2024.12.25

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2024年12月

〈要約〉

日銀のハト派姿勢や米経済の堅調さを背景に、円安が進む余地はありそうだが、160円台定着は所得環境の悪化と好循環の停滞につながるため、円買い介入が予想される。日銀の利上げ判断やトランプ次期米大統領の政策が注目される1－3月は、円安が進む場面も出てくるとみられるが、ドル/円のボラティリティーの高さから、介入のハードルは低いと考える。もっとも、経常取引から推察される円需給がほぼ均衡しているほか、キャリートレードの妙味は薄れつつあるため、日銀の利上げが進むにつれて徐々に円が買われる場面も出てこよう

振り返りと今後の注目点 ・・・P1

論点①　160円台定着で実質賃金はマイナス継続へ ・・・P2
～粘着性を強める「第一の力」と遠のく好循環～

論点②　賃金動向はオントラックなのか ・・・P3
～安定的な実質賃金プラスは見通せない～

論点③　為替介入の大義名分は立つ状況とみる ・・・P4
～米国との意思疎通に課題がある可能性～

論点④　関税の標的となる通貨は売られる傾向に ・・・P5
～実質金利差に加え、為替変動の重要ファクターに～

論点⑤　修正経常収支は3四半期連続黒字、円需要持ち直しへ ・・・P6
～円需給改善が円高要因に～

論点⑥　トランプ次期米政権下でキャリートレードは手掛けにくい ・・・P7
～不規則発言によるボラ高止まりと逆方向を歩む日米中銀～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

揺れ動く中銀のスタンスと次期米政権を巡る思惑

経常取引から推察される円需給が均衡するなか、金利差と政局が主要ファクターに

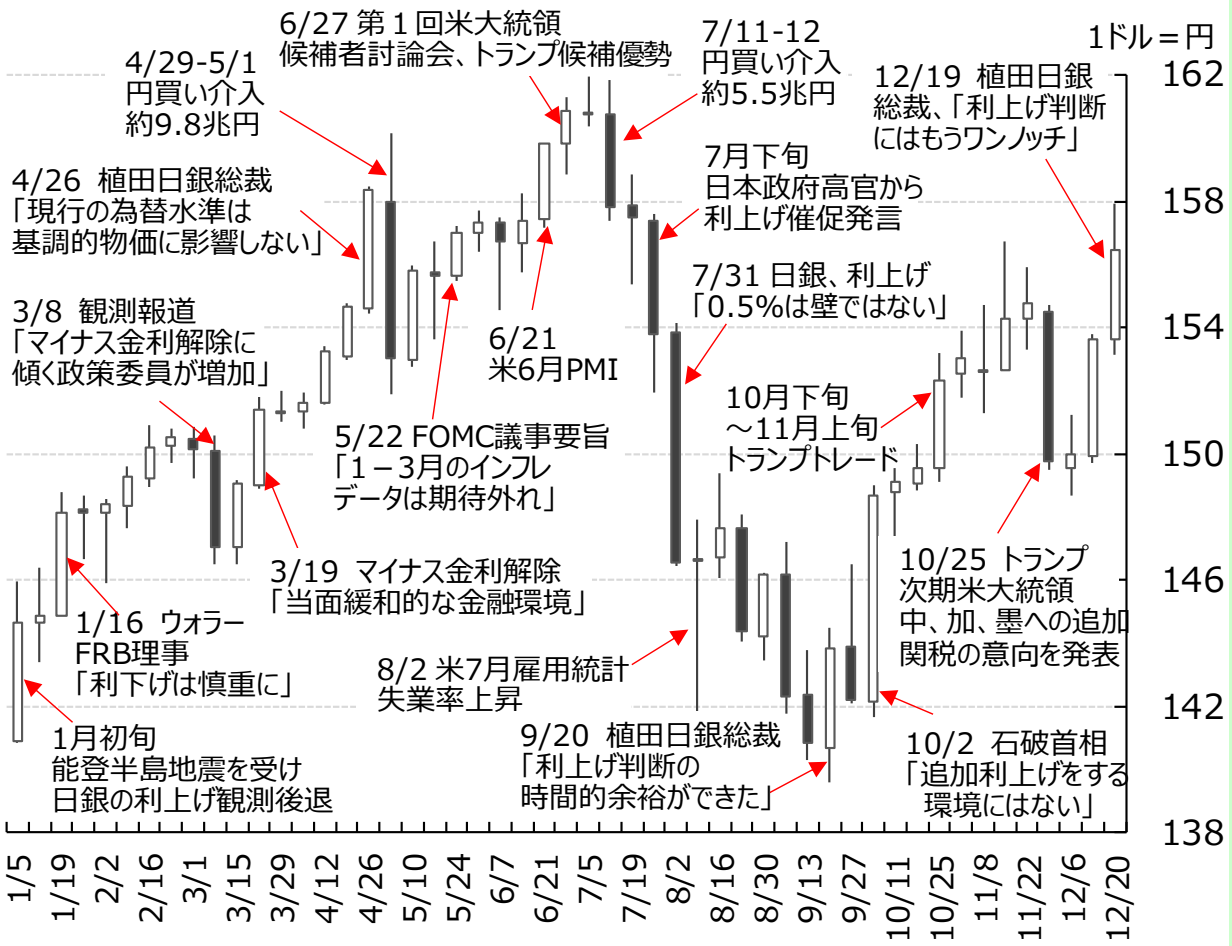
◆ドル/円概況（2024年）

- 日銀がゆっくりと利上げを進める姿勢を示す一方、米連邦準備制度理事会（FRB）はしつこいインフレ動向から利下げを急がない構えをみせ、円安ドル高が進行
- 植田日銀総裁が4月会合後の会見で円安軽視ともとれる発言をしたことで、投機筋の円売りが加速し、財務省は円買い介入
- 米連邦公開市場委員会（FOMC）の5月議事要旨がタカ派的な内容だったほか、トランプ候補の再登板が意識されて円安ドル高が加速し、財務省は再度円買い介入
- 日銀が7月会合で利上げするとともに、タカ派的な情報発信を行なったことに加え、米失業率が上昇したため、円高ドル安に
- 秋以降、米利下げの織り込み縮小と日銀のハト派姿勢を受け、円安基調に

2025年の注目点

- 賃上げ動向を注視する日銀が利上げを進めていけるかが焦点。トランプ次期米政権の政策への思惑も絡んで円安が進む可能性があるが、160円台定着を阻止するため、円買い介入が実施される可能性が高い。経常取引から推察される円需給は均衡しており、利上げが進めば円高基調に傾こう

◆ドル/円（週足、2024年）



（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.

160円台定着で実質賃金はマイナス継続へ

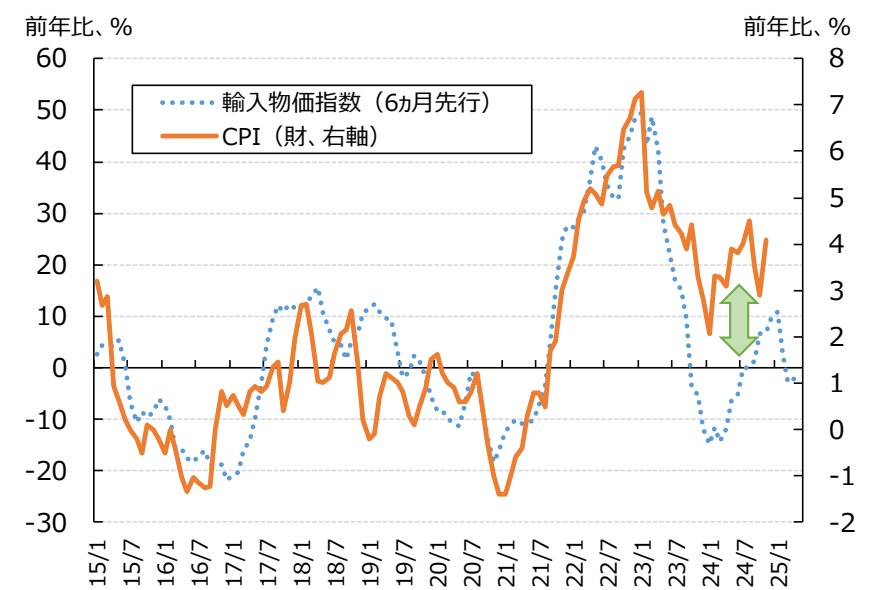
粘着性を強める「第一の力」と遠のく好循環

・輸入物価は約６ヵ月後のモノの消費者物価（以後CPI（財））に影響するが（左図）、2024年は乖離が大きい。輸入物価の伸び鈍化が小売価格に反映される時期（4－6月）に急速な円安に見舞われ、近い将来に再値上げを強いられる蓋然性から、川下では、メニューコストなどを考慮して値段をすえ置く先や、そのまま値上げを継続する先が多かった可能性。「第一の力」の粘着性の背景には為替の急変動があろう

・資源価格の安定により、契約通貨ベースの輸入物価は横ばい推移であり、円ベースの輸入物価の変動はほぼ為替要因である。直近4年間の相関関係 CPI（財）＝0.09×（輸入物価、6ヵ月前）＋1.97 から、2025年上期（1－6月）の円安がCPI（財）に与える影響を算出する（右図）。上昇率の半分がコアCPIへの寄与度で、実質賃金算出には持家の帰属家賃が除外される（＋0.4%程度）

・2025年春闘が5%程度の賃上げとなる場合、2025年の現金給与総額の伸びは2024年下期（前年比＋2.5%程度）と大差ないとみる。2025年上期の円安による2025年下期（7－12月）のCPI押上効果（ベースライン：150円）は1ドル160円で＋0.2%pt、165円で＋0.4%pt。160円超の円安環境下では、2025年上期にマイナス推移が濃厚（p3）な実質賃金は、下期に至ってもマイナス継続か

輸入物価とモノの物価



（出所）ブルームバーグより明治安田総研作成

ドル/円と物価・賃金（2025年下期）

	為替（1ドル=円）	輸入物価	財CPI	コアCPI	除く持家の帰属家賃	押上効果	実質賃金
25年下期（25年上期の為替による影響）	150	▲1.7	1.8	1.9	2.3	ベース	0.2
	155	1.0	2.1	2.0	2.4	0.1	0.1
	160	3.7	2.3	2.1	2.5	0.2	0.0
	165	6.5	2.5	2.3	2.7	0.4	▲0.2
	170	9.2	2.8	2.4	2.8	0.5	▲0.3

（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、除く持家の帰属家賃、実質賃金は前年比伸び率（%）

押上効果は対ベースライン（%ポイント）、現金給与総額の伸びは2.5%とする

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

賃金動向はオントラックなのか

安定的な実質賃金プラスは見通せない

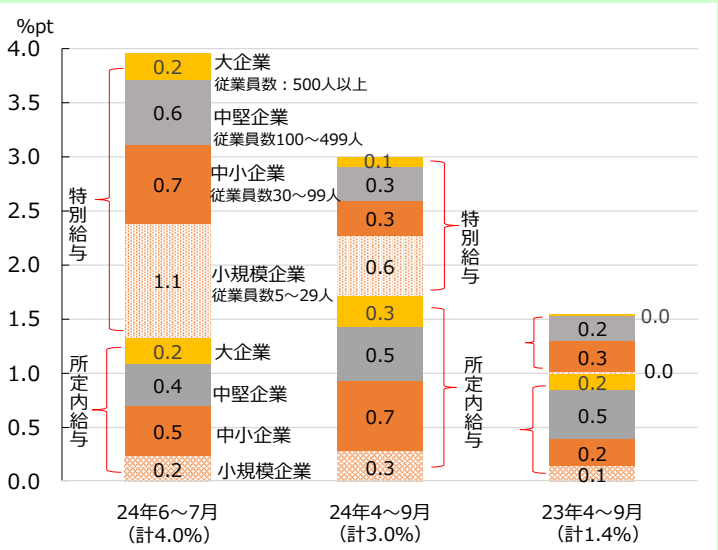
・植田日銀総裁は9月日銀会合後の会見で、毎月勤労統計の規模別の動向に言及し、中小企業が伸びている点とその持続性を問題点に挙げた。12月会合後の会見で賃上げ動向をもっとみたいとの意向を滲ませた植田総裁であるが、中小を入念にチェックするとなると、思いのほか時間がかかる可能性も。賃金動向の把握には、共通事業所だけでなく、規模別のデータが確認できる本系列の点検も必要

・4～9月の賃金動向は、小規模・中小企業の防衛的賃上げ（業績が冴えずとも、人材確保のために行なう賃上げ）が主導しており、寄与率は昨年の47%から60%に上昇も、生産性が下がるなかで、かなり無理をしている。基本給を上げる体力のない小規模企業は特別給与を、中小企業は両方とも増額させている（右図）

・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・中小企業は、財務・生産性ともに心許なく、賃上げを続ける先と断念する先で2極化が進もう。物価高のなか、安定的な実質賃金プラスは見通せない（下図）

現金給与総額の寄与度分解



（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）

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2025年1月	2～4月
								予想			
特別給与	2.2	0.1	7.8	6.6	12.0	12.4	▲2.2	2.5	7.4	0.5	2.3
所定内給与	1.8	2.1	2.2	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7
総額	1.6	2.0	4.5	3.4	2.8	2.5	2.2	2.6	5.1	2.6	2.7
物価	2.9	3.3	3.3	3.2	3.5	2.9	2.6	3.4	3.5	3.4	3.2
実質賃金	▲1.2	▲1.3	1.1	0.3	▲0.8	▲0.4	▲0.4	▲0.8	2.1	▲0.8	▲0.5

（出所）厚労省のデータを基に明治安田総研作成、予想は明治安田総研。数値の単位は前年比%、物価は消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）

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

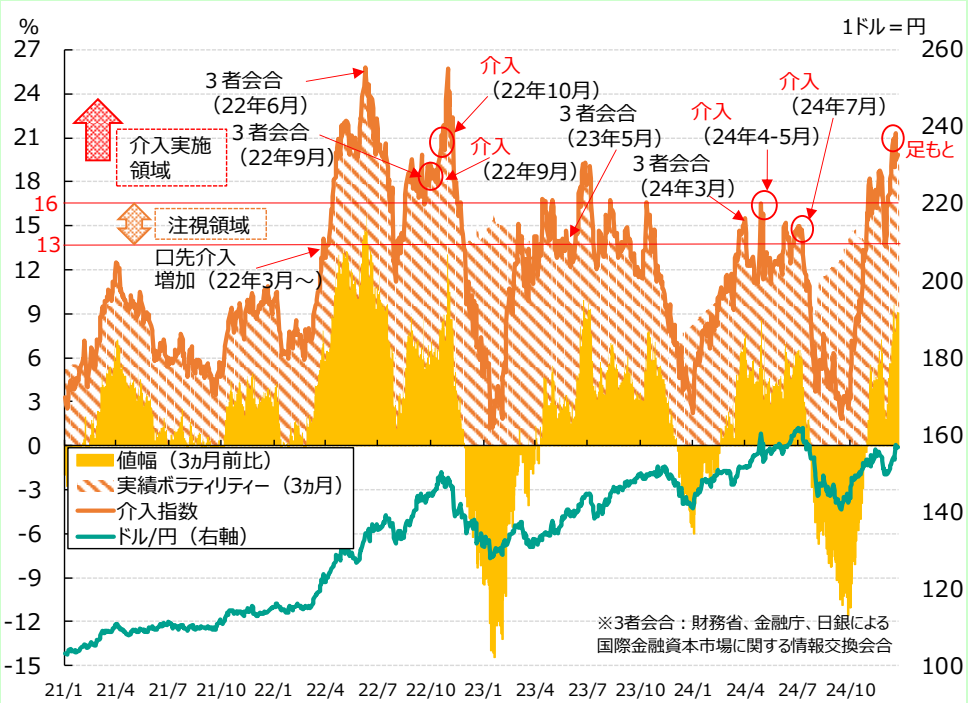
論点③　円買い介入

為替介入の大義名分は立つ状況とみる

米国との意思疎通に課題がある可能性

- 当局の行動をみると、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を上回るといつ3者会合が開かれてもおかしくない状況となり、16程度で実弾介入となっている（左図）。足もとの介入指数は19.4と、前体制下ならすでに介入が実施されているであろう水準
- 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。国際的に認められているとは言い難い水準防衛は、少しずつ進む円安にも対処できるよう、綿密な根回しのもと行なわれたと考えられる。今度介入するとすれば、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。スムージングなら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。米政権が移行期にあり、意思疎通が難しいことが介入の障害になっている可能性
- 160円を超える円安は経済厚生の観点から許容されないとみられる。日銀の動きが鈍いのであれば、財務省の果断な行動が期待される

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
10月25日	150円台	10.3	7.1	7.3	1年ぶり
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（3.2兆円）
7月11日	158円台後半	13.1	4.0	9.1	水準防衛（2.4兆円）
11月7日	口先介入増加	15.9	3.9	12.0	ボラが高水準
12月20日	日銀利上げ見送り	19.4	8.7	10.8	ボラ・水準ともに高水準

（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.

関税の標的となる通貨は売られる傾向に

実質金利差に加え、為替変動の重要ファクターに

・2024年は景気が堅調な米ドルの強さが目立った（下図）。英ポンドがユーロよりも底堅いのは、実質政策金利の上昇（＋1.2%pt、インフレ見合いで利下げ幅が小幅）に加え、ユーロ圏の巨額の対米貿易黒字（1818億米ドル）が関税への不安につながっている点が要因か

・スイスフランが冴えないのは、利下げ（▲1.25%pt）により実質政策金利がマイナスに転落したことが主因か

・メキシコペソが加ドルよりも軟調なのは、実質政策金利の低下（▲0.89%pt）のほか、巨額の対米貿易黒字（1547億米ドル）がかえって関税への不安を増幅している可能性。豪ドルの下落は主要輸出先である中国の景気低迷に要因があろう

・日本円は利上げ後も実質政策金利が深いマイナスに沈んでおり（▲2.65%）、売られやすい。日米貿易協定（2019年10月）により対日追加関税のリスクは足もとさほど意識されていない模様。もっとも、日本の対米貿易黒字（624億米ドル）はカナダ（561億米ドル）よりも多い。トランプ次期米大統領が対日追加関税を表明することがあれば、リスク回避の円買い一巡後、売り直される可能性も

2024年の通貨パフォーマンス

	政策金利　%		インフレ　前年比、%		実質政策金利　%			対米ドル騰落率	対米貿易黒字
	2023年末	2024年12月	2023年末	2024年11月	2023年末	2024年12月	変化、%pt	%	2024年1-10月（億米ドル）
米国	5.50	4.50	3.4	2.7	2.10	1.80	▲0.30	—	—
英国	5.25	4.75	4.0	2.3	1.25	2.45	1.20	▲1.3	▲115
中国	3.45	3.10	▲0.3	0.2	3.75	2.90	▲0.85	▲2.8	2675
ユーロ圏	4.00	3.00	2.9	2.3	1.10	0.70	▲0.40	▲5.7	1818
スイス	1.75	0.50	1.7	0.7	0.05	▲0.20	▲0.25	▲6.1	239
カナダ	5.00	3.25	3.4	1.9	1.60	1.35	▲0.25	▲8.4	561
豪州	4.35	4.35	3.4	2.1	0.95	2.25	1.30	▲9.0	▲176
日本	▲0.10	0.25	2.6	2.9	▲2.70	▲2.65	0.05	▲10.8	624
ロシア	16.00	21.00	7.4	8.9	8.58	12.12	3.54	▲13.1	25
メキシコ	11.25	10.25	4.7	4.6	6.59	5.70	▲0.89	▲18.2	1547
トルコ	42.50	50.00	64.8	47.1	▲22.27	2.91	25.18	▲19.2	16

（出所）ブルームバーグのデータを基に明治安田総研作成。2024年12月20日時点、11月のインフレ率が未発表の場合は10月分

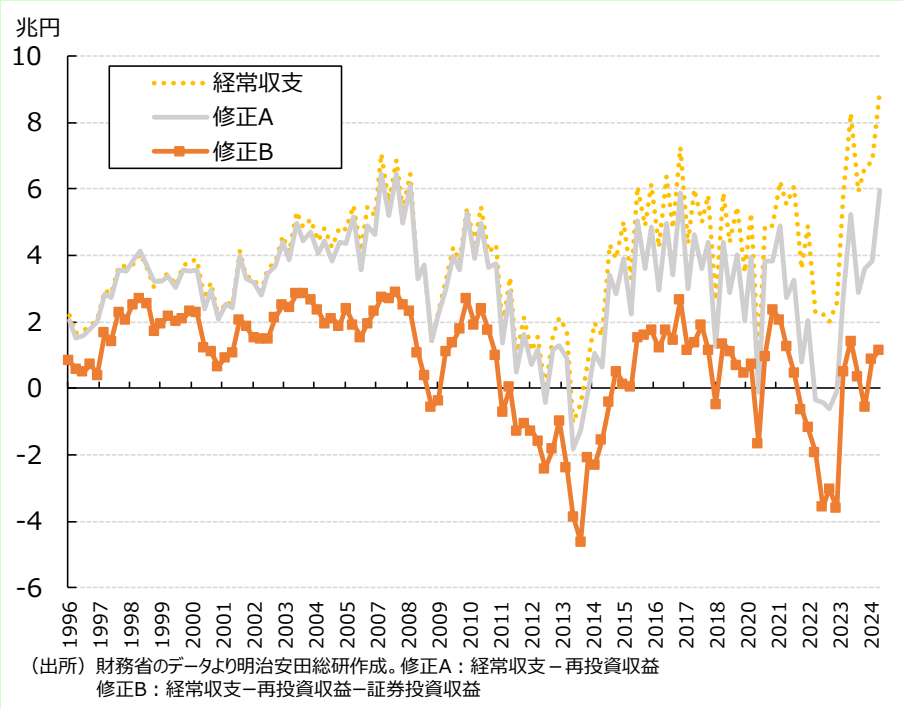
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

修正経常収支は3四半期連続黒字、円需要持ち直しへ

円需給改善が円高要因に

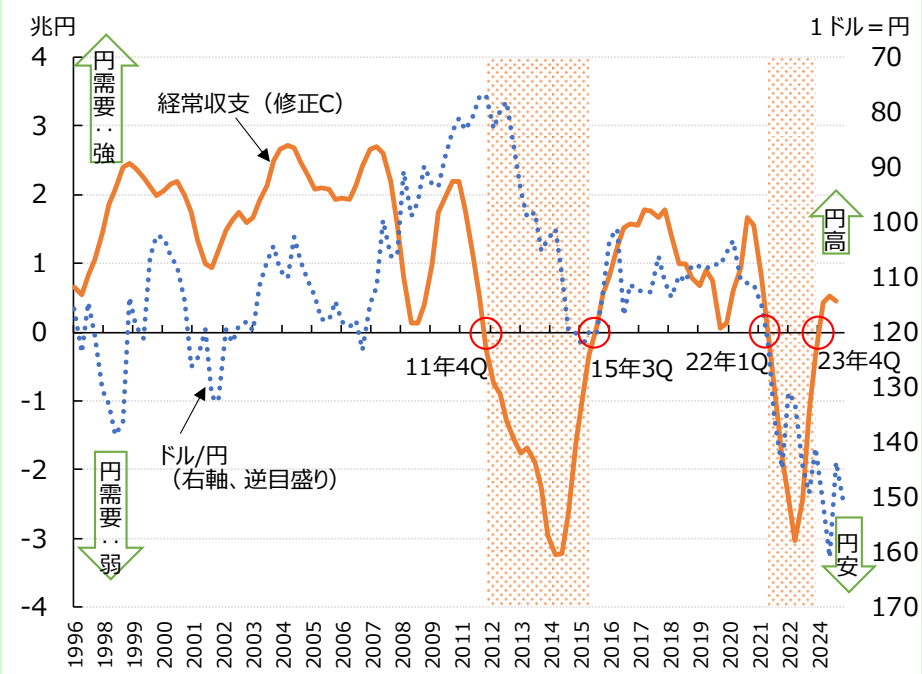
- 7～9月期の日本の経常収支は第一次所得収支が牽引する形で改善傾向。もっとも、直接投資収益の再投資収益は円需給に影響しないとみられるため、これを経常収支から除いた系列（修正A、左図）をつくる
- さらに、（修正A）から債券利子などの証券投資収益を除いた系列（修正B、左図）を導入する。証券投資収益の相応の部分は再投資されるとすれば、実際の円需給を反映する系列は（修正A）と（修正B）の間、（修正B）にごく近いところにあると考えられる
- 修正Bの4四半期後方移動平均をとった系列（修正C、右図）が基調的な円需給を示すとする。1996～2006年まではドル/円相場と連動するが、2007～11年の円高局面では説明力を失う。もっとも、2012～14年と2022～23年の円安局面では、修正Cの赤字が円相場に影響したとみる。2024年1～3月期より3四半期連続で修正Cは黒字であり、円需給の改善がじわりと円相場に効いてくる可能性がある

日本の経常収支（四半期ベース）



（出所）財務省のデータより明治安田総研作成。修正A：経常収支－再投資収益
修正B：経常収支－再投資収益－証券投資収益

円需給とドル/円



（出所）財務省とブルームバーグのデータより明治安田総研作成。修正C：（経常収支－再投資収益－証券投資収益）の４四半期後方移動平均、シャドー部分は経常収支（修正C）が赤字になった時期

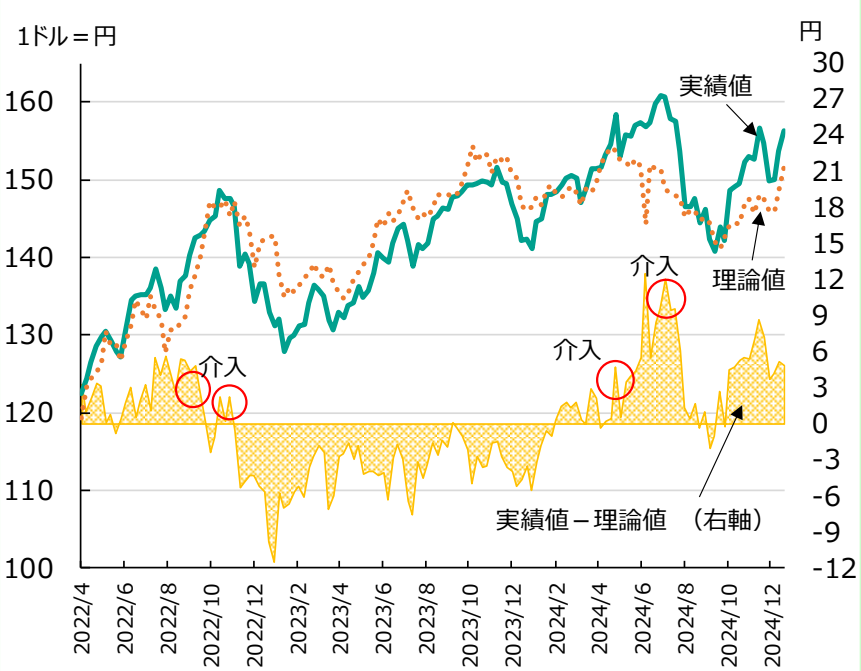
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

トランプ次期米政権下でキャリートレードは手掛けにくい

不規則発言によるボラ高止まりと逆方向を歩む日米中銀

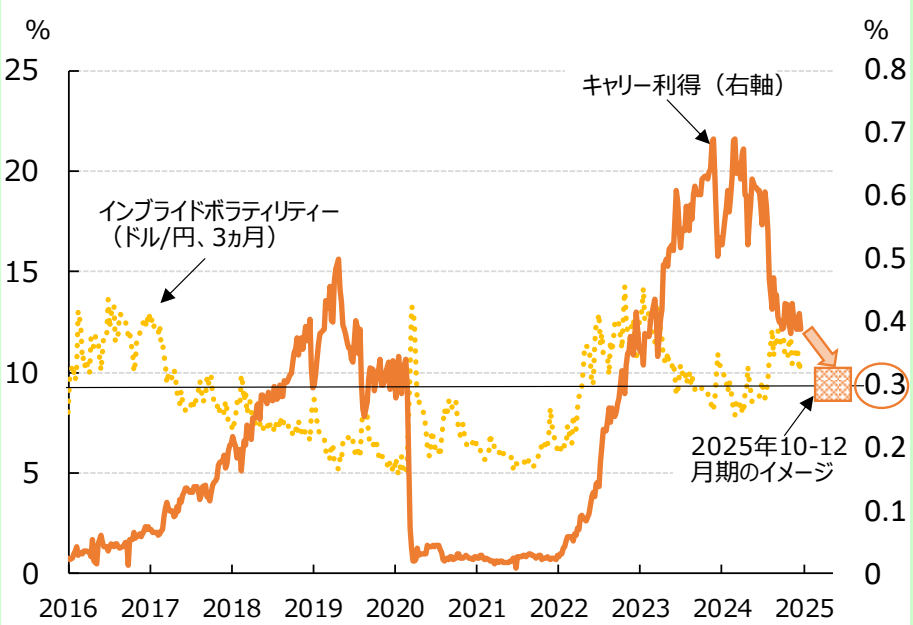
- 日米実質長期金利差は足もと2.7%付近であり、ドル/円は金利差に見合った水準（151.5円程度）よりもなお円安水準にある（左図）。論点⑤で言及した円需給がほぼ均衡しているため、金利差モデルからの大幅な乖離は徐々に修正される可能性が高い
- ドル/円のインプライドボラティリティーは足もと2022年秋の為替介入時の水準にあり、今後もトランプ次期米大統領の不規則発言などで高止まりする可能性が高く、キャリートレードを手掛けにくい環境
- キャリートレードの単位リスク当たりの利得（日米3ヵ月国債利回り差/3ヵ月インプライドボラティリティー）は足もと0.4%付近と、前回の米利上げ局面の水準まで低下。FRBの利下げと日銀の利上げにより、0.3%程度まで縮小していく可能性が高い（右図）。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とみる

ドル/円の実質金利差モデル



（出所）ブルームバーグのデータを基に明治安田総研作成、実質金利は10年物

キャリー利得の動向



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。
キャリー利得＝日米3ヵ月国債利回り差 / インプライドボラティリティー（ドル/円、3ヵ月）

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.