

# 月刊 為替市場の論点

## 2024年5月

### 〈要約〉

利上げ1回分を追加で市場に織り込ませることができれば、5円程度の円高効果が見込まれるが、日銀の性急な利上げは個人消費とGDPとともに減少させる（6、7月の連続利上げでそれぞれ対ベースライン▲0.1%、▲0.3%）。円高にすることで実質所得は改善するがローン支払い増への懸念等が消費マインドを下押しする。よって、6月会合で日銀が市場の想定を大幅に上回るタカ派ぶりを示すことは想定しづらく、会合後に円安進行となる可能性もみておきたい。1ドル160円は安定的な実質賃金プラス転換への分水嶺とみられ、同水準付近では本邦当局の円買い介入が予想される

### 振り返りと今後の注目点

…P1

#### 論点① 日銀会合後に円高となる条件

…P2-3

～1回分の追加利上げにコミットすれば5円程度の円高効果～

#### 論点② 円安対応の性急な利上げは悪手

…P4

～個人消費・GDPともに減少へ、ローン支払い増への懸念等が実質所得改善効果を超過～

#### 論点③ 水準防衛の色彩強まる円買い介入

…P5

～安定的な実質賃金プラス転換への分水嶺（160円）を意識～

明治安田総合研究所  
経済調査部  
吉川 裕也

## 円買い介入（とみられる動き）後も円安ドル高基調継続

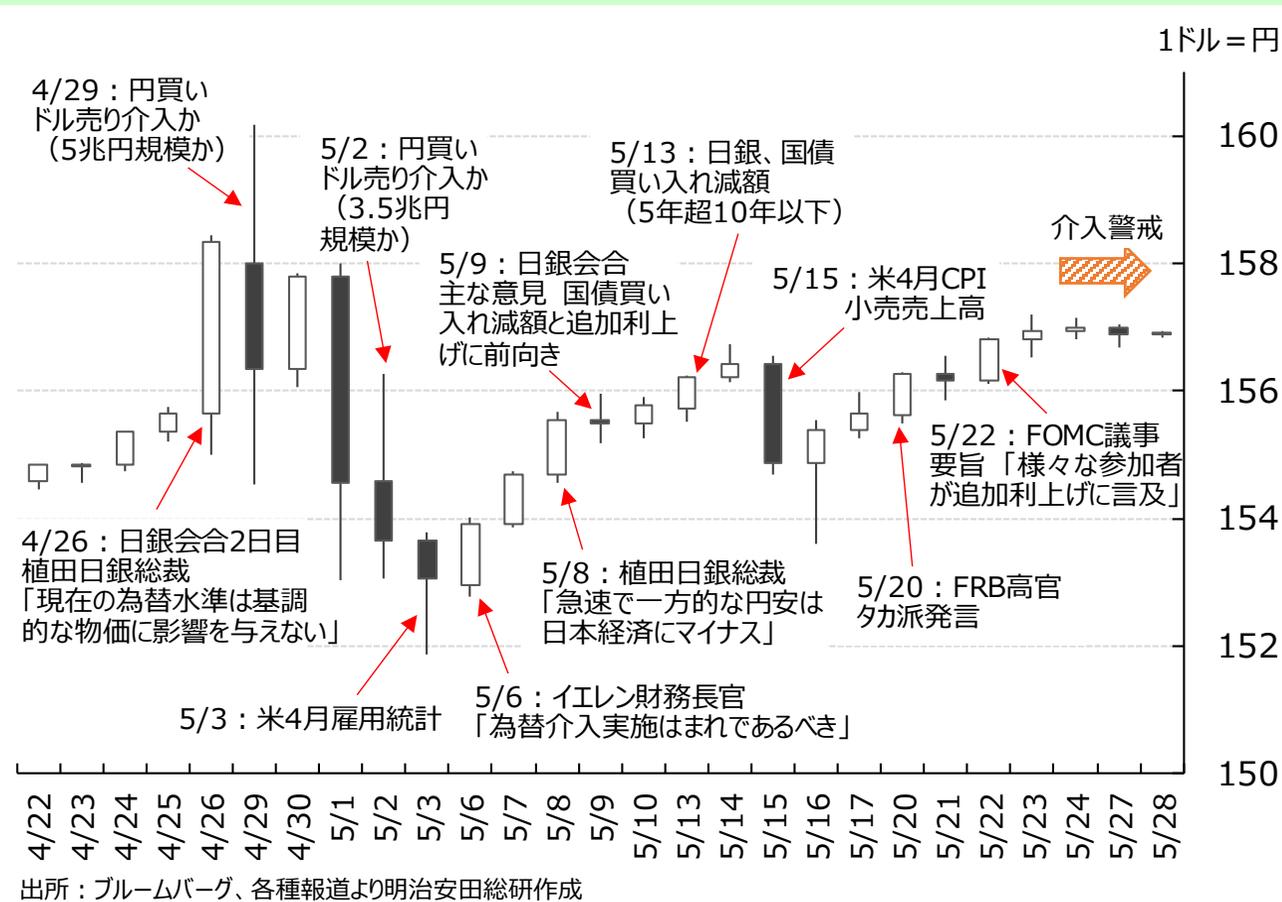
### ◆ドル/円概況（4/20～5/28）

- ・日銀4月会合は円安についてゼロ回答、一部報道にあった国債買い入れ減額も見送りとなった。円売りが強まり、4月29日には一時1ドル160円に。同日及び、5月2日に本邦当局は円買い介入を実施した模様
- ・6日にイエレン米財務長官の介入牽制発言を契機に円安ドル高基調に戻る。7日の岸田首相との会談後、植田日銀総裁は円安に対するスタンスを軌道修正、また、9日発表の日銀会合主な意見にはタカ派的な文言が並んだが、円安基調は変わらず
- ・15日発表の米4月消費者物価指数（CPI）と小売売上高の伸びがいずれも市場予想を下回ったことでドル売りが強まったが、FRBのタカ派姿勢継続が確認されたことでドルの買戻しが進んだ

### ◆今後の注目点

- ・1-3月期実質GDPで個人消費が4四半期連続でマイナスになるなど、日本経済の足腰は弱い。日銀が市場の想定を大幅に上回るタカ派ぶりを示すことは想定しづらく、6月会合後円安進行となれば、本邦当局の円買い介入が予想される

### ◆ドル/円（日足）

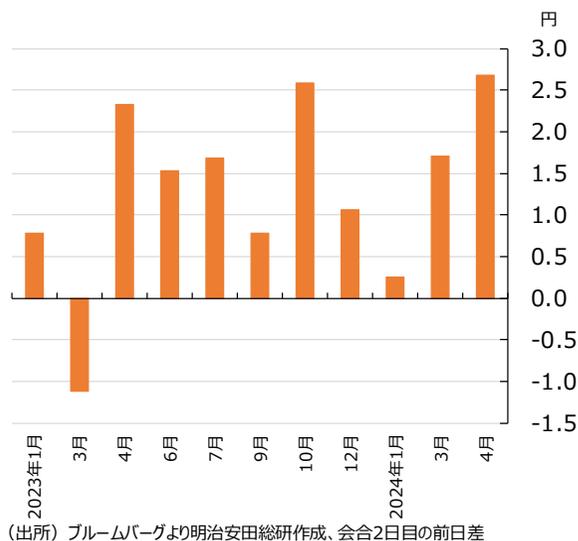


## 日銀会合2日目は9会合連続で円安進行

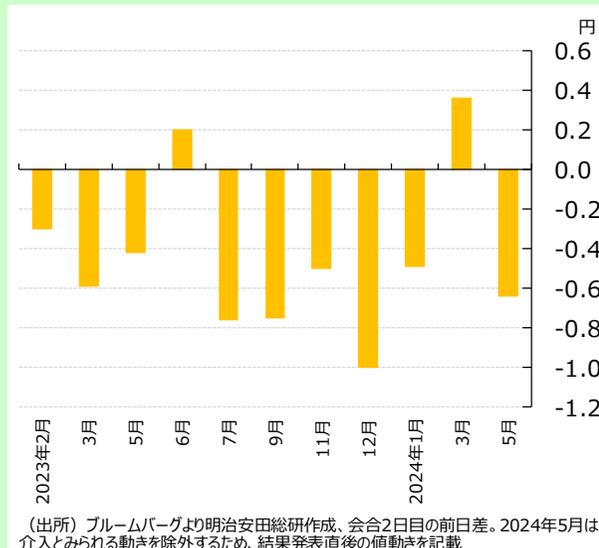
強まる円安対応要請

- ・日銀会合2日目のドル/円前日差は、2023年4月会合以降9会合連続で円安ドル高となっており、その平均値幅は+1.6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9回の会合後の平均値幅は▲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
- ・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本はすべて2%を下回っている。高く出やすい刈り込み平均値も4月に20カ月ぶりに2%を割り込んだ。物価の基調が弱含むなか、食料品はじめ必需品の価格水準は高く、家計からの怨嗟の声は根強い。政権や財界からは円安対応を求める声が高まっている

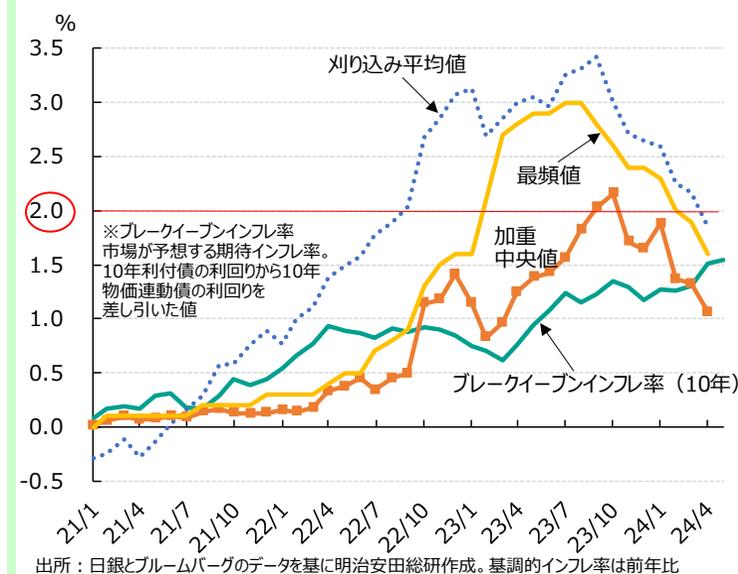
### 日銀会合後のドル/円



### FOMC後のドル/円



### 基調的インフレ率と期待インフレ率



## 1 回分の追加利上げにコミットすれば 5 円程度の円高効果

長期金利よりも政策金利の動向が焦点

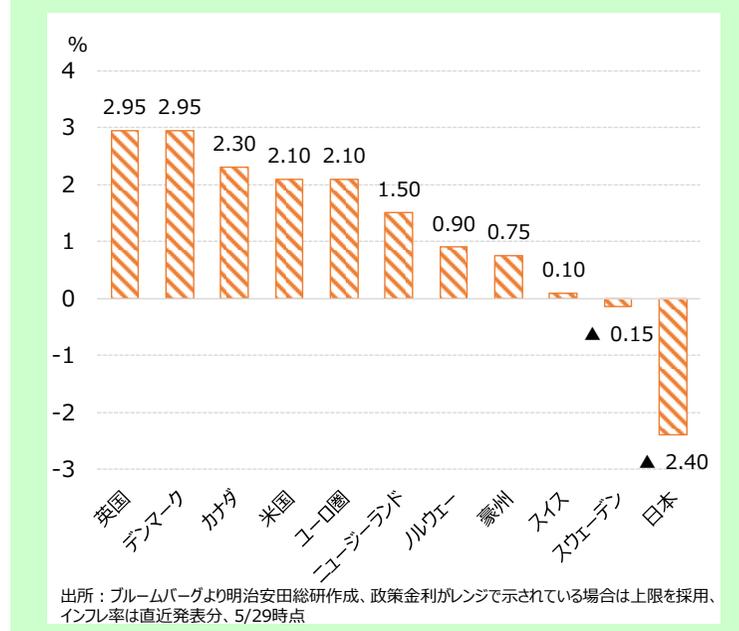
- ・2022年12月会合以降、金利に関わる意思決定が実行された会合は4回あり、うち3会合で会合後円安進行となった
- ・会合後に円高になったのは2022年12月会合のみ（5.2円の円高）。他ケースとの違いは市場の政策金利予想押し上げに成功（2023年10月会合までにマイナス金利解除と1回分の利上げがあると織り込ませた）している点
- ・2023年7月会合と10月会合では、会合後長期金利は上昇も、市場の政策金利予想は横ばいあるいは後退となり、円安進行となった
- ・2024年3月会合と4月会合では、政策金利予想と長期金利がともに低下。特に4月会合は、年末までに2回分の利上げを9割方織り込んでいた市場にとって肩透かしとなる内容。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。対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
- ・円安基調を転換させるには、市場に追加利上げを織り込ませる強いタカ派的なアナウンスをするか、実際に利上げをすることが必要

### 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%）	<b>0.17⇒0.28</b> (2023年10月)	<b>0.26⇒0.41</b>	<b>▲5.2</b>
2023年7月28日	長期金利の変動上限を1%に引き上げ	<b>▲0.04⇒▲0.03</b> (2023年12月)	<b>0.45⇒0.57</b>	1.7
10月31日	長期金利の変動上限1%を目途に衣替え	<b>0.34⇒0.25</b> (2024年9月)	<b>0.89⇒0.95</b>	2.6
2024年3月19日	マイナス金利解除	<b>0.26⇒0.22</b> (2024年12月)	<b>0.77⇒0.74</b>	1.7
4月26日	円安にゼロ回答、国債買い入れ減額見送り	<b>0.44⇒0.30</b> (2024年12月)	<b>0.90⇒0.89</b>	2.7

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（G10通貨）



## 個人消費・GDPともに減少へ

ローン支払い増への懸念等が  
実質所得改善効果を超過

- ・実際に日銀が円安対応のために6月会合より利上げを進めるケースを考えてみる
- ・論点①より、利上げ1回分（0.25%）を追加で市場に織り込ませることができれば、5.2円の円高効果があった（2022年12月会合）。市場の反応が当時と同等であると仮定すると、向こう1年間で1回分の利上げが織り込まれているため、2回分の利上げ実行をアナウンスすれば、5円程度の円高効果が見込めよう。国債買い入れ減額が合わせて表明されれば1ドル150円程度まで円高が進むとみられる
- ・6月会合、7月会合と1回ずつ利上げして政策金利を0.5%ですえ置いた場合、2024年下期（2024年10月～2025年3月）の実質GDPは0.3%下押しされる（対ベースライン：2024年10月に1回利上げ、1ドル155円）。同様に6、7、9、10月と4回利上げする場合、ドル/円を140円程度まで下げる効果が見込まれるものの、2024年下期のGDPは同0.8%下押しされる
- ・10円の円高は輸入物価下落を通してCPIを0.2%pt押し下げる効果（2024年下期）。一方、利上げした場合、先々の住宅ローン支払い増を嫌気する現役世代中心に消費マインドの低下が見込まれることなどから、実質所得改善効果が打ち消され、個人消費は2回利上げの場合で同0.1%下押しされる。円安対応の性急な利上げは悪手である

### 利上げ効果のシミュレーション

	政策金利 (%)	為替 (1ドル=円)	個人消費	固定投資	輸出	実質GDP
24年度下期	0.50	150	▲0.1	▲0.4	▲0.5	▲0.3
	0.75	145	▲0.2	▲0.8	▲1.0	▲0.5
	1.00	140	▲0.2	▲1.2	▲1.5	▲0.8
25年度上期	0.50	150	▲0.1	▲0.4	▲0.5	▲0.2
	0.75	145	▲0.2	▲0.7	▲1.0	▲0.4
	1.00	140	▲0.3	▲1.1	▲1.5	▲0.6

出所：明治安田総研の経済モデル（OGEM）より。個人消費・固定投資・輸出（サービス含む）・GDPはベースライン（2024年10月に1回利上げ、1ドル155円）からの変化率（%）、政策金利は6月会合からは1回（0.25%）ずつ引き上げられ、各水準ですえ置かれると想定

### 輸入物価⇒CPI

	為替 (1ドル=円)	輸入物価 (前年同期比、%)	財CPI (前年同期比、%)	CPI寄与度 (%pt)	CPI押し上げ効果 (対150円、%pt)
24年度下期	140	-1.1	2.0	1.0	▲0.2
	150	3.5	2.4	1.2	—
	160	8.4	2.8	1.4	0.2
	170	13.2	3.2	1.6	0.4
25年度上期	140	-5.2	1.7	0.8	▲0.3
	150	0.4	2.2	1.1	—
	160	6.0	2.6	1.3	0.2
	170	11.6	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、輸入物価は半期前

### 賃金シミュレーション

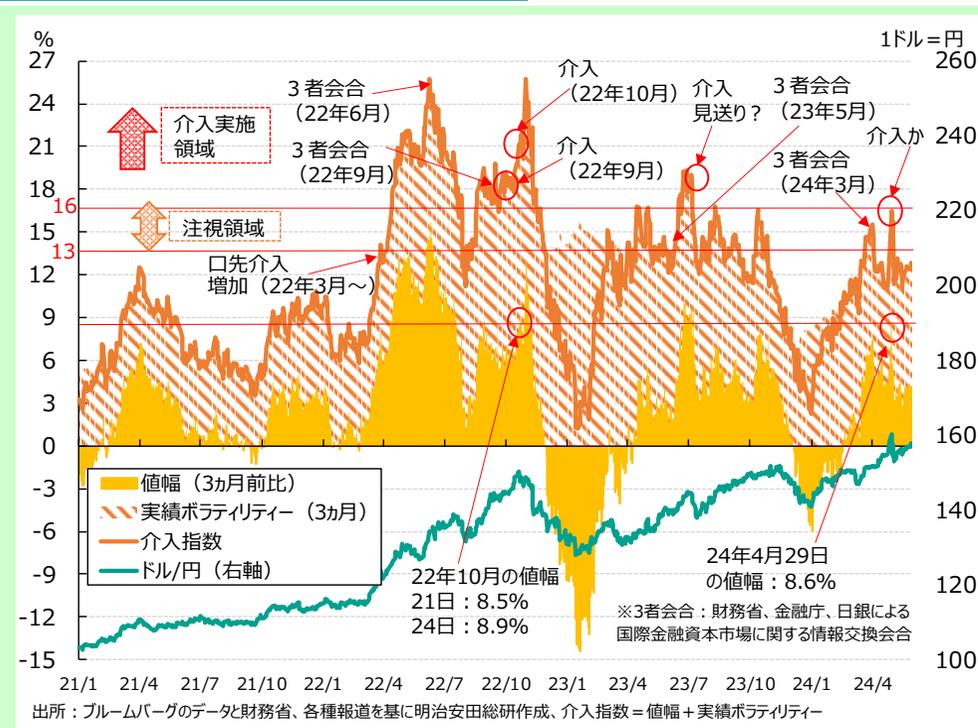
(単位：%)	4-6月期	7-9月期	10-12月期
春闘反映率	46	86	92
所定内給与	2.76	3.31	3.38
消費者物価 (1ドル140円)	3.20	3.30	2.80
実質賃金	▲0.44	0.01	0.58
消費者物価 (1ドル150円)	3.20	3.30	3.00
実質賃金	▲0.44	0.01	0.38
消費者物価 (1ドル160円)	3.20	3.30	3.20
実質賃金	▲0.44	0.01	0.18
消費者物価 (1ドル170円)	3.20	3.30	3.40
実質賃金	▲0.44	0.01	▲0.02

出所：厚労省「賃金引上げ等の実態に関する調査（令和5年）」、連合より明治安田総研作成、予想は明治安田総研。所定内給与は共通事業所ベース（一般労働者、5人以上の事業所）、前年同期比。消費者物価は持家の帰属家賃を除く、前年同期比。春闘反映率は2023年度実績

## 安定的な実質賃金プラス転換への分水嶺（160円）を意識

- ・日銀が積極的な円安対応に踏み切れないのであれば、円安是正手段は為替介入となる
- ・2024年5月2日に円買い介入が実施されたとみられる。介入指数（3カ月前比の値幅+3カ月実績ボラティリティー）が15.8だったことから、「介入実施領域」を16程度とすると、2023年に同水準を付けた場面が4回あるが介入はなく、いずれも1ドル150円未満だった。4月29日と5月2日の当局の動きには、輸入物価上昇による実質賃金目減りを警戒した、水準防衛の意味合いが強かったと評価できる
- ・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。足もとの介入指数は12.9と、3者会合開催ラインとみられる「注視領域」目前。あと3%値幅が出れば（1ドル162円）、「介入実施領域」に踏み込むが、安定的な実質賃金プラス転換への分水嶺とみられる1ドル160円を頑なに守りに行く可能性も相応にありそうだ

### 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
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	—

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

