

過去の米利下げ局面をなぞるドル/円と上放れ中の日経平均

～1ドル140円割れ、日経平均35,000円台のリスク～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

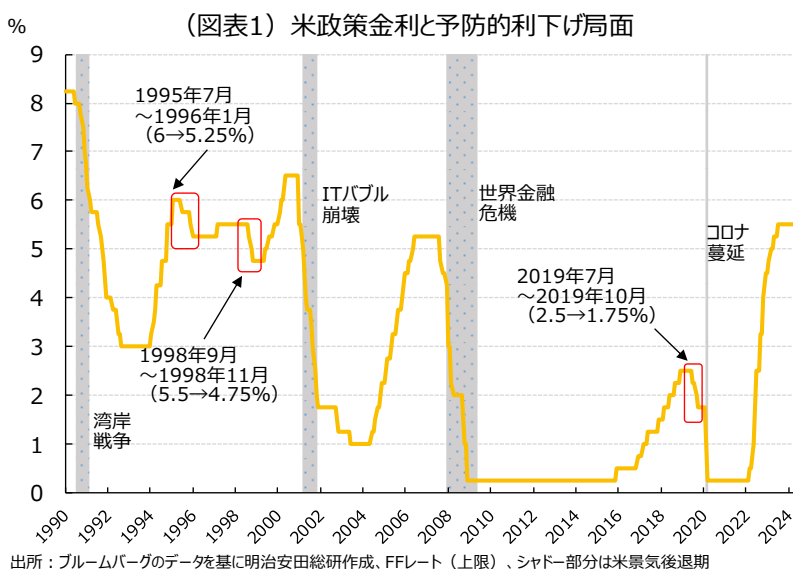
- ドル/円は過去の米予防的利下げ局面の平均的な軌道上にある一方、日経平均株価は3%程度上振れている。日銀の追加利上げの織り込みが不十分とみられ、過去軌道をなぞれば1ドル140円割れ、35,000円台のリスクも
- ドル指数とS&P500は過去の平均的な軌道上にある。過去軌道はもう一段のドル安を示唆も、底割れは回避する可能性が高く、S&P500は堅調推移継続か
- ユーロ/ドルは概ね過去軌道を下回る一方、ポンド/ドルは大幅に上振れ。米国より緩慢なペースでの利下げが見込まれることもあり、ユーロとポンドは引き続き買われやすいとみる

1. 米国は予防的利下げ局面へ、ドル/円に調整余地

ジャクソンホール会合における講演でパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、「雇用市場がこれ以上弱まることは望まない」と述べたうえで、「時が来た」と9月米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げを明言した。「雇用市場を支えるためならばなんでもする用意がある」との発言は、通常の1回分（0.25%）を超える大幅利下げも経済指標次第で俎上に載る可能性があることを示唆しており、ハト派（景気安定重視）色が強いとの受け止めから為替市場はドル安傾向となった。

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）ある（図表1）。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米10年債利回りは低下し、円高ドル安が進んでいる。利下げ開始に向けて先々値上がりが見込める米国債を買う動きが強まり（金利は下がり）、歩調を合わせる形でドルは弱含んでいくという経路である（図表2）。ドル/円の底打



ちは利下げ開始日から1ヵ月後、米10年債利回りは4営業日後だった。先々の利下げの織り込みがいったん終了するタイミングだったとみられる。過去と同様の推移をたどるとすると、ドル/円にはまだ調整余地があることになる。

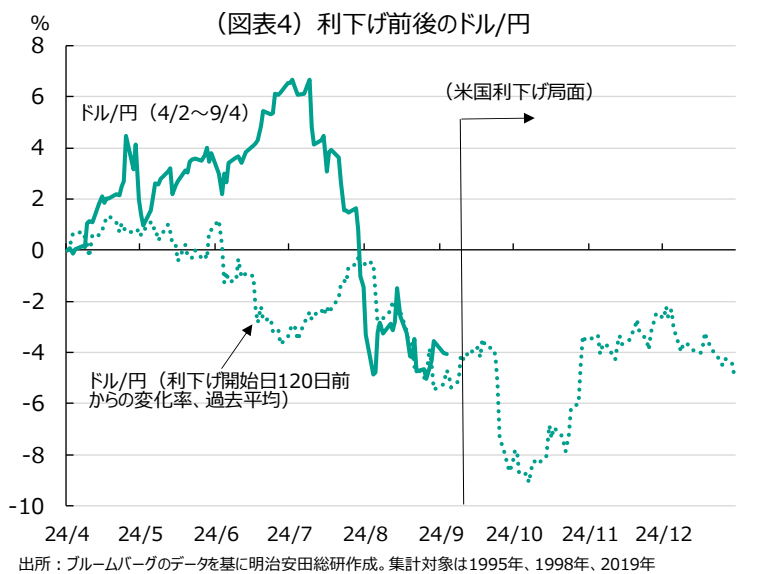
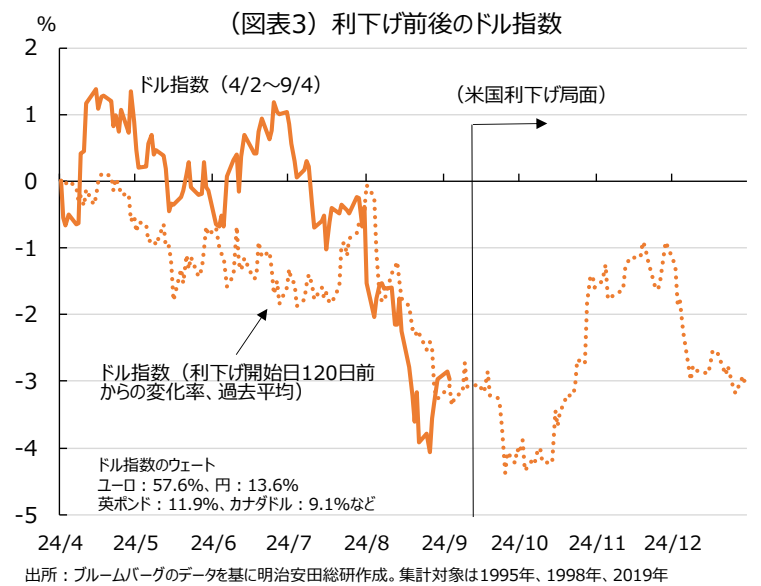
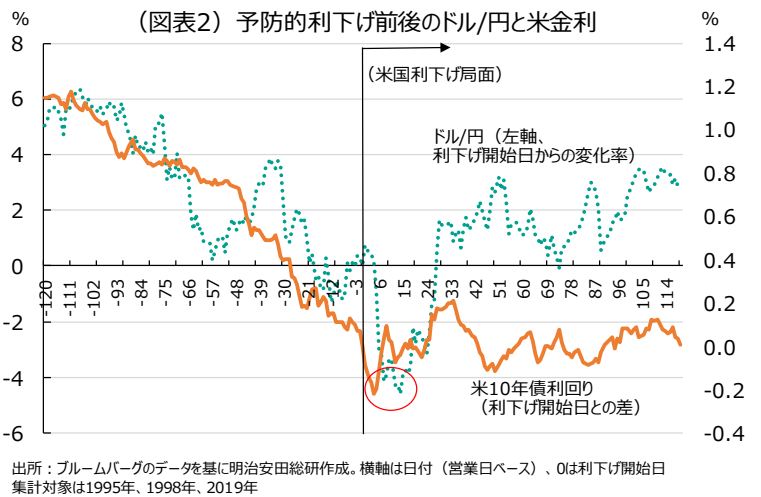
そこで、本稿では、足もとの金融市場の動向を過去の予防的利下げ局面と比較しつつ、経験則が今回も当てはまるかどうかを検証する。

2. ドル指数にもう一段の低下余地、ドル/円は円高リスク警戒

まず、利下げが見込まれる9月FOMCの2日目は9月18日であり、120営業日前の4月2日を基準にドルの名目実効レートであるドル指数とドル/円の動きを追う。ドル指数は8月5日発表の米7月雇用統計の軟調さを受けて急低下後、9月4日時点では4月2日比で約▲3%の水準にあり、1990年以降3例（1995年、1998年、2019年）の平均的な推移の経路上にある。過去の軌道をたどるとすると、ドル指数は利下げ後低下幅を一段と拡大し、約1ヵ月後、同▲4%付近で底打ちとなる（図表3）。利下げ局面の底を示すとみられる2年後のFFレート先物は3%付近での推移となっており、FRBが想定する中立金利（2.75%）手前までの利下げがすでに織り込まれていることから、米景気の後退懸念が本格化しない限り、ドル指数の底割れは想定し難い。

一方で、ドル/円は6月から7月にかけて過去平均から大きく上振れていたが、本邦当局による円買い介入や日銀の利上げなどを受けて円高が進んだ後、足もとでは過去平均の軌道に概ね沿った推移をたどっている（図表4）。4月2日（1ドル151.55円）比で約▲4%の水準（9月4日時点）にあるが、過去と同様の推移をたどるとすると、利下げ（9月18日）から1ヵ月経過後（10月半ば）に底（同約▲8%、1ドル139円）を付け、その後は戻りを試す展開となる。もっとも、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である。市場

の年内追加利上げの織り込みは足もと2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。内閣府が8月月例経済報告で、個人消費の改善などを背景に「景気は一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復している」とし、15ヵ月ぶりに国内景気の総括判断を上方修正するなど、日本経済の先行きには明

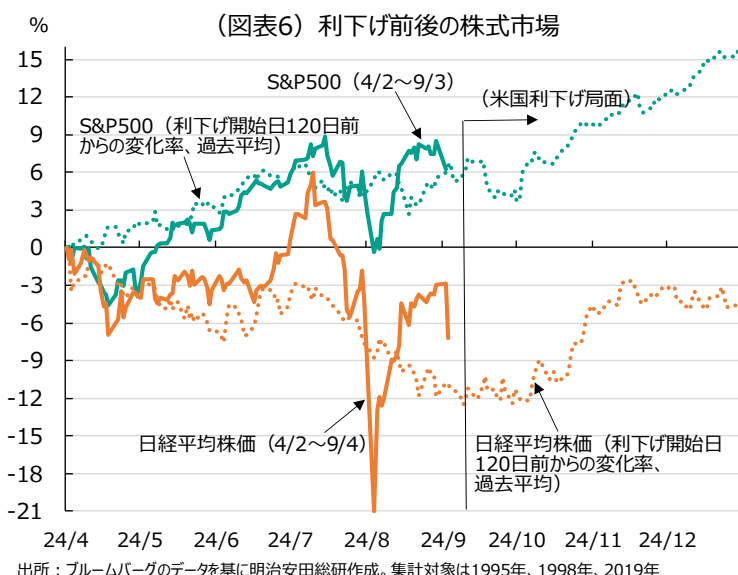
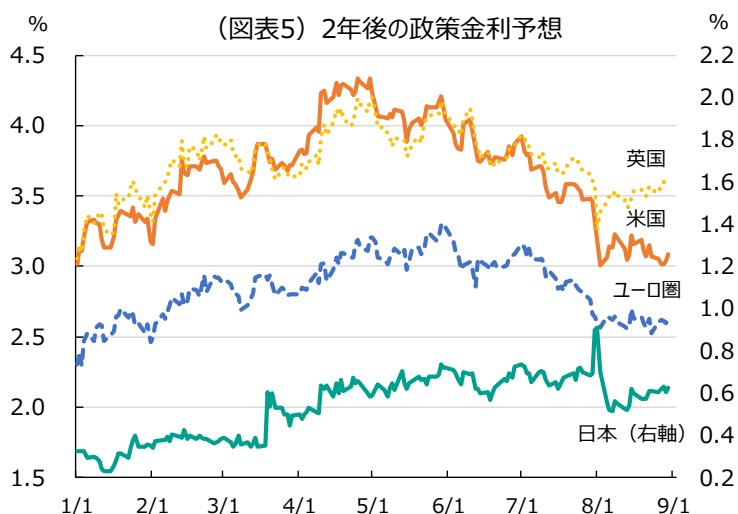
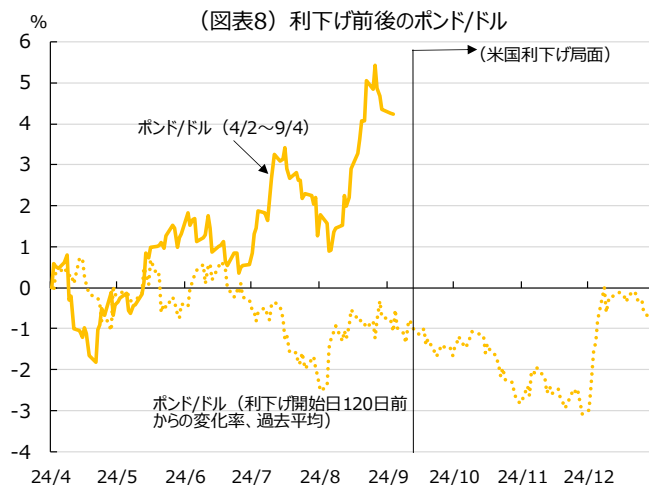
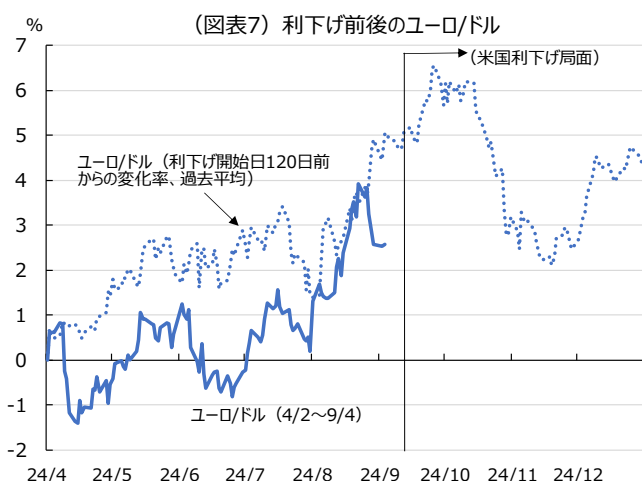


るい兆しがみえる。年末の利上げを見すえ、日銀が9月会合（19～20日）や10月会合（30～31日）で地ならしを進める展開も想定されよう。経験則通りすぐに円安に戻るとみるのは早計かもしれない。日銀が示す中立金利（景気を煽りも冷ましもしない金利水準）のレンジ（1～2.5%）下限である1%まで先々利上げが進むとみるならば、現在市場が織り込んでいる今回の利上げ局面の天井（約0.6%、図表5）はまだ低いため、日銀発の円高圧力には強まる余地があるとみておきたい。

3. S&P500は過去軌道上、日経平均に調整余地

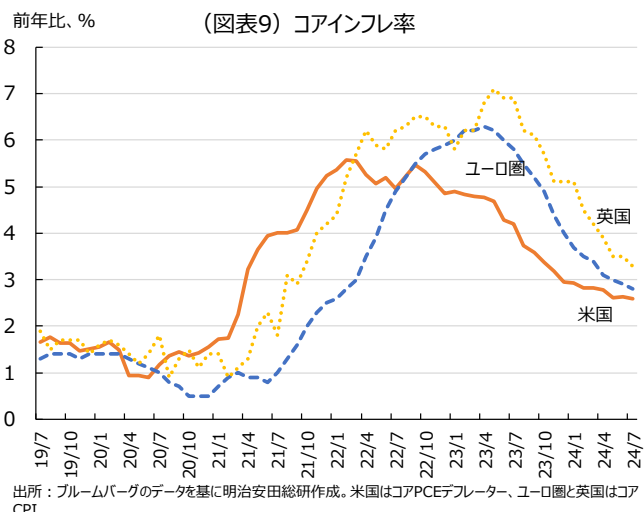
そうなると、本邦株価の先行きに懸念が生じる。米国の主要株価指数であるS&P500が概ね過去平均の軌道上にあるのに対し、9月4日の日経平均株価は4月2日（39,838.90円）比で約▲7.2%の水準にあり、過去平均と比べ依然堅調推移である。米国におけるこれまでの予防的利下げ局面では、利下げを好感してS&P500が堅調推移となる一方で、日経平均株価は円高を嫌気する形でして下落してきた（図表6）。過去軌道をなぞるのであれば、利下げ開始後、約1ヵ月間は同▲10%程度（35,800円）の水準で推移し、円高修正とともに戻りを試すことになるが、円高が長引くようであれば株価回復が遅れるとみられる。前述の円高シナリオ（利下げ後1ヵ月後を目途に140円割れ、当面同水準）が実現する場合、過去平均は日経平均株価が36,000円近辺での推移を余儀なくされる可能性を示唆する。

4. ユーロ/ドルは過去軌道を下回る一方、ポンド/ドルは大幅高



最後にユーロ/ドル、ポンド/ドルの見通しも確認する。欧州中央銀行（ECB）はFRBに先駆けて6月から利下げ局面入りしている。4月理事会で利下げ開始を事実上予告したときから7月末にかけてユーロ/ドルは軟調推移だったが、8月に入り米景気への懸念が台頭すると、ユーロに買いが集まった（図表7）。イングランド銀行（BOE）は8月から利下げ局面入りしているが、英ポンドは対ドルで強含んでいる（図表8）。

米予防的利下げ局面でドル安の受け皿として機能してきたユーロ/ドルが過去軌道にキャッチアップする過程にあるのに対し、ポンド/ドルの強さは経験則に反する。BOEは米予防的利下げ局面においてFRBよりも積極的な利下げを実行してきたため、対ドルで軟調推移となってきたが、今回は主要国内で最も粘着的なインフレに見舞われていることで（図表9）、米国より緩慢なペースでの利下げが見込まれる。OIS市場が織り込む2年後の予想政策金利は8月30日時点で米国：3.1%（利下げ幅：▲2.2%）、ユーロ圏：2.6%（同▲1.6%）、英国：3.6%（同▲1.4%）であり（前掲図表5）、8月以降の通貨の強弱は（ポンド>ユーロ>ドル）となっている。予想利下げ幅が小さい順に通貨が強い状況である。過去軌道と政策金利見通しから、ユーロとポンドが対ドルで一段高となる可能性が示唆される。



※日経平均株価の著作権は日本経済新聞社、S&P500の著作権はS&P ダウ・ジョーンズ・インデックス社（S&P Dow Jones Indices, LLC）にそれぞれ帰属します。

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

※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