

# 月刊 為替市場の論点

## 2024年9月

### 〈要約〉

ボラティリティー上昇によりキャリートレードのうまみは縮小傾向、FRBの利下げ進行とともにさらに縮小する見込みであり、リスクは円高寄りか。円安修正と原油安によりディスインフレーションリスクが高まっており、10－12月期に1ドル140円、WTI原油先物価格65ドル/バレルで推移した場合、2025年上期のインフレ率は2%割れとなり、日銀の政策判断は複雑化しよう。米大統領選においては、どちらの党の大統領が誕生しても円安が見込まれるが、その度合いは議会選挙の動向次第。スウィープケースは株堅調、ドル高失速の傾向にある

- 振り返りと今後の注目点 … P 1
- 論点① 高まるボラティリティーと縮小するキャリーのうまみ … P2  
～キャリートレード再燃リスクは低い～
- 論点② 実質金利差縮小による円高リスクに警戒 … P3  
～原油先物価格低下などで日本の期待インフレ率は低下～
- 論点③ 米大統領選、スウィープケースは株価堅調、ドル高失速 … P4-5  
～議会選の結果の方がより重要、ドル安は想定しづらい～
- 論点④ 1ドル140円、原油65ドルで来年上期、物価2%割れへ … P6-7  
～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

中銀会合と自民党総裁選で荒れた展開

金融政策をめぐる  
不透明感高まる

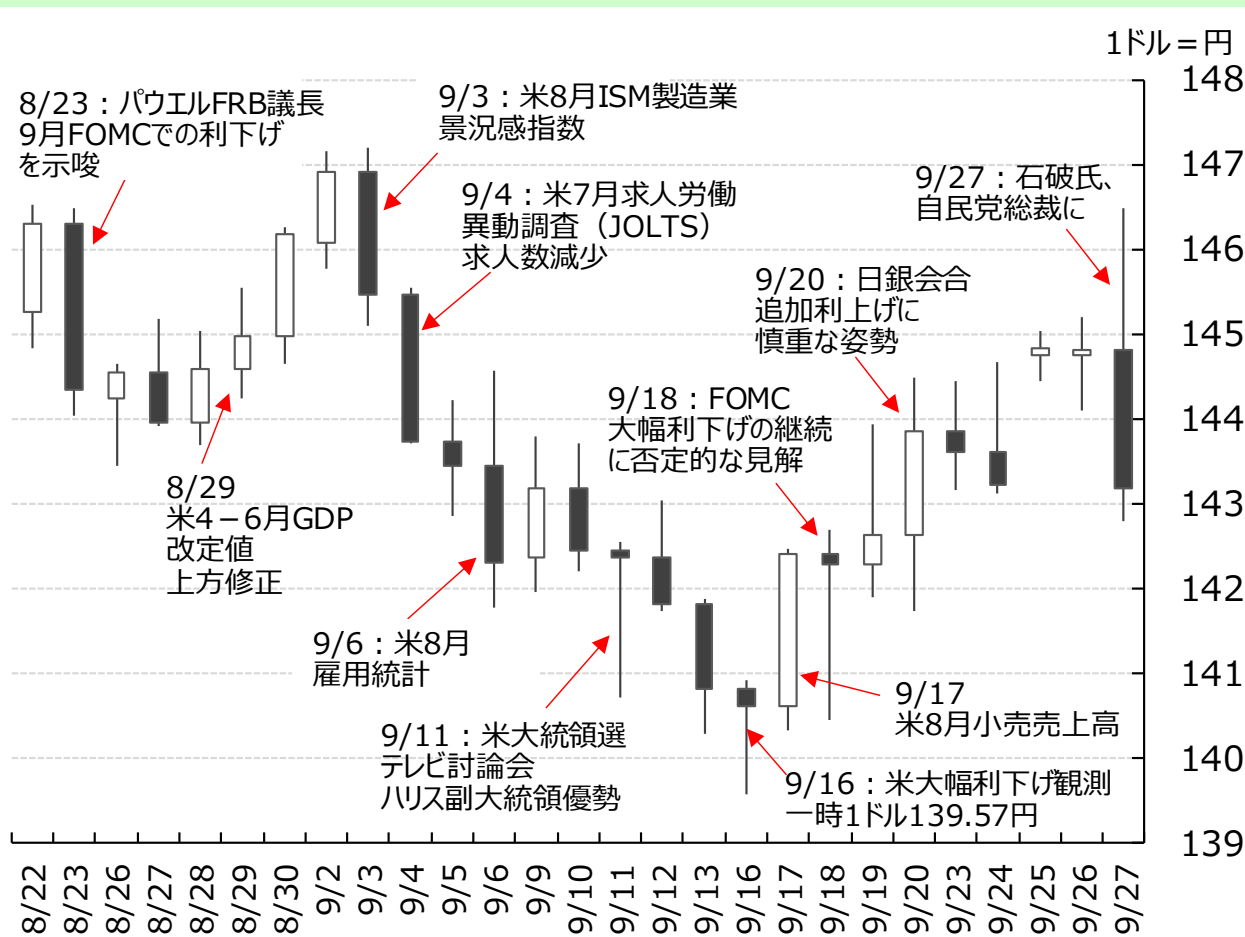
◆ドル/円概況（8/22～9/27）

- 8月23日、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、9月連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げを示唆。その後、9月初旬発表の米経済指標が軟調だったため、円高ドル安基調に
- 11日、米大統領選テレビ討論会はハリス副大統領優勢との評価に。関税引き上げなど、インフレを連想させるトランプ前大統領の政策実現の確度が下がったとの思惑から米長期金利が低下、ドル売り要因に
- 18日、9月FOMCで0.5%の利下げが決まったが、パウエルFRB議長が大幅利下げ継続に否定的な見解を示し、ドルの買戻しが優勢に。20日、植田日銀総裁が追加利上げに慎重な姿勢を示し、円売り強まる
- 27日、自民党総裁に石破氏が選出されると、円の買戻しが優勢に

◆今後の注目点

- 円高修正と原油安により輸入物価経由のデスインフリスクを警戒する局面に入ってきている。1ドル140円の推移でも、2025年上期にインフレ率2%割れの可能性も。米大統領選は円安要因であるが、その度合いは主に議会選挙の動向に左右される

◆ドル/円（日足）



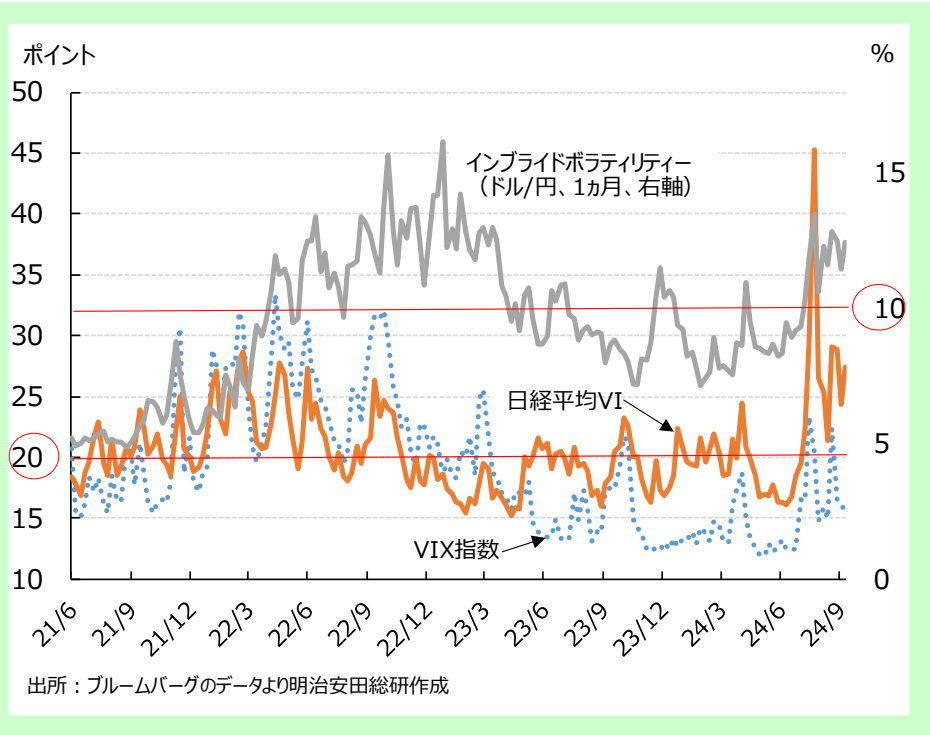
出所：ブルームバーグ、各種報道より明治安田総研作成

# 高まるボラティリティーと縮小するキャリーのうまみ

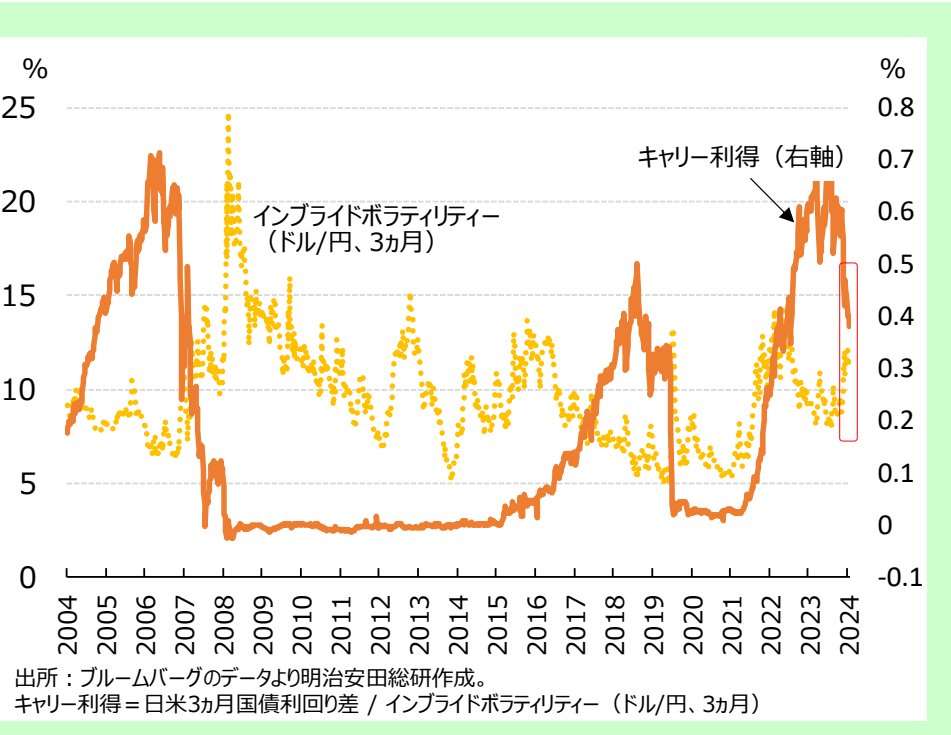
キャリートレード再燃  
リスクは低い

- ・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る。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、大幅に低下しており、FRBの利下げとともに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
- ・株式市場のボラティリティーをみると、米国のVIX指数が落ち着いているのに対し、日経平均VIは25ポイント以上と高止まりしている。日銀は「市場が不安定な間は利上げしない」という方針であり、10月会合で動く可能性は低い
- ・もっとも、利上げスタンス自体は維持されており、株価変動が落ち着けばタカ派姿勢が復活する見込み

## 市場のボラティリティー



## キャリー利得の動向

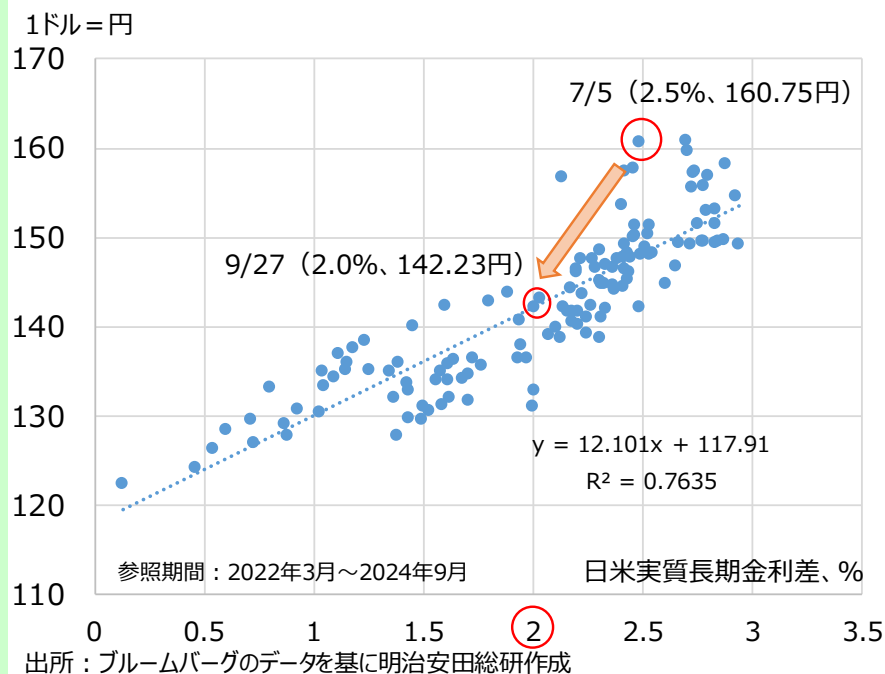


## 実質金利差縮小による円高リスクに警戒

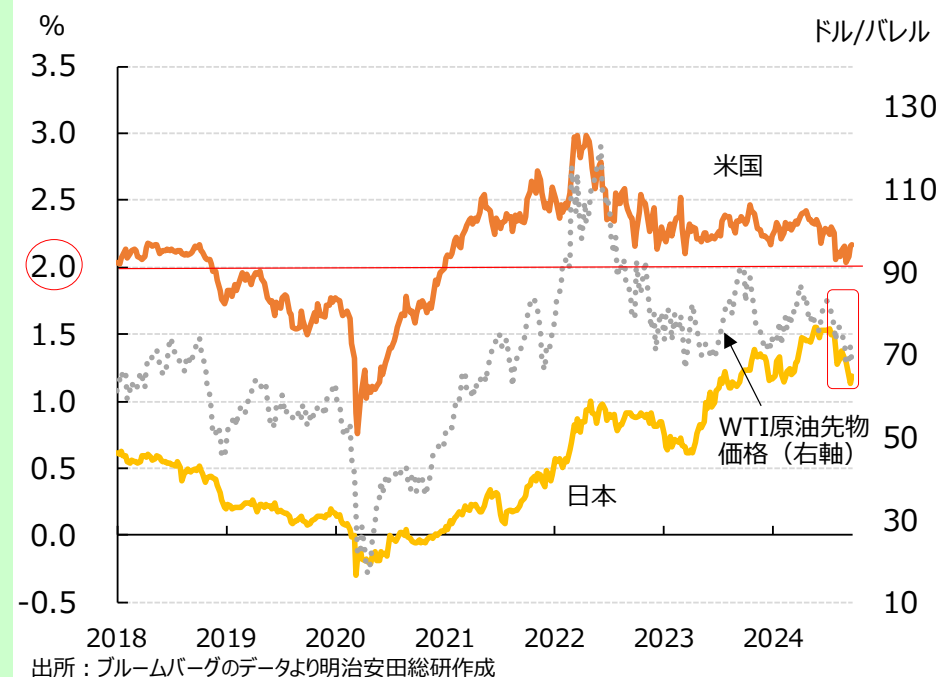
原油先物価格低下などで  
日本の期待インフレ率は低下

- ・日米実質長期金利差は足もと2%付近であり、ドル/円は概ね金利差に見合った水準にある
- ・ブレイクイーブンインフレ率をみると、日本は1.1%近辺まで下がってきており、不安定な推移である。円安修正や原油安が日本の期待インフレ率低下の背景とみられ、実質金利上昇要因と捉えられる。米国は2%付近での推移が見込まれ、実質金利の先行きは名目金利次第か
- ・今後、FRBの利下げが進むなか、日米実質長期金利差には縮小余地がありそうだ
- ・日銀は利上げスタンスを維持しており、年末にかけて円高圧力が強まる場面も想定されよう

### 実質金利差モデルの散布図



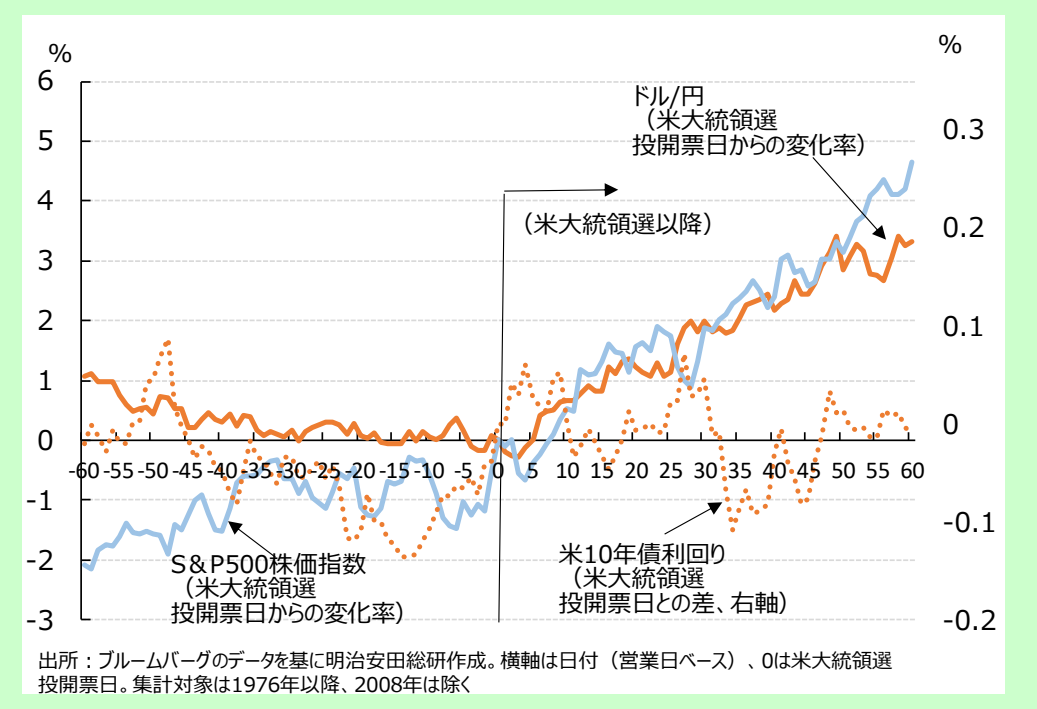
### ブレイクイーブンインフレ率



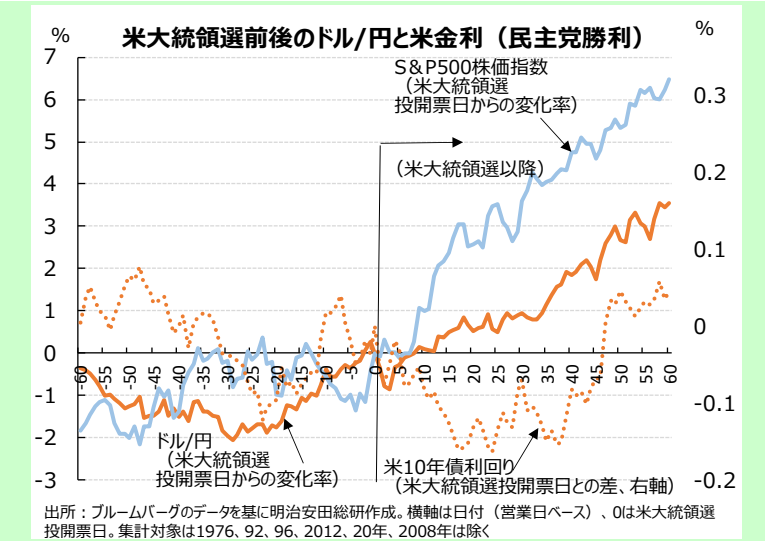
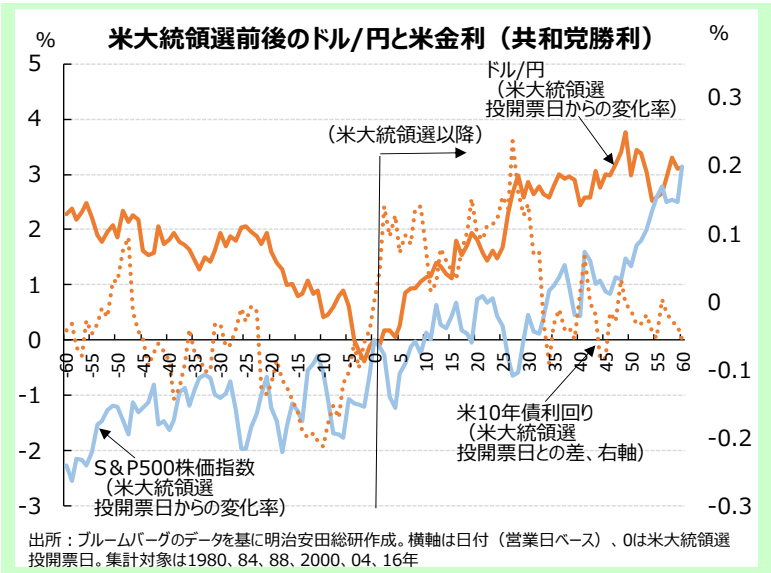
# 大統領選後は円安傾向

- ・変動相場制導入以降行なわれた12回（1976年～）の米大統領選挙のうち、世界金融危機の最中にあった2008年を除く11回について、投開票日前後60営業日の市場動向を確認してみる
- ・まず、全ケースの平均から。米10年債利回りが方向感を欠くなか、ドル/円は約3%高、S&P500株価指数は4%台半ばの上昇と、ともに堅調推移。イベント通過による不透明感後退により、リスク選好姿勢が強まる結果とみられる
- ・民主、共和どちらが大統領選で勝ってもドル/円は約3%高と、差はないが、民主党が勝利した場合の方が株価は上がりやすい

## 米大統領選前後のドル/円と米金利（全平均）



## どちらが勝っても円安ドル高に

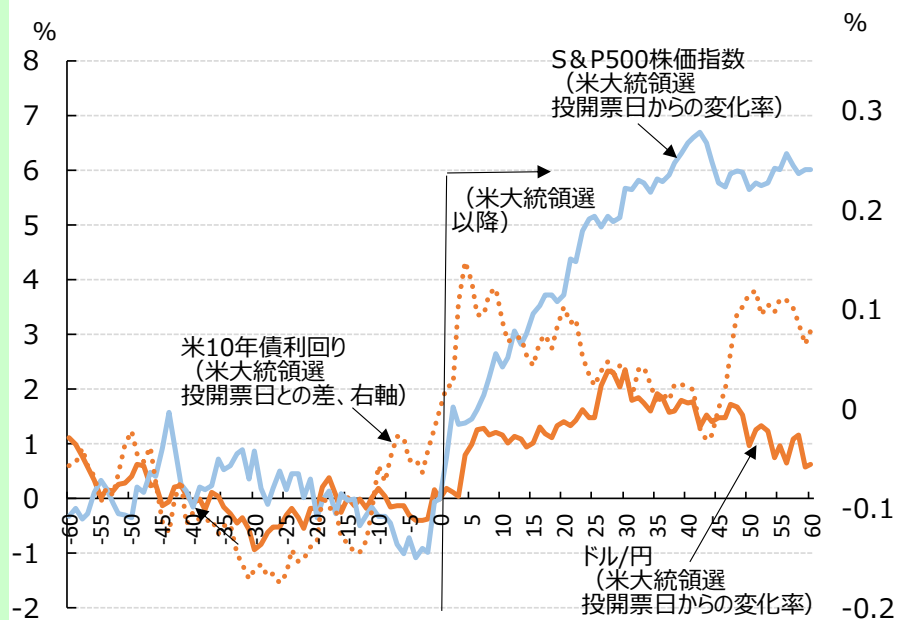


## スウィープケースは株価堅調、ドル高失速

議会選の結果の方がより重要  
ドル安は想定しづらい

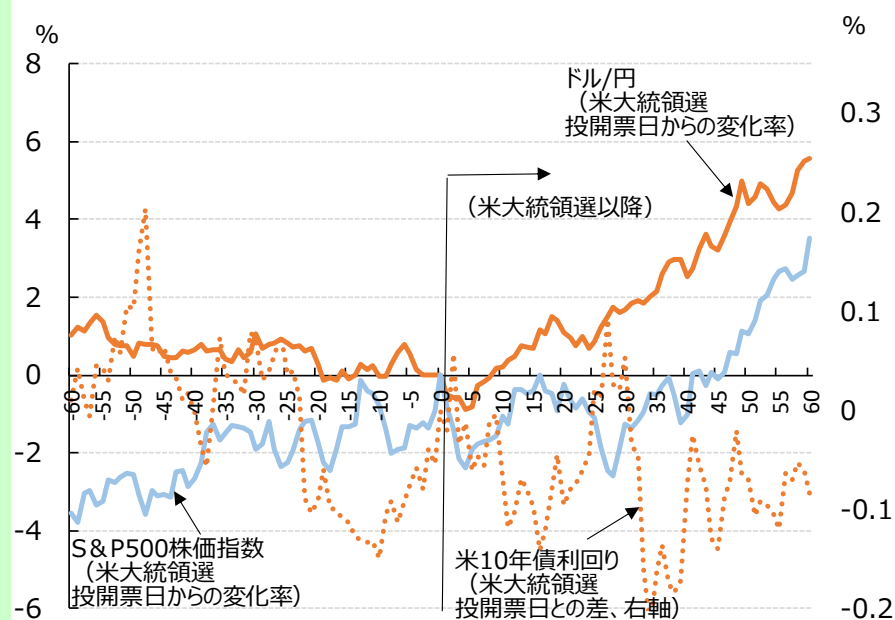
- ・市場動向は、米大統領選と同時に行なわれる議会選挙の結果によっても左右される
- ・大統領選と上下両院選挙の3つを制するケース（スウィープケース、5パターン）では、議会を意のままに動かせるとの思惑から、共和党政権では減税観測、民主党政権では財政出動観測が高まり、S & P500株価指数と米10年債利回りが上昇するものの、財政悪化懸念などによりドル/円は軟調推移
- ・一方で、スウィープケース以外（6パターン）では、減税や財政出動への期待が後退することで株式の出足が鈍い一方で、不透明感後退を素直に好感してドル/円は約5%高と堅調推移をみせる
- ・ドル/円にとっては、議会選の結果の方がより重要であり、また、いずれのケースでもドル安は想定しづらい

### スウィープケース（大統領選と上下両院を制す）



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

### スウィープケース以外



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1980、84、88、96、2000、12年



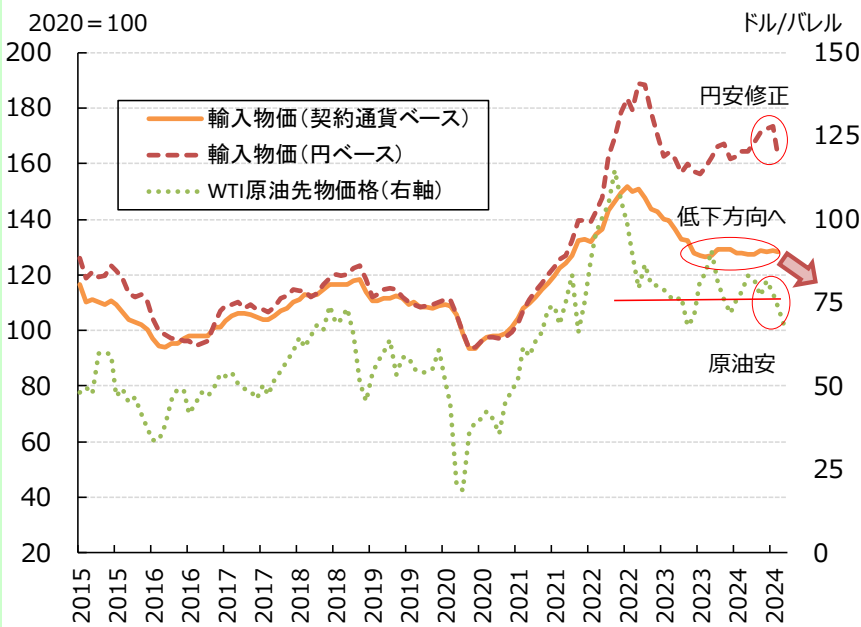
年末にかけて、輸入物価は低下傾向へ

デシインフレを警戒する局面に

- 円安修正により、円ベースの輸入物価が低下に転じる一方、契約通貨ベースでは横ばい。もっとも、世界的に景気減速懸念が強まるなか、FRBが利下げ局面入りし、原油価格は軟調推移となっているため、契約通貨ベースの低下を考慮しつつ物価の先行きをみる必要がある
- 輸入物価は約6ヵ月後のCPI（財）に影響するため、2024年下半期（7-12月）の動向が反映されるのは2025年上半期（1-6月）。CPI（財）上昇率の半分以上がCPIへの寄与度（ウェイト要因）。7-9月期中平均レート（約150円）が10-12月期も継続するケースをベースラインとして、まず、契約通貨ベース一定（原油：76ドル/バレル、10-12月期）のケース「ドル/円と物価・賃金①※」をみる  
$$CPI（財） = 0.09 \times （輸入物価、6ヵ月前） + 1.97 \quad （決定係数：0.72、期間：2020年1月～2024年8月）$$
- 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▲0.1%pt、130円で▲0.3%pt。130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

日本の輸入物価と原油価格

ドル/円と物価・賃金①



出所：ブルームバーグのデータを基に明治安田総研作成

契約通貨ベース一定のケース（WTI原油先物価格：76ドル/バレル）

|                                      | 為替<br>(1ドル=円) | 輸入<br>物価 | 財CPI | コアCPI | コアCPI<br>への影響 | 実質<br>賃金 |
|--------------------------------------|---------------|----------|------|-------|---------------|----------|
| 25年上期<br>(24年<br>下期の為<br>替による<br>影響) | 130           | ▲3.5     | 1.7  | 1.9   | ▲0.3          | 1.0      |
|                                      | 135           | ▲2.1     | 1.8  | 2.0   | ▲0.2          | 0.9      |
|                                      | 140           | ▲0.7     | 1.9  | 2.1   | ▲0.1          | 0.8      |
|                                      | 145           | 0.7      | 2.0  | 2.1   | ▲0.1          | 0.8      |
|                                      | 150           | 2.1      | 2.2  | 2.2   | ベース           | 0.7      |
|                                      | 160           | 5.0      | 2.4  | 2.3   | 0.1           | 0.6      |

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）  
※コアCPIが2%を下回るドル/円水準に網掛け

1ドル140円、原油65ドルで来年上期、物価2%割れへ

実質賃金改善も、物価目標に下方リスク

- もっとも、輸入物価の契約通貨ベース一定（1－8月平均：128.1）を維持するために必要なWTI原油先物価格（76ドル/バレル）の水準は実勢と比べて高過ぎるので、「ドル/円と物価・賃金①」を原油先物価格の水準に応じて修正する必要がある
- 「ドル/円と物価・賃金②※」は、10－12月期に原油先物価格が70ドル/バレル（9月平均）で推移するケースであり、輸入物価の契約通貨ベースは123程度まで下がる。その場合、10－12月期に1ドル135円で推移するならば、2025年上期のコアCPIは前年比＋1.9%と試算できる
- 「ドル/円と物価・賃金③※」は、原油先物価格が65ドル/バレルで推移するケースであり、輸入物価の契約通貨ベースは116程度まで下がる。その場合、10－12月期に1ドル140円で推移する場合、2025年上期のコアCPIは前年比＋1.9%と試算できる

※コアCPIが2%を下回るドル/円水準に網掛け

ドル/円と物価・賃金②

| 契約通貨ベース低下ケース（原油：70ドル/バレル）            |               |          |      |       |          |
|--------------------------------------|---------------|----------|------|-------|----------|
|                                      | 為替<br>(1ドル=円) | 輸入<br>物価 | 財CPI | コアCPI | 実質<br>賃金 |
| 25年上期<br>(24年<br>下期の為<br>替による<br>影響) | 130           | ▲5.8     | 1.4  | 1.8   | 1.1      |
|                                      | 135           | ▲4.3     | 1.6  | 1.9   | 1.0      |
|                                      | 140           | ▲2.9     | 1.7  | 2.0   | 0.9      |
|                                      | 145           | ▲1.5     | 1.8  | 2.0   | 0.9      |
|                                      | 150           | ▲0.1     | 2.0  | 2.1   | 0.8      |
|                                      | 160           | 2.7      | 2.2  | 2.2   | 0.7      |

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か月前、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）

ドル/円と物価・賃金③

| 契約通貨ベース低下ケース（原油：65ドル/バレル）            |               |          |      |       |          |
|--------------------------------------|---------------|----------|------|-------|----------|
|                                      | 為替<br>(1ドル=円) | 輸入<br>物価 | 財CPI | コアCPI | 実質<br>賃金 |
| 25年上期<br>(24年<br>下期の為<br>替による<br>影響) | 130           | ▲7.6     | 1.3  | 1.8   | 1.1      |
|                                      | 135           | ▲6.2     | 1.4  | 1.8   | 1.1      |
|                                      | 140           | ▲4.7     | 1.5  | 1.9   | 1.0      |
|                                      | 145           | ▲3.3     | 1.7  | 2.0   | 0.9      |
|                                      | 150           | ▲1.9     | 1.8  | 2.0   | 0.9      |
|                                      | 160           | 0.9      | 2.0  | 2.1   | 0.8      |

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か月前、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）

ドル/円と物価・賃金④

| 契約通貨ベース低下ケース（原油：60ドル/バレル）            |               |          |      |       |          |
|--------------------------------------|---------------|----------|------|-------|----------|
|                                      | 為替<br>(1ドル=円) | 輸入<br>物価 | 財CPI | コアCPI | 実質<br>賃金 |
| 25年上期<br>(24年<br>下期の為<br>替による<br>影響) | 130           | ▲9.4     | 1.1  | 1.7   | 1.2      |
|                                      | 135           | ▲8.0     | 1.3  | 1.7   | 1.2      |
|                                      | 140           | ▲6.5     | 1.4  | 1.8   | 1.1      |
|                                      | 145           | ▲5.1     | 1.5  | 1.9   | 1.0      |
|                                      | 150           | ▲3.7     | 1.6  | 1.9   | 1.0      |
|                                      | 160           | ▲0.9     | 1.9  | 2.1   | 0.8      |

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か月前、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）



※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

