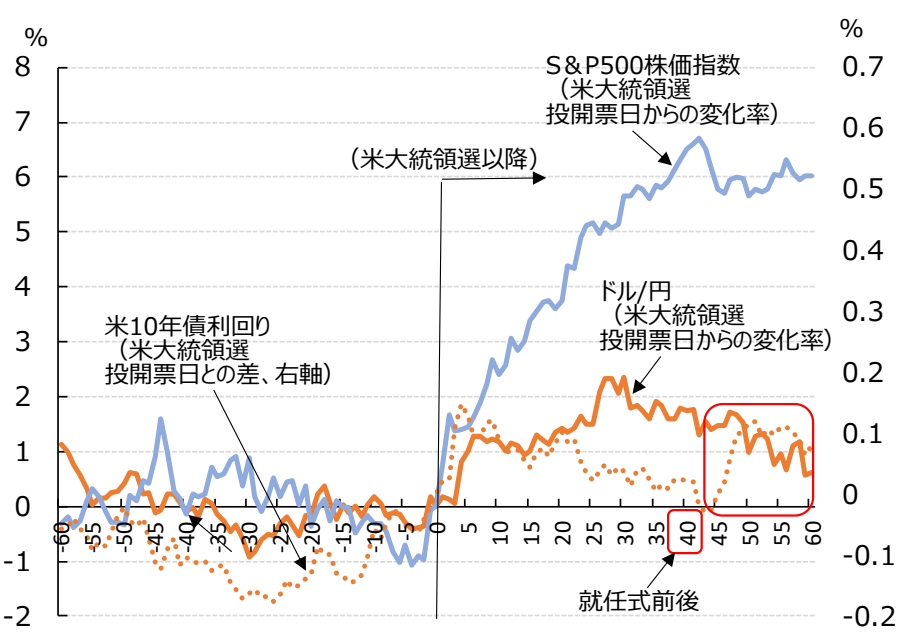
論点③　米大統領選後の相場

トランプ次期米政権の出だしはドル安か

就任式後の金利上昇は悪い金利上昇となろう

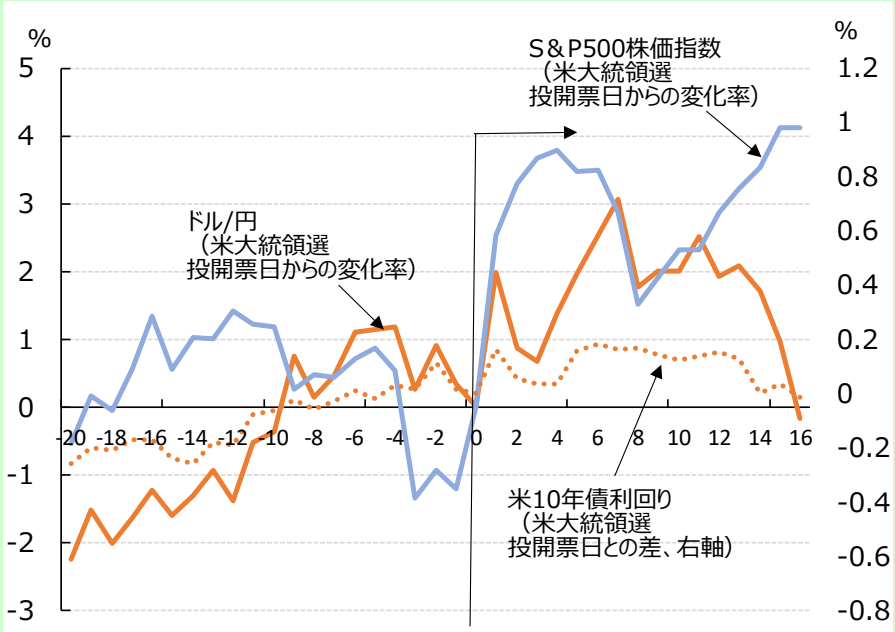
- 足もと、トランプトレードが失速している（右図）。追加関税への警戒感などが要因であるが、S&P500株価指数は底堅い米景気を背景に堅調推移である。ドルよりも株式が堅調なのは、過去の大統領選スイープケース（左図、大統領と上下両院を制す）と同様の動きである
- スイープケース（1976年以降の5例を集計）では、共和党政権では減税観測、民主党政権では財政出動観測が高まり、S＆P500株価指数と米10年債利回りが上昇するものの、財政悪化懸念などによりドル/円は軟調推移をたどってきた
- 就任式のころ（大統領選後40営業日後、年明け1月初旬）、政策メニューが再度意識されて米10年債利回りが上昇する傾向があるが、悪い金利上昇との受け止めから、ドル高要因にはなってこなかった（左図）。トランプ次期米政権の出だしにおいても、円高ドル安となる可能性が高いとみる

スイープケースにおける市場動向



（出所）ブルームバーグのデータを基に明治安田総研作成。横軸は日付（営業日ベース）、0は米大統領選投開票日。集計対象は1976、92、2004、16、20年、2008年は除く

米大統領選後の市場動向（2024年）



（出所）ブルームバーグのデータを基に明治安田総研作成。横軸は日付（営業日ベース）、0は米大統領選投開票日

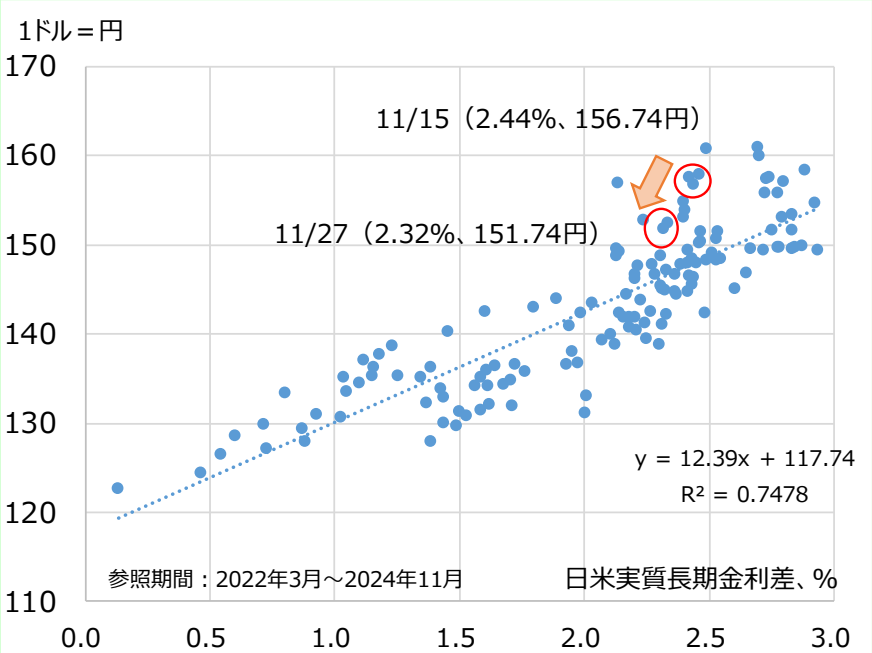
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

トランプ次期米政権下でキャリートレードは手掛けにくい

不規則発言によるボラ高止まりと逆方向を歩む日米中銀

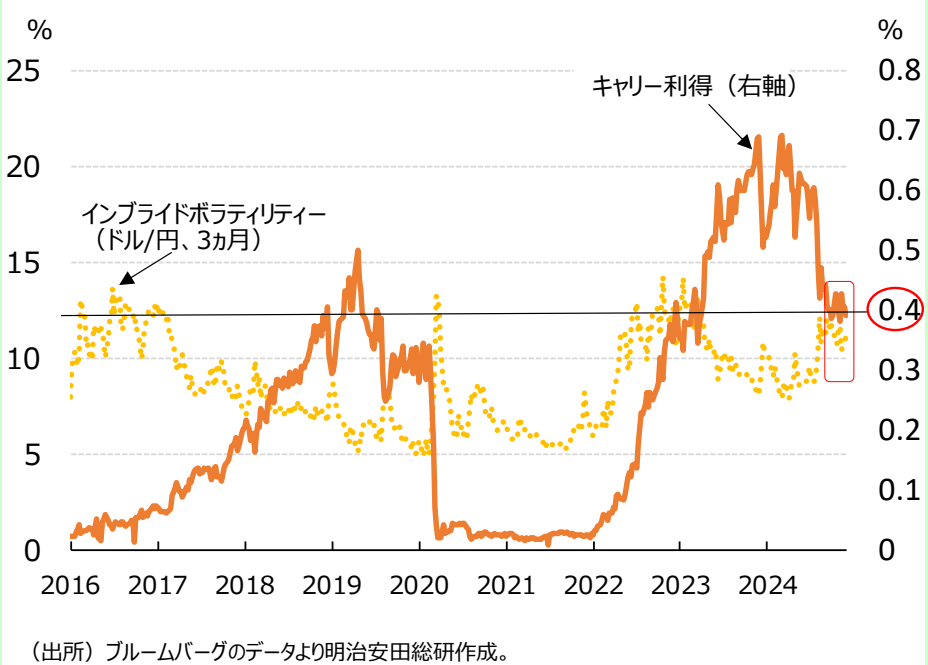
- トランプトレードが巻き戻されたとはいえ、日米実質長期金利差は足もと2.3%付近であり、ドル/円は金利差に見合った水準（146.5円程度）よりもなお円安水準にある
- ドル/円のインプライドボラティリティーは足もと2022年秋の為替介入時の水準にあり、今後もトランプ次期米大統領の不規則発言などで高止まりする可能性が高く、キャリートレードを手掛けにくい環境
- キャリートレードの単位リスク当たりの利得（日米3ヵ月国債利回り差/3ヵ月インプライドボラティリティー）は足もと0.4%付近と、前回の米利上げ局面の水準まで低下。FRBの利下げと日銀の利上げにより、今後も縮小していく可能性が高い。円売りの誘因は小さく、キャリートレード再燃リスクは低い。円高ドル安リスクを警戒する局面か

実質金利差モデルの散布図



（出所）ブルームバーグのデータを基に明治安田総研作成

キャリー利得の動向



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。
キャリー利得＝日米3ヵ月国債利回り差 / インプライドボラティリティー（ドル/円、3ヵ月）

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

※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

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.