2024.10.30

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2024年10月

〈要約〉

米大統領選の結果、トリプルレッドとなれば、ドル/円は1ドル160円をめざす可能性がある。為替・米債券市場の織り込みは足もと6割程度とみる。ボラティリティーの高まりは顕著であり、国際的な合意を得やすいスムージング介入であれば、当局に躊躇はないとみられ、1ドル158円が介入警戒ラインとなろう。秋の日本の実質賃金プラスはやや困難な情勢とみられ、日銀は円安と冴えない景気動向の間で板挟みとなる可能性もあろう

振り返りと今後の注目点 ・・・P１

論点①　トリプルレッドで1ドル160円に ・・・P2
～レッドスイープの織り込みは道半ば～

論点②　タームプレミアムに拡大余地、米長期金利は4.5%を窺う ・・・P3
～高まる財政悪化とインフレへの思惑～

論点③　介入警戒ラインは1ドル158円か ・・・P4
～介入の大義名分は整いつつある～

論点④　賃金動向はオントラックなのか ・・・P5
～実質賃金プラスは12月までお預けか～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

明治安田総合研究所

堅調な米指標とトランプトレードで円安ドル高

本邦当局の緊張感高まる

◆ドル/円概況（9/27~10/29）

・10月2日、石破首相が、「追加利上げの環境にはない」と発言したことで、円売り優勢となった。堅調な米9月雇用統計を受け、ドル買いも加速。7日、三村財務官の円安牽制発言を受け、円安一服

・14日、ウォラー米連邦準備制度理事会（FRB）理事が、「慎重な利下げペースが適切」と発言。さらに、17日発表の米9月小売売上高が底堅く、ドル買いが優勢に。18日、三村財務官が口先介入

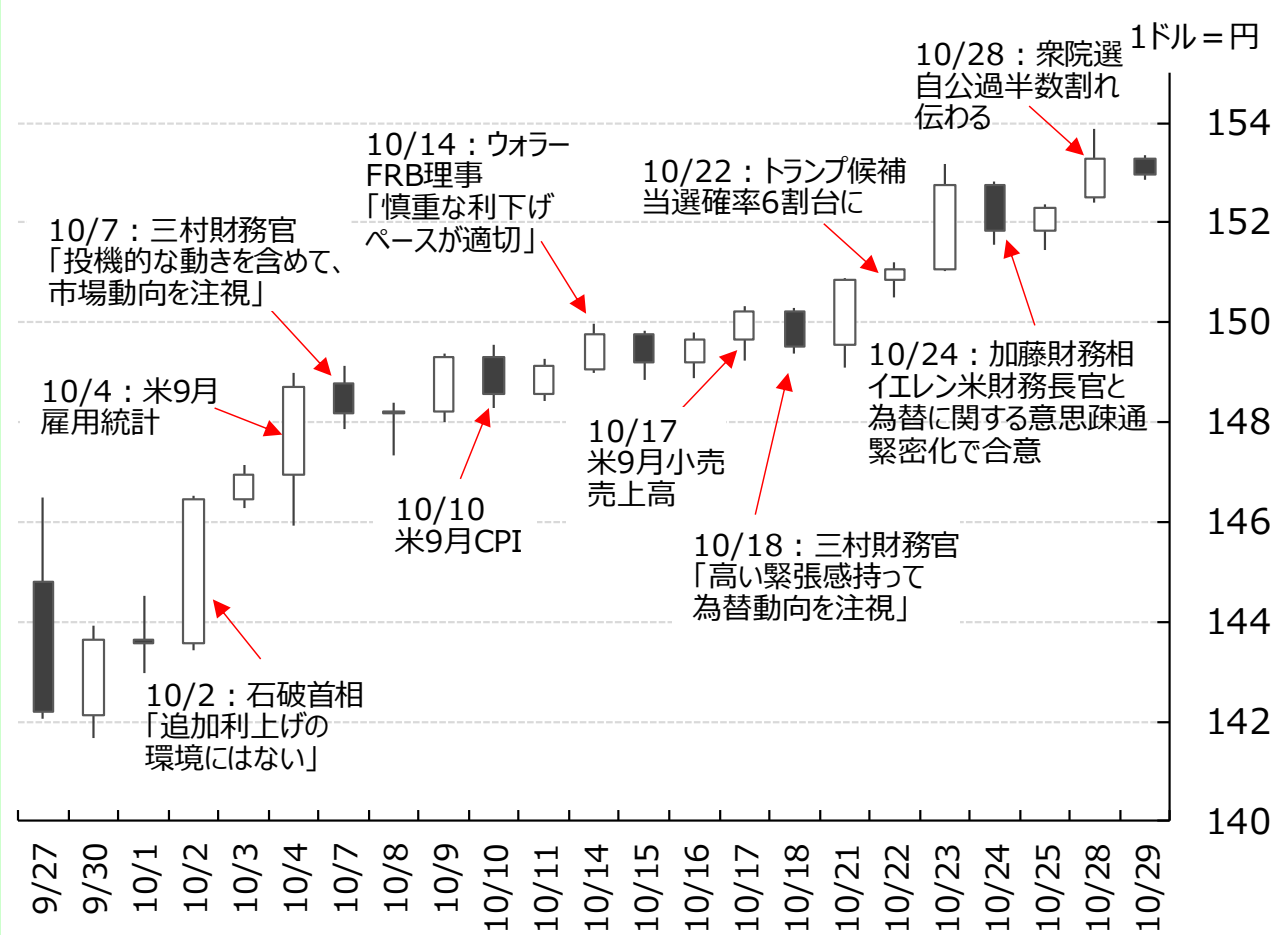
・21～22日、トランプ候補優位との観測が高まり、関税引き上げなど、インフレを連想させる政策実現の確度が上がったとの思惑から、米長期金利が上昇し、円安ドル高に

・28日、衆院選での自公過半数割れを受け、政局混迷が利上げの遅れにつながるとの思惑から、円売り優勢に

◆今後の注目点

・米大統領選の結果、トリプルレッドとなれば、為替・米債券市場の織り込みが足もと6割程度であることから、ドル/円は1ドル160円をめざす可能性がある。ボラティリティーの高まりは顕著であり、1ドル158円が介入ラインとなろう

◆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

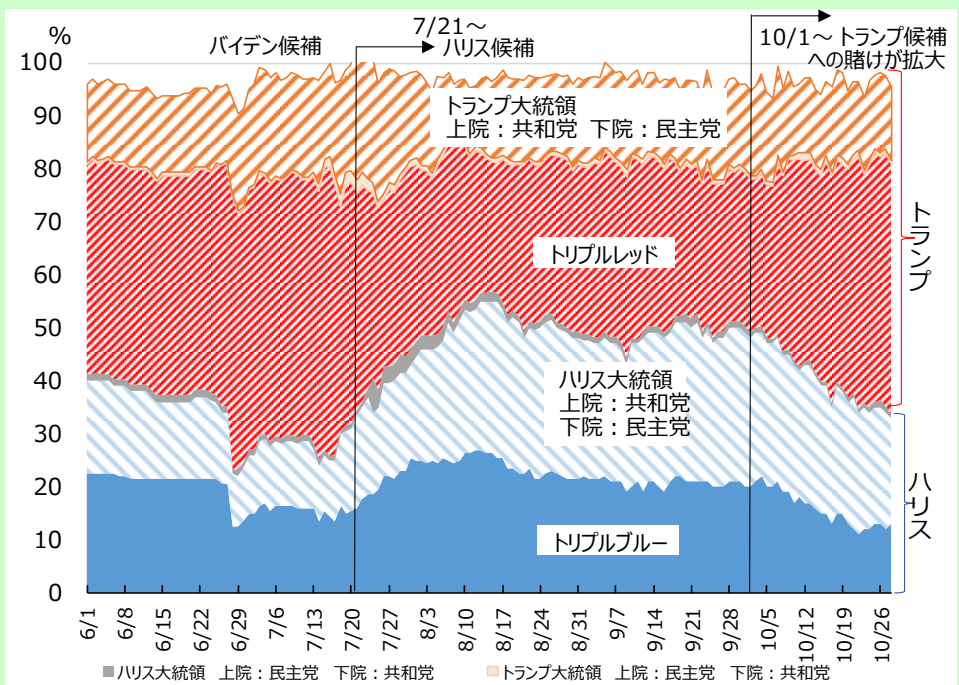
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

トリプルレッドで1ドル160円に

レッドスイープの織り込みは道半ば

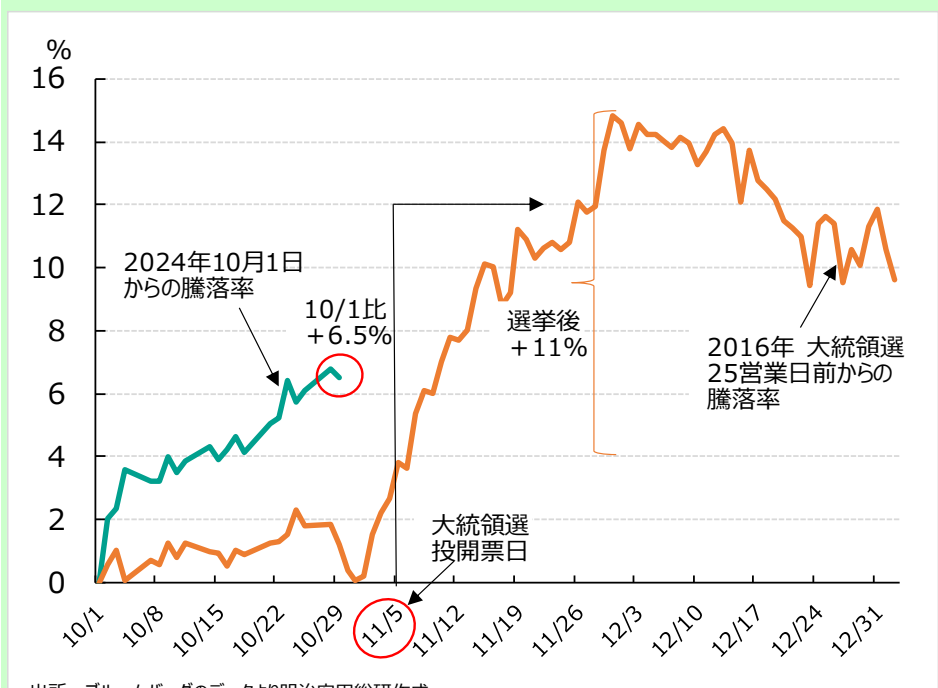
- 10月1日以降、激戦州の支持率調査でのリードなどを背景に、トランプ候補優位との観測が強まり、米賭け市場（Polymarket）はトランプ大統領誕生を6割方織り込む。また、上下両院も共和党が制する「トリプルレッド」の織り込みが5割近くに達する
- トランプ候補の政策は財政悪化とインフレをもたらすとの思惑から、米長期金利が上昇し、ドル/円は10/29時点で10/1比+6.5%の水準
- 2016年にトリプルレッドとなった際、ドル/円は大統領選投開票日から11%上昇しており、トリプルレッド実現時の上値目途として意識されやすい
- 足もとのドル/円（153円）は、トリプルレッド実現によりあと4.5%（11-6.5）程度の上昇余地を見込むなら、1ドル160円が上値の目安に

米大統領選と議会選を巡る賭け市場の動向



出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成、予測市場プラットフォーム「Polymarket」の数値

米大統領選とドル/円の値動き



出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

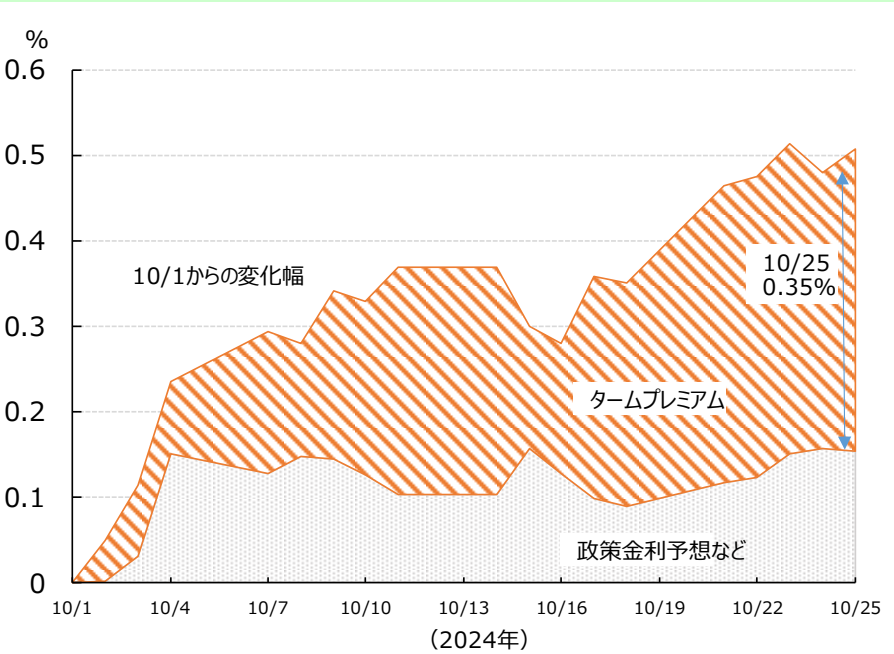
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

タームプレミアムに拡大余地、米長期金利は4.5%を窺う

高まる財政悪化とインフレへの思惑

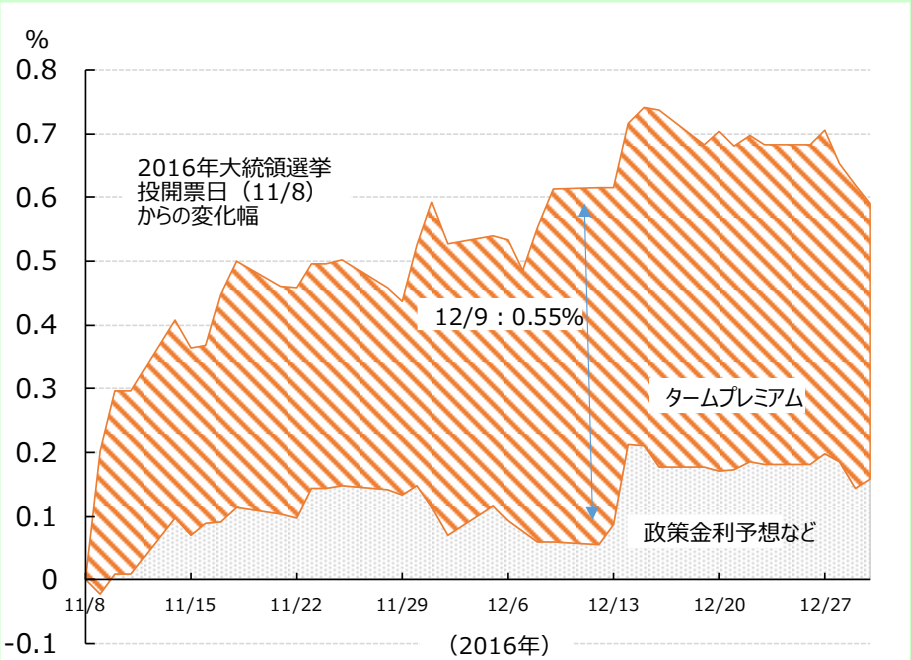
- 米10年国債利回りの上昇要因（10/1～）を、インフレや需給ショックといった不測のリスクを示すタームプレミアムとそれ以外の要因（政策金利予想など）に分割すると、政策金利予想は10/4の米雇用統計発表時に上振れて以降横ばいである一方、タームプレミアムが上昇中
- 足もとの利回り上昇はトランプリスクの織り込みが主導しており、2016年の利回り上昇パターンと類似。トリプルレッド（法人減税、移民排斥による労働供給減からくる賃金上昇、関税強化などが想起される）によるインフレと財政悪化を織り込みに行く動き
- タームプレミアムは10/1比＋0.35%（10/25時点）であるが、2016年にトリプルレッドとなった際、投開票日から0.55%程度上昇しており、現時点での米債券市場のトリプルレッドの織り込みは64%程度にとどまっていることから、米10年国債利回の上昇余地は大きい

米10年国債利回りの上昇要因



出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成、タームプレミアムはNY連銀算出

米10年国債利回りの上昇要因（2016年）



出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成、タームプレミアムはNY連銀算出

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

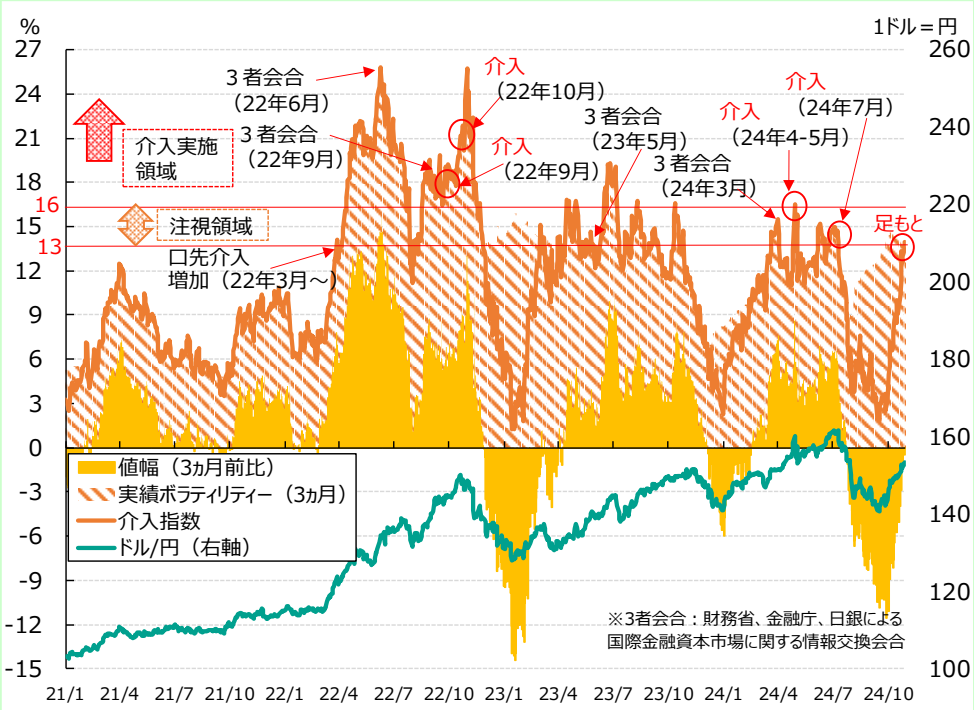
論点③　円買い介入

介入警戒ラインは1ドル158円か

介入の大義名分は整いつつある

- 政府・日銀による口先介入が増加している。足もとの3ヵ月実績ボラティリティーは13.9%と、2022年秋の円買い介入時よりも高く、本邦当局の警戒感が高まっているもよう
- 介入の力点はボラを均すスムージング（2022年秋）から、水準防衛（2024年春、7月）へと移行した経緯がある。今度介入するとしたら、高いボラを理由にスムージング介入であると対外的に示すことができそうだ。スムージング介入であれば、国際的な合意を得やすいため、介入判断を下すハードルは2024年春や7月と比べて格段に低いとみられる
- 介入指数（3ヵ月前比の値幅＋3ヵ月実績ボラティリティー）が13を上回ると口先介入が増加し、いつ3者会合が開かれてもおかしくない状況とみなせる。足もとの介入指数は14であり、あと3%値幅が出れば（1ドル158円）、2022年9月の介入時（17.7）に接近する

ドル/円と介入実績



出所：ブルームバーグのデータと財務省、各種報道を基に明治安田総研作成、介入指数＝値幅＋実績ボラティリティー

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	スムージング（2.8兆円）
10月21日	円買い介入	21.1	8.5	12.6	スムージング（5.6兆円）
10月24日	円買い介入	21.8	8.9	12.9	スムージング（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
11月13日	151.91円	10.3	4.2	6.1	—
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	円買い介入	16.5	8.6	7.9	水準防衛（5.9兆円）
5月1日	円買い介入	15.8	7.6	8.2	水準防衛（3.9兆円）
7月10日	161円台後半	14.0	5.6	8.4	水準防衛（5.5兆円、11日との合計）
7月11日	158円台後半	13.1	4.0	9.1	水準防衛
10月29日	口先介入増加	14.0	0.1	13.9	ボラが高水準

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、スムージング、水準防衛の判定は筆者

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

論点④　日銀の金融政策と賃金

賃金動向はオントラックなのか

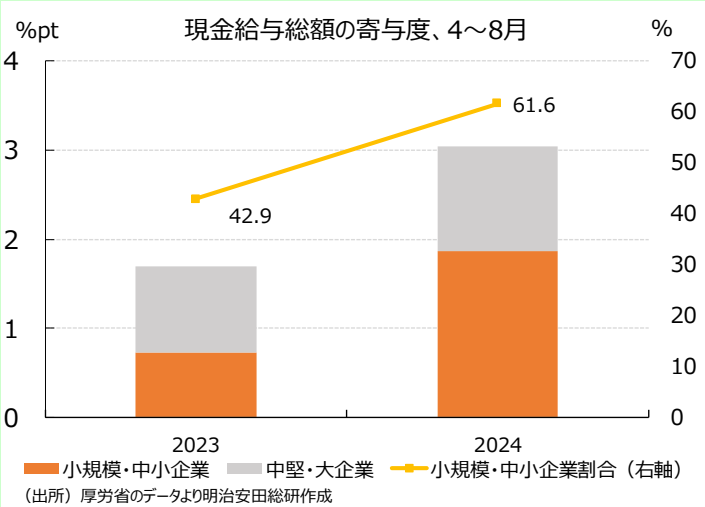
実質賃金プラスは12月までお預けか

・植田日銀総裁は9月日銀会合後の会見で、毎月勤労統計の規模別の動向に言及し、中小企業が伸びている点とその持続性を問題点に挙げた。賃金動向の把握には、共通事業所だけでなく、規模別のデータが確認できる本系列の点検も必要

・4～8月の賃金動向は、小規模・中小企業の防衛的賃上げが主導しており、寄与率は昨年の4割から6割に上昇も、生産性が下がるなかで、かなり無理をしている

・6～7月の現金給与総額に占める小規模・中小企業の特別給与の寄与率は45%。これが中堅・大企業並みの伸びであれば、実質賃金プラスはなかった計算

・小規模・中小企業については、財務・生産性ともに心許なく、防衛的賃上げの持続性に疑問符が付く。9～11月の実質賃金プラス転換は難しいとみられる



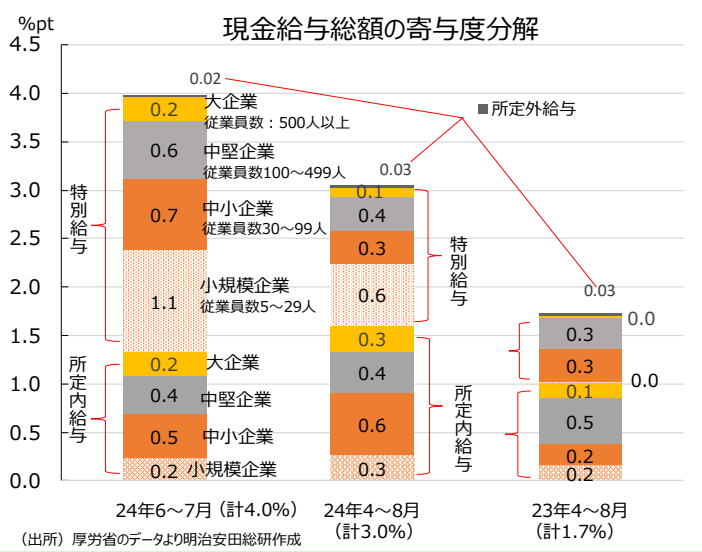
（出所）厚労省のデータより明治安田総研作成

先行きの賃金のシミュレーション（本系列）

（予想、物価は9月まで実績）

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
春闘反映率	21	50	68	81	88	90	91	92	92
特別給与	2.2	0.1	7.8	6.6	12.0	3.9	2.5	1.9	7.4
所定内給与	1.8	2.1	2.2	2.4	2.4	2.6	2.7	2.7	2.7
総額	1.6	2.0	4.5	3.4	2.8	2.5	2.5	2.4	5.1
物価	2.9	3.3	3.3	3.2	3.5	2.9	2.8	2.8	2.9
実質賃金	▲1.2	▲1.3	1.1	0.3	▲0.8	▲0.4	▲0.3	▲0.4	2.2

出所：厚労省のデータ等を基に明治安田総研作成。物価は消費者物価指数（帰属家賃を除く総合）、春闘反映率は%、それ以外は（前年比、%）、予想は明治安田総研



（出所）厚労省のデータより明治安田総研作成

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.