

月刊 為替市場の論点

2024年4月

〈要約〉

日銀会合後に円安が進むとみるが、値幅・ボラティリティー共に高水準とはいえ、1ドル160円付近まで実弾介入はないと考える。円安が輸入物価経由でCPIを押し上げる効果を検証すると、160円程度の円安は所得環境に大きく影響しないが、170円で実質賃金をマイナスにしてしまう可能性が出てくる。日銀が為替要因を憂慮し始めるのは160円を超えてからではないか

振り返りと今後の注目点 ……P 1

論点① 日銀会合後は円安か ……P2
～日銀会合2日目は8会合連続で円安進行～

論点② 円安の輸入物価押し上げ効果 ……P3
～1ドル170円で実質賃金をマイナスにしてしまう可能性～

論点③ 介入ラインは160円付近か ……P4
～足もとのボラティリティーと値幅は介入には不十分～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

強い米経済指標を受け、一昨年の介入ライン（2回目）を突破

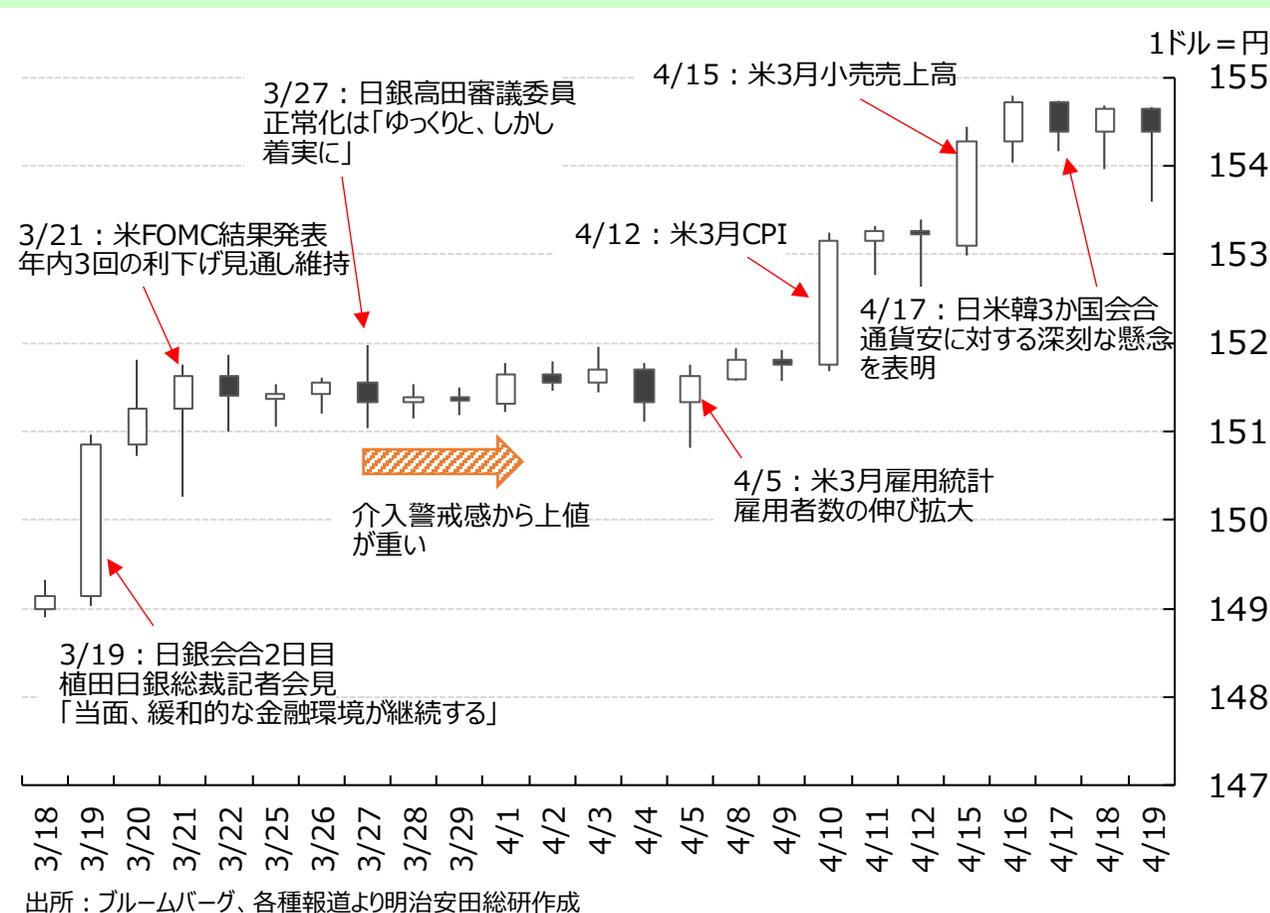
◆ドル/円概況（3/18~4/19）

- ・日銀3月会合でマイナス金利が解除されたものの、「当面、緩和的な金融環境が継続する」との声明文の文言や植田総裁会見のトーンから追加利上げは当面ないとの見方が優勢に
- ・3月下旬から4月上旬にかけて根強い円売り圧力が継続するも、2022年10月の円買い介入ライン（1ドル151.94円）が意識され、ドル/円はもみ合い
- ・4月12日、米3月消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回ったことで、膠着状態に終止符。1ドル153円台に乗せたドル/円は、15日発表の米3月小売売上高が堅調だったことでさらに上値を試す展開

◆今後の注目点

- ・1ドル155円が新たな介入警戒ラインとして意識されている。日銀4月会合後、このラインを上抜ける可能性が高いとみるが（P2）、本邦当局は160円までは口先介入にとどめるとみる（P4）

◆ドル/円（日足）

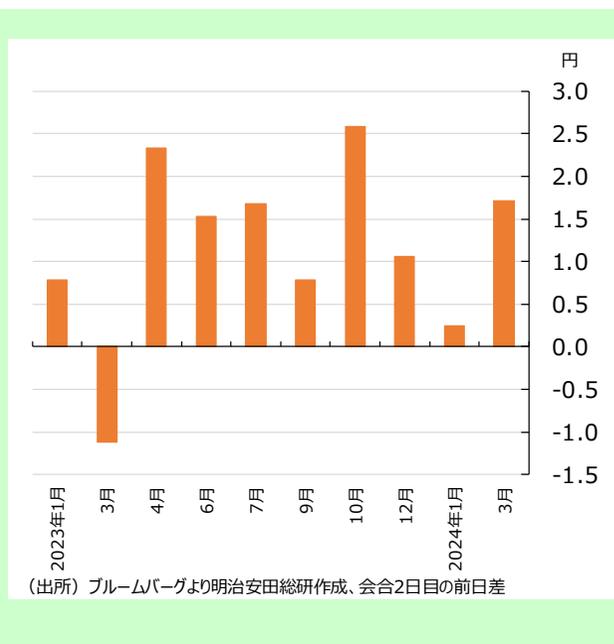


日銀会合2日目は8会合連続で円安進行

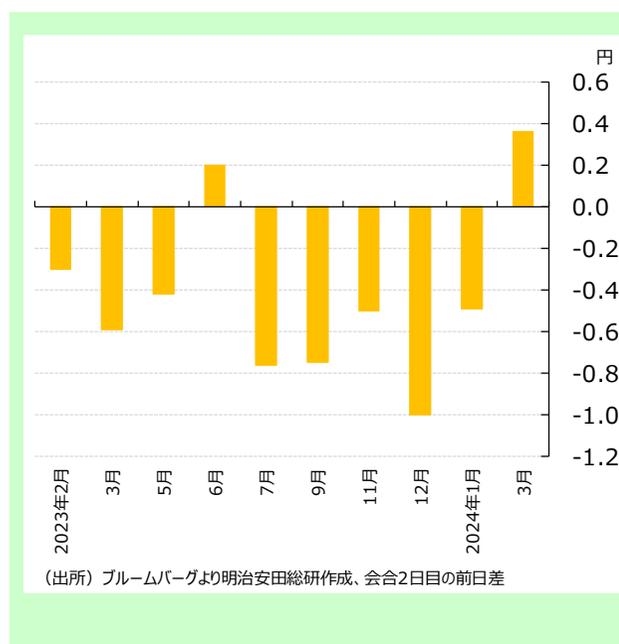
FOMCよりも日銀会合を警戒か

- ・日銀会合2日目のドル/円前日差は、2023年4月会合以降8会合連続で円安ドル高となっており、その平均値幅は+1.5円である。市場の想定よりもハト派（景気安定重視）的なスタンスが示される傾向
- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）の直近8回の会合後平均値幅は▲0.4円であり、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
- ・本邦通貨当局にとっては、日銀会合が当面の山場である。期待インフレ率として参照されるブレイクイーブンインフレ率（10年）は1.5%近辺であり、日銀が重視する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」3本の内2本は2%を下回っている。4月会合では、金融政策がすえ置かれる可能性が高く、会合2日目には円安ドル高の進行を予想

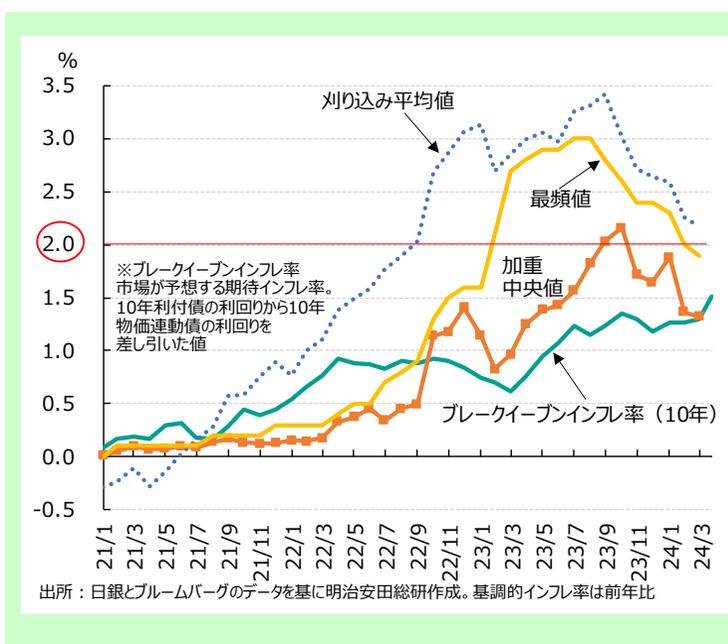
日銀会合後のドル/円



FOMC後のドル/円



基調的なインフレ率と期待インフレ率

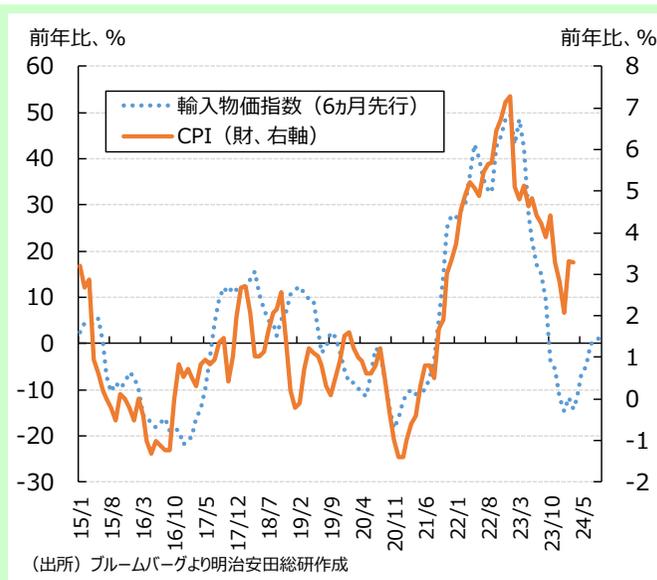


1ドル170円で実質賃金をマイナスにしてしまう可能性

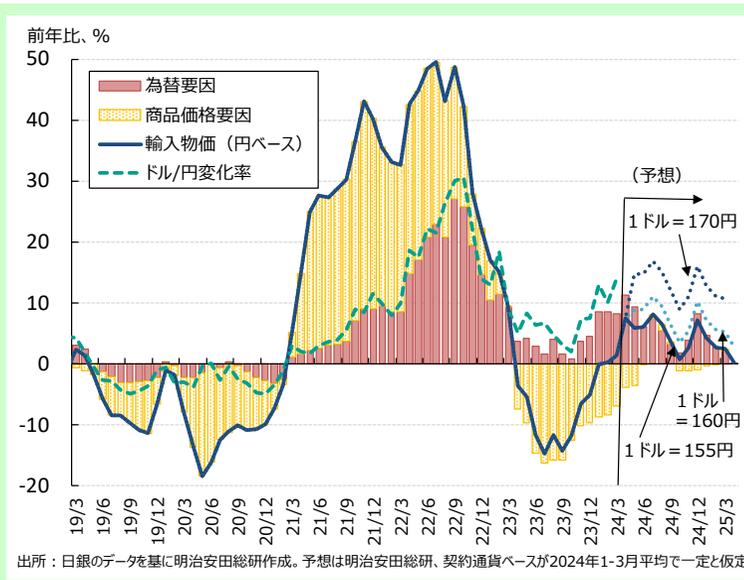
- 植田日銀総裁は、円安進行で基調的な物価が上がって「無視できない大きさの影響になれば、金融政策の変更もありえる」と述べている。円安は輸入物価を通して6ヵ月後のCPI（財）に影響する。2024年4月以降の円安が反映されるのは2024年10月以降

$$\text{CPI（財）} = 0.085 \times (\text{輸入物価、6か月前}) + 2.12 \quad (\text{決定係数：0.69、期間：2021年1月～2024年3月})$$
- 輸入物価は為替要因と商品価格要因に分解できる。為替要因はドル/円の変化率と連動している。商品価格要因を一定とおいたうえで、円安進行度に応じた輸入物価の動きを抽出し、2024年10月以降のCPI（財）への影響を計測
- CPI（財）がコアCPIに占めるウェイトは約50%なので、CPI（財）の上昇率の半分がコアCPIへの寄与度となる。2024年下期のCPI押し上げ効果（ベースライン：150円）は1ドル160円で0.2%pt、170円で0.4%pt
- 当研究所では2024年10-12月期のコアCPIを前年比+2.7%とみており、実質賃金算出に用いられるCPI(持ち家の帰属家賃を除く)は同+3%付近か。2024年春闘の予想ベア3.5%を9割の企業が給与に反映済みなら、所定内給与の伸びは3.4%未滿。1ドル160円でCPI(同)は同+3.2%と実質賃金プラスが担保されそうであるが、170円では同+3.4%と実質賃金マイナスとなる可能性

輸入物価とCPI（財）



輸入物価と円安



輸入物価⇒CPI

	為替 (1ドル=円)	輸入物価 (前年比、%)	財CPI (前年比、%)	CPI寄与度 (% pt)	CPI押し上げ効果 (対150円、% pt)
24年度下期	150	4.1	2.4	1.2	—
	155	6.3	2.6	1.3	0.1
	160	8.7	2.9	1.4	0.2
	170	13.5	3.3	1.6	0.4
25年度上期	150	1.1	2.2	1.1	—
	155	3.4	2.4	1.2	0.1
	160	6.2	2.6	1.3	0.2
	170	11.8	3.1	1.6	0.5

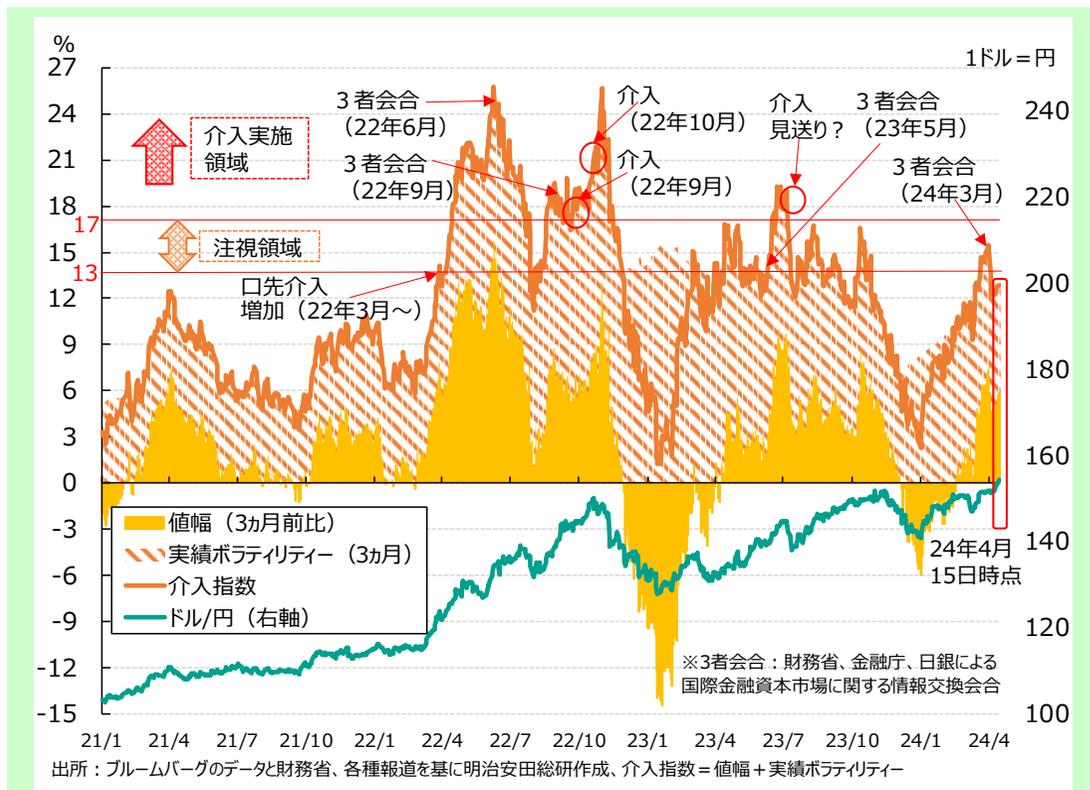
出所：ブルームバーグなどのデータを基に明治安田総研作成

足もとのボラティリティーと値幅は介入には不十分

本邦当局に切迫感はないとみる

- 2024年3月27日の3者会合は介入の準備が始まったことを示唆するが、介入指数（3か月前比の値幅 + 3か月実績ボラティリティー）は4月1日の15.5でピークアウトしており、「介入実施領域」に踏み込むことなく「注視領域」からも外れつつある（詳細はレポート『為替介入の検討は160円付近が目安か』参照）
- 2022年の円買い介入が奏功し、ボラティリティーが抑えられるなか、為替介入に向けては値幅の重要性が増加する。ここ数年の傾向から、当面は3か月前比10%程度の値幅が注目ラインであり、1ドル160円を超えてくると当局の緊張感が高まる可能性

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か月ぶり
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か月ぶり
4月15日	154円台	12.9	5.9	7.0	約34年ぶり

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17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17未満に橙の着色

※本資料は、明治安田総合研究所 経済調査部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。

●照会先● 明治安田総合研究所 経済調査部
東京都千代田区九段北3-2-11 住友不動産九段北ビル5階

エコノミスト 吉川 裕也
Tel : 03-6261-7947
e-mail: yu-kikkawa@myri.co.jp

