

月刊 為替市場の論点

2024年8月

〈要約〉

過度な円安の修正が進み、足もとのドル/円は日米実質金利差に見合った水準にある。日銀は利上げ、FRBは利下げと金融政策の方向性は先々の実質金利差縮小を示唆するため、リスクは円高寄りか。米ソフトランディングを前提とする「予防的」利下げ局面では、FRBの利下げ開始後1ヵ月間は円高進行、その後円安が経験則であり、1ドル140円割れも視野に入ろう。過去3例との相違点は日銀が利上げ局面にあることであり、円安回帰が妨げられる可能性も。135円付近の円高水準は2%物価目標の障害に

- 振り返りと今後の注目点 ……P1
- 論点① 利上げで円安修正へ ……P2
～植田総裁就任以降、11回目で初めて円高へ～
- 論点② 投機筋撤退、実質金利差モデルに回帰 ……P3
～実質金利差縮小による円高リスクに警戒～
- 論点③ 米予防的利下げ局面の検証と140円割れのリスク……P4
～過去3例との違いは、日銀が利上げ局面にある点～
- 論点④ 135円で2%物価目標に黄信号 ……P5
～実質賃金改善も、物価目標に下方リスク～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

日銀の利上げと台頭する米景気への懸念

巻き戻される円キャリートレード
円高ドル安基調へ

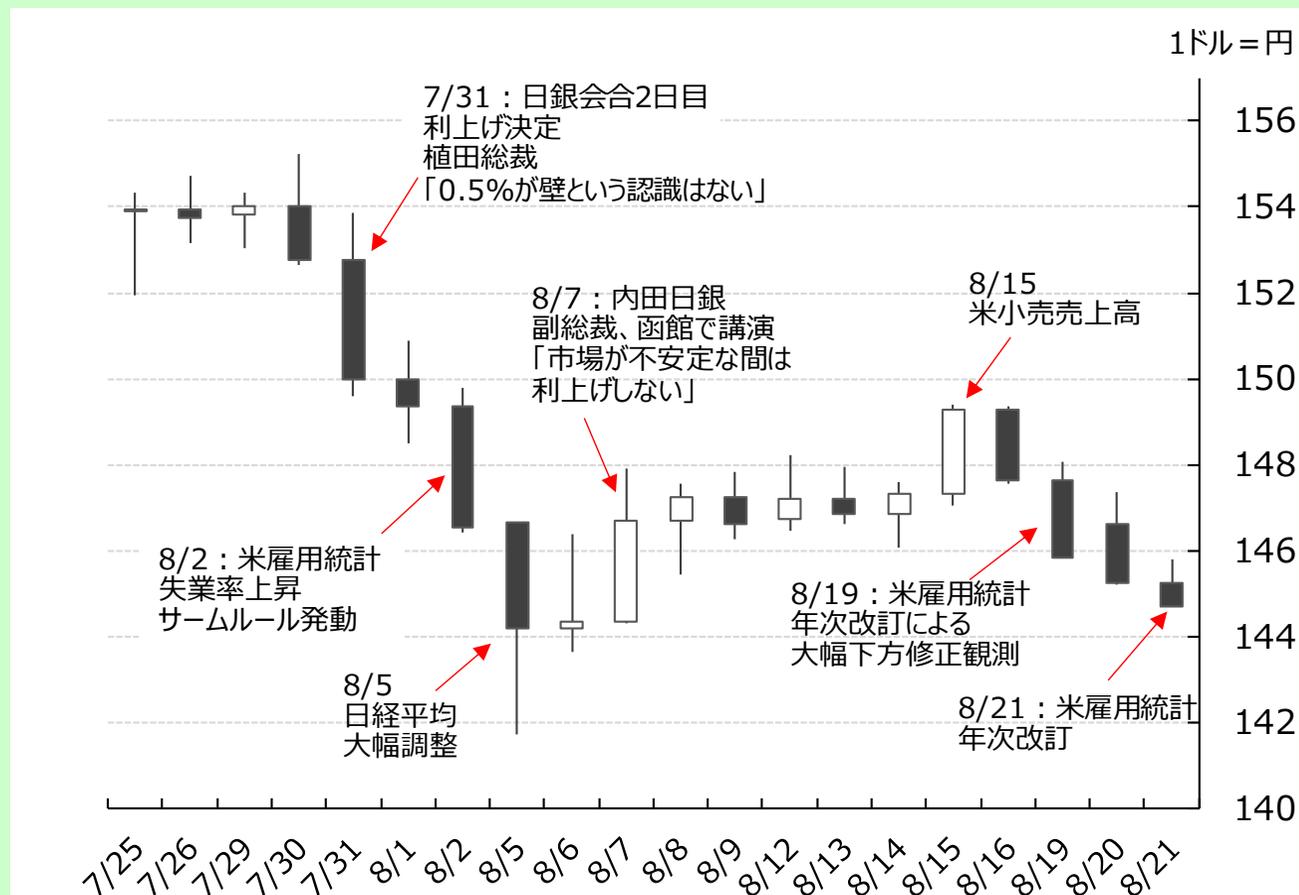
◆ドル/円概況（7/25～8/21）

- 7月31日、日銀が利上げを決定し、植田総裁が追加利上げに前向きな姿勢をみせたことで、円高ドル安に
- 8月2日発表の米7月雇用統計で失業率の上昇が確認されると、米長期金利が大幅に低下。5日、本邦株価が急落するなどリスク回避姿勢が強まるなか、一時1ドル141円台まで円高ドル安が進んだ
- 7日、内田日銀副総裁がハト派寄りの情報発信を行なうと、リスク回避姿勢が和らぎドルの買戻しが優勢に。15日、堅調な米小売売上高発表を受けて一時1ドル149円台を付ける場面も
- その後、年次改訂に伴う米雇用統計の雇用者数下方修正等でドル安圧力が強まり、1ドル140円台半ばまで円高ドル安が進行

◆今後の注目点

- 米連邦準備制度理事会（FRB）が9月から利下げ局面入りするとみられ、経験則は一段の円高余地を示唆する。今回は日銀が利上げ局面にあるため、過去事例のような円安回帰経路が実現する確度は低いとみる。135円付近の円高水準は2%物価目標の障害となる可能性も

◆ドル/円（日足）



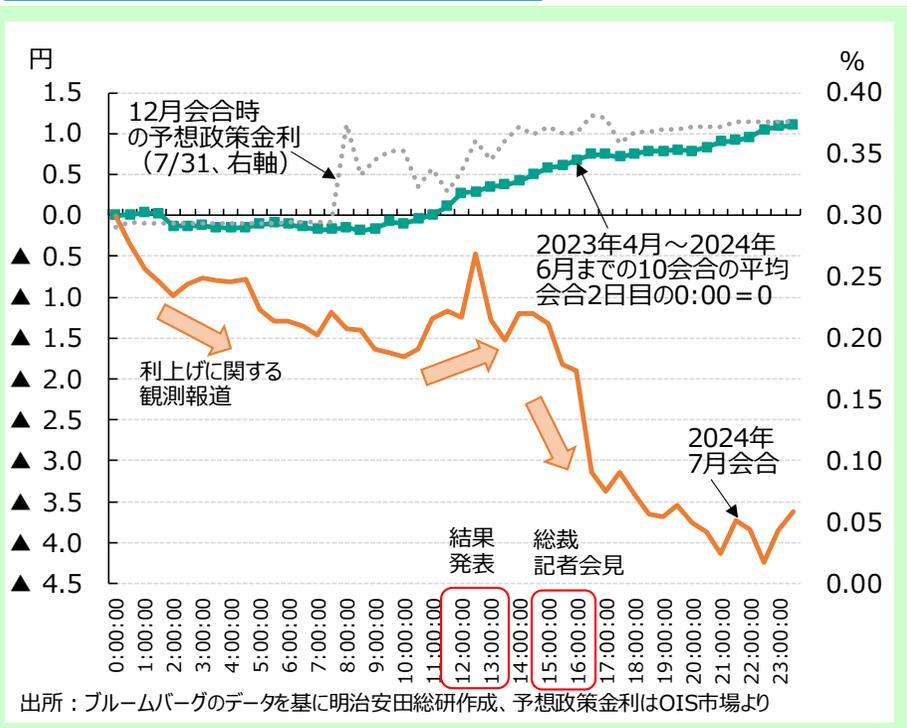
出所：ブルームバーグ、各種報道より明治安田総研作成

利上げで円安修正へ

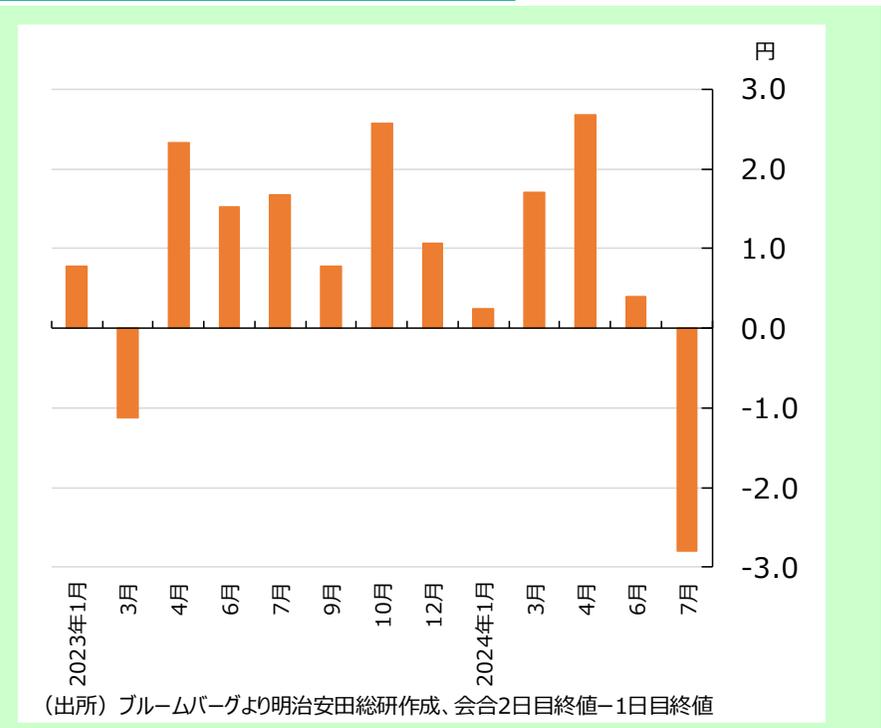
植田総裁就任以降、11
会合目で初めて円高へ

- 植田日銀総裁の就任以降、10会合連続（2023年4月～2024年6月）で日銀会合2日目は円安進行となった。10会合の値動きを合成すると、結果発表で円安、総裁記者会見でさらに円安となる。2024年7月会合では利上げとタカ派的な会見により、円高進行
- 7月会合1日目終了後、ドル/円は1ドル155円付近にあり、利上げ見送りであれば円安加速リスクが想定された。7月31日正午過ぎ、利上げ発表を受けた市場の初動は円安反応であり、円高の原動力は植田総裁によるタカ派的な会見であった
- 7月11日以降のドル/円を大まかに整理すると、円高約12円（円買い介入で4円：7月11～16日、日銀利上げ関連で8円：7月17～31日）、ドル安約5～9円（8月1～22日、米雇用統計等）。日本の低金利継続と米景気の安泰という円キャリートレードの前提が揺らいだことで、ドル/円相場は転換点を迎えている

日銀会合2日目のドル/円の推移



日銀会合2日目のドル/円

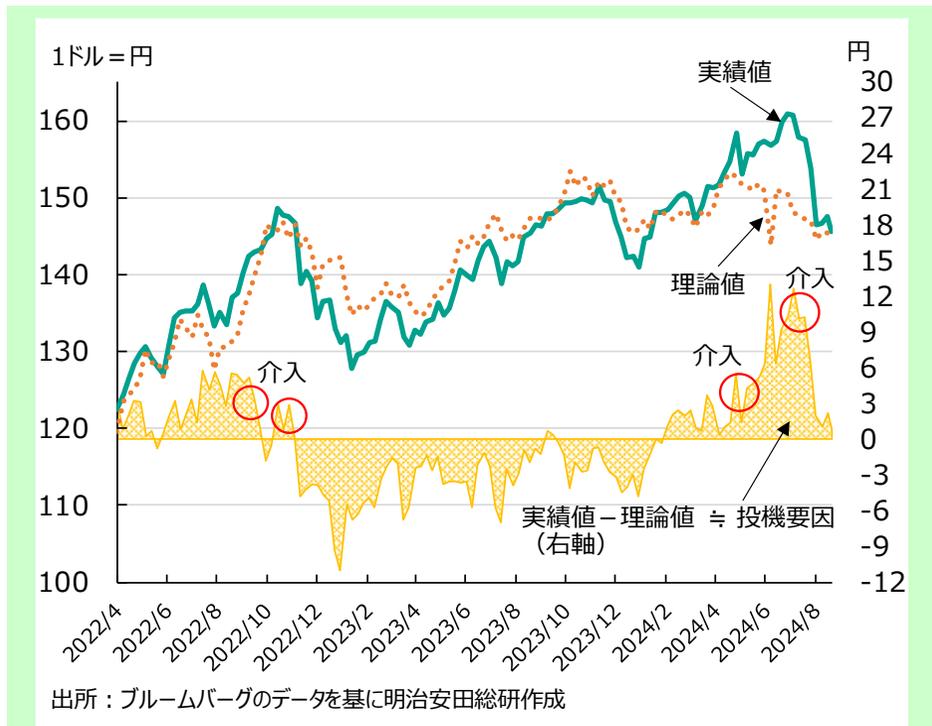


投機筋撤退、実質金利差モデルに回帰

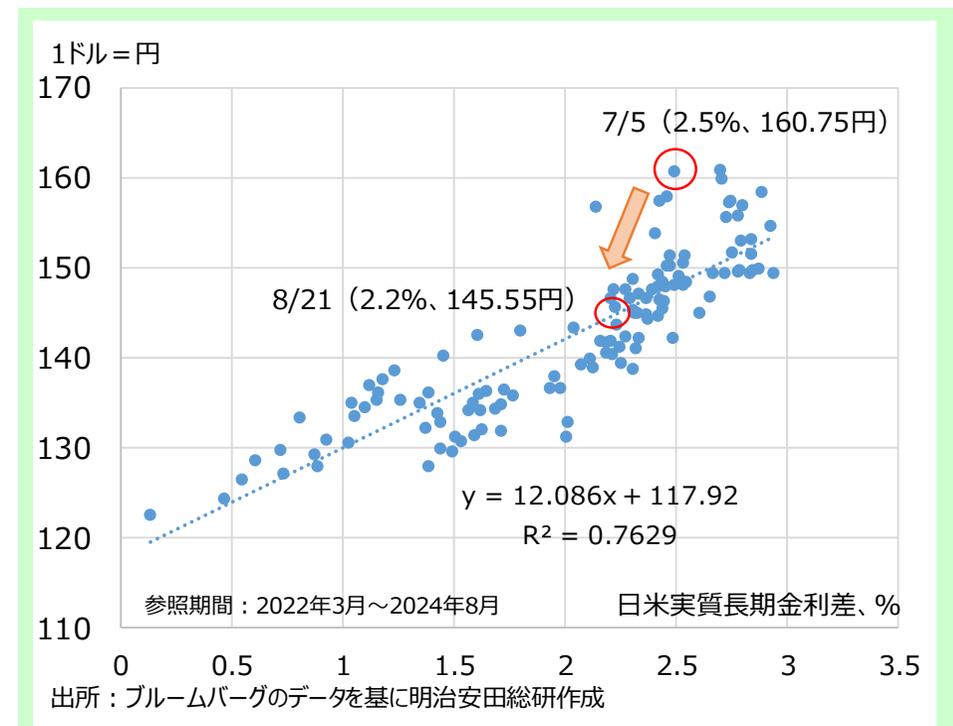
実質金利差縮小による円高リスクに警戒

- 円キャリートレードの動向を映すとされる米商品先物取引委員会（CFTC）発表のドル/円先物ネットポジション（非商業部門、8月13日時点）は小幅な円買い越しとなり、円売り投機はほぼ解消された模様
- 2022年3月にFRBが利上げを開始して以降、ドル/円と日米実質金利差（10年物）は強い相関を示してきた。円買い介入があった場面（2022年9-10月、2024年4-5月、7月）では、実績値が理論値を上回っており、特に2024年7月については約13円の上振れ
- 投機要因が大きいとみなせるため、ボラティリティーが低水準とはいえ、7月の介入は十分正当化されよう。足もとの理論値は145.55円であり、実勢レートに近い。実質金利差が縮小するのであれば、円高リスクに警戒すべき局面とみなせる

実質長期金利差によるドル/円の推計



実質金利差モデルの散布図

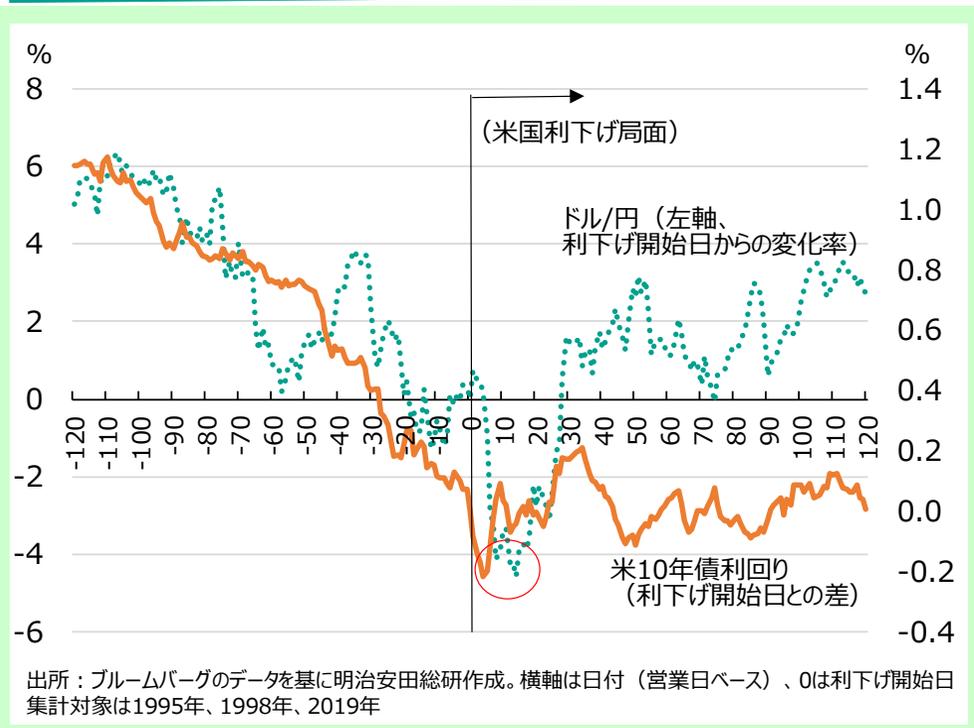


米予防的利下げ局面の検証と140円割れのリスク

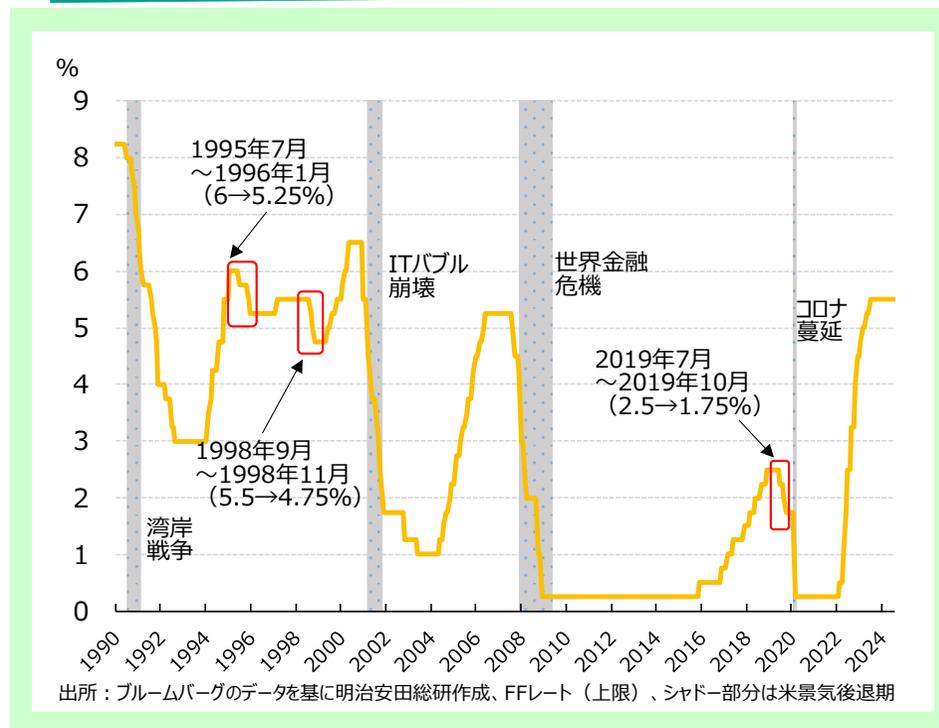
過去3例との違いは、日銀が利上げ局面にある点

- FRBは、9月から利下げ局面入りか。引き締め具合を適切に調整し、ソフトランディングを目指す構え。過度な引き締めによる景気悪化を未然に防止する「予防的」利下げ局面（景気後退期以外での利下げ局面）は1990年以降3回（1995年、1998年、2019年）
- 3局面におけるドル/円と米10年債利回りの動きを合成すると、利下げ開始日に向けて双方とも低下傾向をたどる。ドル/円の底打ちは利下げ開始日から14営業日後（▲4.6%）、米10年債利回りは4営業日後（▲0.2%、差分）である
- 過去と同様の推移をたどるとすると、ドル/円は1ドル139円（ 146×0.954 、▲4.6%）程度まで調整余地。利下げ後、1ヵ月後以降は急速に戻りを試す傾向にあったが、今回は日銀が利上げ局面に入っているところが大きな相違点。市場の年内追加利上げの織り込みは足もと3割程度であるが、堅調な賃金動向等を背景に日銀のタカ派姿勢が強まる可能性はある。経験則通り円安に振れるとみるのは早計か

予防的利下げ前後のドル/円と米金利



米政策金利の推移と予防的利下げ



135円で2%物価目標に黄信号

実質賃金改善も、物価目標に下方リスク

- ・内田日銀副総裁は、函館における講演で、「円安が修正された結果、輸入物価を通じた物価上振れのリスクは、その分だけ小さくなりました」と発言。「第一の力第2ラウンド」は回避されたとみるが、急速な円安修正は2%物価目標へのリスク要因になると考える
- ・輸入物価は約6ヵ月後のCPI（財）に影響するため、2024年下半年（7-12月）の動向が反映されるのは2025年上半年（1-6月）。CPI（財）の上昇率の半分がCPIへの寄与度となる

$$\text{CPI（財）} = 0.09 \times (\text{輸入物価、6ヵ月前}) + 1.97 \quad (\text{決定係数：0.72、期間：2020年1月～2024年6月})$$
- ・2024年下期の円高による2025年上期のCPI押下げ効果（対ベースライン）は1ドル140円で▲0.2%pt、130円で▲0.4%pt。135円でコアCPIは前年比+1.9%と、2%物価目標を下回る一方で、実質賃金は同+1.0%と、伸び幅を拡大させると試算できる

ドル/円と物価・賃金

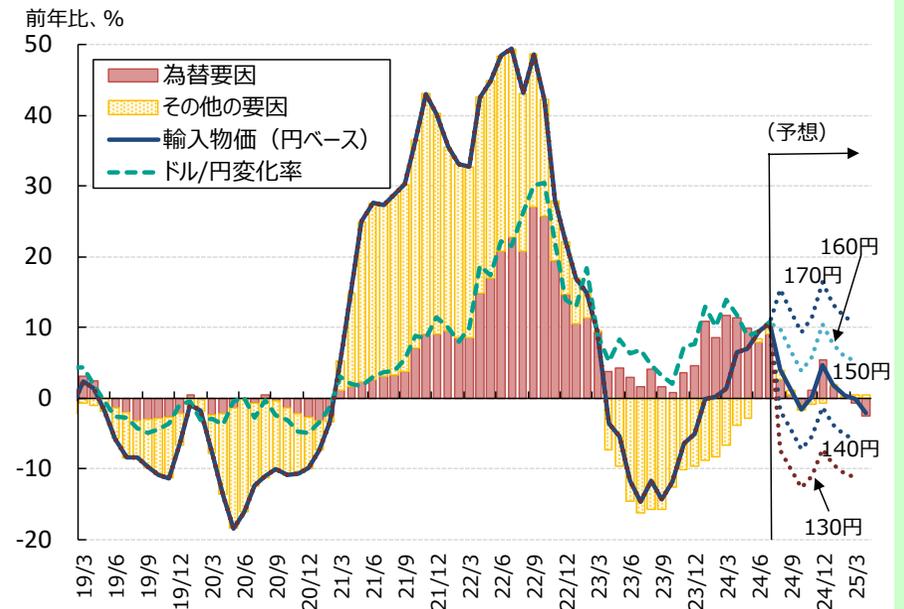
	為替 (1ドル=円)	輸入 物価	財CPI	コアCPI	コアCPI への影響	実質 賃金
25年上期 (24年 下期の為 替による 影響)	130	▲6.3	1.4	1.8	▲0.4	1.1
	135	▲3.9	1.6	1.9	▲0.3	1.0
	140	▲1.6	1.8	2.0	▲0.2	0.9
	145	0.8	2.0	2.1	▲0.1	0.8
	150	3.1	2.2	2.2	ベースライン	0.7
	160	7.9	2.7	2.4	0.2	0.5
	170	12.6	3.1	2.6	0.4	0.3

出所：ブルームバーグなどのデータを基に明治安田総研作成

輸入物価は6ヵ月前、輸入物価、財CPI、コアCPI、実質賃金は前年比伸び率（%）

コアCPIへの影響は対ベースライン（%ポイント）

輸入物価の要因分解



出所：日銀のデータを基に明治安田総研作成。予想は明治安田総研、為替以外の要因が2024年1-7月平均で一定と仮定

※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

