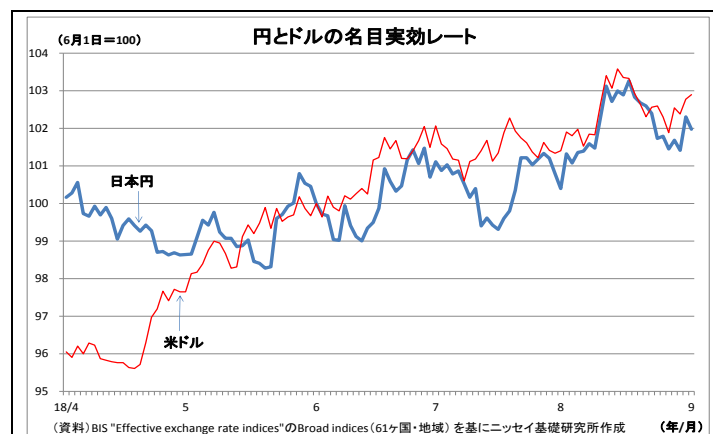


# Weekly エコノミスト・ レター

## ここに注目！ドル円相場 ～円とドルのパワーバランスの行方

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 5月以降、ドル円レートは110円付近で方向感のない推移を続けている。年内の主な注目材料を確認すると、海外発の材料では、FRBの利上げ、新興国からの資金流出、貿易摩擦、米中間選挙、国内発の材料では、自民党総裁選挙と企業の対外投資が挙げられる。
2. なかでも最も不確実性が高いのが貿易摩擦だ。米中間には多額の貿易赤字や覇権争いがあるだけに、米政権の強硬姿勢は続きそうだ。2000億ドル分の対中関税も発動される可能性が高まっており、市場はたびたびリスク回避地合いになりそうだ。最近、リスク回避局面においてドルが円と同等に買われてきた背景には、米経済に対する市場の楽観があるが、貿易摩擦は米経済にとっても重荷となる。今後も激化していくことになれば、楽観が後退し、リスク回避局面でドルよりも円が買われやすくなると考えられる。
3. また、今後は貿易問題を巡る日米間の緊張の高まりも予想される。今後はいよいよ日本に米政権の矛先が向かうことで、両国間の軋轢が表面化する事態が想定される。その場合、リスク回避の円買いが発生するだろう。また、米国が為替条項の導入を主張してくれば、日銀金融緩和が後退するとの思惑を通じて円高圧力が発生することになる。
4. これらの材料の展開次第で円とドルのパワーバランスは変化することになるが、メインシナリオとしては、今後はやや円安ドル高方向と見ている。米利上げ観測と日本企業による活発な対外投資が円安ドル高圧力となる。ただし、大幅な円安は想定しづらい。今後も新興国の資金流出や貿易摩擦の激化が予想され、たびたびリスク回避に伴う円高圧力が対ドルでも発生するためだ。年末時点で1ドル112円程度と予想している。
5. ただし、リスクバランスを考えると、円高リスクの方が高い。米政権が2000億ドル分に留まらず、全ての中国製品に制裁関税をかける方針を示したり、貿易摩擦の悪影響が想定以上に顕在化したりすれば、109円を下回る大幅な円高の進行も起こり得る。



# 1. トピック：ここに注目！ドル円相場

5月以降、ドル円レートは110円付近で方向感のない推移を続けている。この間、貿易摩擦の悪化やトルコをはじめとする新興国からの資金流出などで市場がリスク回避的になる場面が多く、従来であればリスク回避の円高がもっと進んでもおかしくなかった。しかしながら、今回は米国経済に対する市場の楽観を背景として、リスク回避局面において円もドルも同様に買われる傾向が強く、（実効レートでは）円高ドル高の様相が続いてきた（表紙図表参照）。円もドルも他通貨に対して同等に買われる状況では、ドル円は動意に乏しくなる。

いわば均衡状態が続いてきた円とドルのパワーバランスが今後どうなるのか？年内の主な注目材料を点検する。

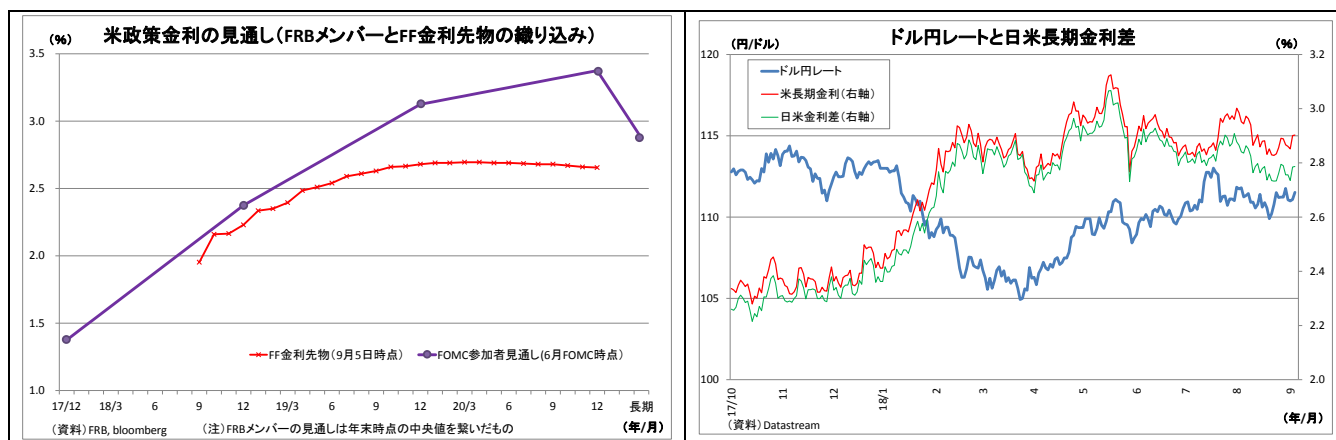
## （海外発の材料）

### ①FRBの利上げ

まず注目されるのは、米国の利上げだ。9月下旬に開かれるFOMCでの追加利上げはほぼ確実であるため、その後の利上げペースがポイントになる。12月以降の利上げはまだ市場で完全には織り込まれていないため、織り込みが進めば米金利上昇を通じてドル高に働く。

また、今後は利上げの打ち止め観測（時期とその際の金利水準）も影響度を増していくだろう。6月FOMC時のFRBメンバーによる政策金利見通しでは、2020年にかけて利上げが続く見通しとなっているが、来年中にも中立金利（景気を冷やさず加速させもしない金利水準）と見なされる長期予想（2.875%）に到達する見通しだ。それ以上の利上げは景気に抑制的な水準となるため、今後FRBでは「どこまで利上げを行うか」について議論や情報発信が活発化するとみられる。「利上げの打ち止めはそう遠くない」との見方が広がれば、ドル高の抑制材料となる。

目先は9月下旬のFOMC後に公表されるFRBメンバーの政策金利見通しにおいて、新たに公表される2021年分も含めてどのようなパスが示されるかがポイントになる。



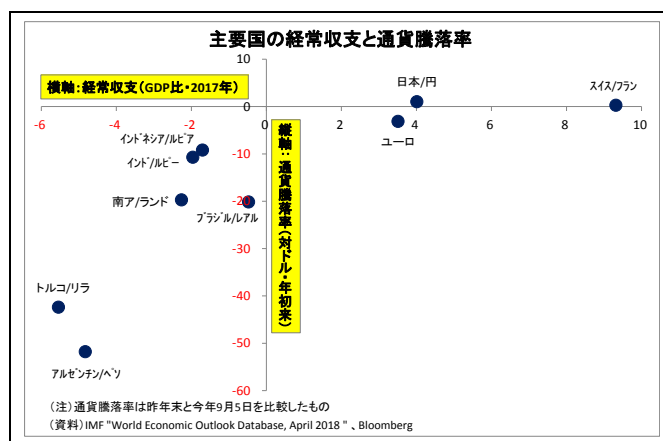
### ②新興国からの資金流出

また、米国の利上げと関連して、新興国からの資金流出も注目される。

8月にもトルコリラやアルゼンチンペソなどが急落し、市場の警戒感が高まった。通貨が急落した国々

は経常赤字やその蓄積である多額の対外債務、インフレ、政治不安など様々な構造問題を抱えており、もともと資金流出懸念があったところに、米国の利上げを背景とするドル高圧力が加わり、資金流出が顕在化した形になった。

今後も米利上げが意識されることで（もしくは米利上げを口実に）、新興国からの資金流出が加速する恐れがある。資金流出の動きが拡大すれば、市場はリスク回避的となり、円は買われることになる。



### ③米政権発の貿易摩擦

さらに、米政権発の貿易摩擦も引き続き大きな材料になる。この材料が最も不確実性が高い。米国とEU、メキシコとの間の摩擦は交渉の進展により一服したが、中国との間には事態の改善が見られない。米中間には多額の貿易赤字やハイテクを巡る覇権争いがあるだけに、米政権の強硬姿勢は続きそうだ。2000億ドル分の対中制裁関税も発動される可能性が大きく高まっている。既に発動された500億ドル分の制裁関税のように、複数回に分割しての段階的な発動方針を示すことで、中国に対する継続的な交渉材料にする可能性がある。この場合、市場でのあく抜け感はずいぶん出にくく、たびたびリスク回避地合いになりそうだ。

ここ数ヶ月の間、貿易摩擦や新興国からの資金流出といったリスク回避局面において、ドルが円と同等に買われてきた背景には、米国経済の先行きに対する市場の楽観がある。ただし、制裁関税は米製品に対する報復関税を招くほか、輸入物価押し上げを通じて米国経済にとっても重荷となる。今後もさらに大規模な制裁関税を発動していくことになれば、米国経済に対する楽観が後退するだろう。その結果、リスク回避局面では、従来のようにドルよりも円が買われ、円高ドル安に振れやすくなると考えられる。

また、今後は貿易問題を巡って日米間の緊張が高まることも想定される。既に昨日、トランプ大統領が、日本に対して今後、貿易赤字削減を強く求める姿勢を示したとの報道が伝えられている。EUとの交渉が一段落したうえ、NAFTAの交渉も佳境に入っており、今後はいよいよ日本に矛先が向かうだろう。中間選挙を控えて成果を急ぐ米政権は、日本に対して二国間FTAを通じての農産物輸入拡大や自動車の輸出抑制を求めてくる可能性が高い。安倍政権としても、来年の参議院選挙を控えて安易に妥協は出来ないだけに、両国間の軋轢が表面化する事態が想定される。その場合は、日本株下落に伴うリスク回避の円買いが発生するだろう。

米政権は韓国やメキシコとの交渉において、通貨安誘導抑止のための為替条項を盛り込んだ。日米交渉においても、米国が為替条項の導入を主張してくれば、日銀金融緩和が後退するとの思惑を通じて円高圧力が高まることになる。トランプ大統領によるドル高牽制や円安誘導批判にも警戒が必要になる。目先は、月内に開催される予定の第二回FFR（日米新貿易協議）の行方が注目される。

### ④米中間選挙

少し先では、11月6日に実施される米中間選挙も注目材料になる。現段階では、上院は共和党優勢、下院は民主党優勢との見方が多いが、仮にこの通りとなった場合にはドルが売られる可能性が高い。議会でねじれが発生することでトランプ政権の政策遂行能力が著しく低下するためだ。

また、議会の協力を得られなくなったトランプ大統領が、2020年の大統領選に向けて大統領権限の

強い通商・外交領域において、強硬姿勢を強める恐れもある。

## (国内発の材料)

このように注目材料が目白押しの海外に比べて国内の注目材料は少なめだ。日銀は7月末に政策の修正を行ったばかりであり、政策スタンスの変更は当面見込まれない。7月に弾力化が決定された国債やETFの買入れ動向を巡って市場の思惑が揺れ動き、ドル円に影響する場面は今後も想定されるが、急激な変更は考えづらいため、影響は限定的なものに留まりそうだ。

### ①自民党総裁選挙

そうした中で注目されるのは、自民党総裁選挙だ。本日告示され、安倍首相と石破元幹事長が立候補を届け出た。20日に開票が行われる。

議員票の大半を固めたと見られている安倍首相の3選が有力視されるが、安倍首相が勝利するか？勝利する場合には大勝となるか？という点がポイントになる。

安倍首相が大勝した場合は、党内の求心力が維持され、大規模緩和路線も維持されるとみられるため、円安材料になるだろう。新たな総裁任期は2021年9月となるが、その間に4人の日銀審議委員が任期を迎えることから、首相が人事を通じて日銀の方針を左右することが出来る。

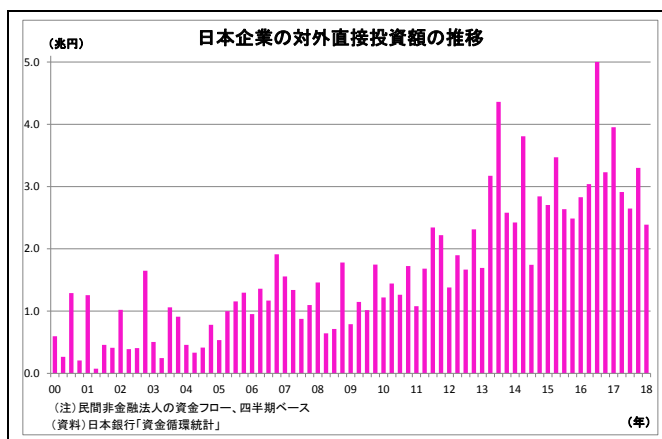
ただし、日銀がさらなる緩和に踏み切る可能性は殆どないほか、緩和の長期継続は織り込み済みであるため、円安のインパクトや賞味期限は限定的になるだろう。

役職	氏名	任期末
総裁	黒田東彦	2023年4月
副総裁	若田部昌澄	2023年3月
副総裁	雨宮正佳	2023年3月
審議委員	原田泰	2020年3月
審議委員	布野幸利	2020年6月
審議委員	櫻井真	2021年3月
審議委員	政井貴子	2021年6月
審議委員	鈴木人司	2022年7月
審議委員	片岡剛士	2022年7月

(資料)日銀ホームページよりニッセイ基礎研究所作成

### ②日本企業の対外投資

その他国内材料としては、日本企業の対外投資が注目される。日本企業はこれまで海外M&Aや海外グループ会社への投資など対外直接投資を活発化してきた。企業収益はここ数年大きく拡大し、その分キャッシュフローも増加したが、国内に対する成長期待が低いことから、より成長が望める海外に投資資金が向ったためだ。手元資金の有効活用を求める投資家の存在も、企業の対外投資を促す力になったとみられる。



企業による対外直接投資は円売りドル買いを伴うことが多く、円安材料となるため、今後も活発な対外直接投資が続くかどうか注目される。

## (メインシナリオとリスクバランス)

以上、ドル円相場を巡る材料には様々なものがあり、それぞれの展開次第で円とドルのパワーバランスは変化することになる。

筆者のメインシナリオとしては、今後は円安ドル高方向と見ている。米国の継続的な利上げ観測と日本企業による活発な対外投資が円安ドル高圧力となる。

ただし、大幅な円安の進行は想定しづらい。今後も新興国の資金流出や貿易摩擦の激化が予想され、



たびたびリスク回避に伴う円高圧力が対ドルでも発生しそうだ。また、FRBは来年中にも利上げを停止すると予想されるため、年終盤には徐々に利上げの打ち止めが意識されやすくなり、ドル高の抑制に働くとしている。年末にかけての予想基本レンジは109円～114円。年末時点のドル円レートは1ドル112円程度と予想している。

以上がメインシナリオとなるが、上下のリスクバランスを考えると下振れ（円高方向）リスクの方が高い。米政権が2000億ドル分に留まらず、全ての中国製品に制裁関税をかける方針を示したり、貿易摩擦の悪影響が米中などで想定以上に顕在化したりすれば、109円を下回る大幅な円高の進行も起こり得る。

## 2. 日銀金融政策（8月）：債券市場の機能度改善は限定的

### （日銀）現状維持（開催なし）

8月は金融政策決定会合が予定されていない月であったため、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合は9月18～19日に開催される予定。

8月8日に公表された「金融政策決定会合における主な意見（7月開催分）」では、物価に関して、「これまでの想定よりは時間がかかるものの、2%に向けて上昇率を高めていく」との見方が多くみられた。

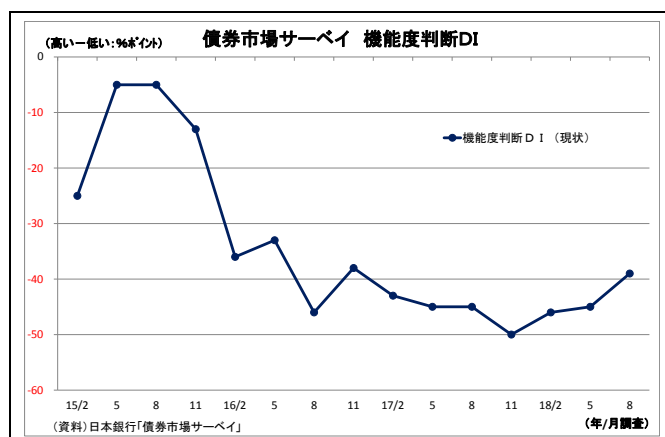
金融政策については、「強力な金融緩和を長きにわたって持続可能な形とすることが重要である」、「金融緩和継続が見込まれる中、政策の枠組みをそれに耐えうる形に仕立て直すため、長短金利操作や資産の買入れをより弾力的に運営していくことを検討すべき」と、同会合で決定された金利変動幅拡大を支持する意見が多かった一方で、「中長期の予想インフレ率が弱い現時点で、長期金利が上昇しうることも許容する政策調整を行うと、実質金利が上昇し、物価の伸び悩みを助長しかねない」との反対意見も見られた。

長期金利の具体的な変動幅については、同会合後の総裁会見で「概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度（つまり0%±0.2%）を念頭に置いている」との説明があったが、「±0.25%程度の動きを許容することが適切」とより大幅な変動を求める意見もあった。

また、同会合で新たに導入された「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定」というフォワードガイダンスについては、「政策金利のフォワードガイダンスを導入し、目標実現に対するコミットメントを強化すべきである」など、導入に前向きな意見が目立った。

なお、9月3日に公表された最新の債券市場サーベイ（2018年8月調査）によれば、債券市場参加者から見た債券市場の機能度を示す機能度判断DIは▲39ポイントと前回5月の▲46ポイントからやや改善した。注文量や取引頻度などの質問に対する見方も前回から改善がみられる。

ただし、機能度判断DIをはじめ、各項目ともに機能度の水準自体はまだまだ低いことも同時に示されている。国債市場の機能度改善は7月の



政策修正の目的に掲げられていただけに、今後の動向が注目される。

### 3. 金融市場（8月）の振り返りと当面の予想

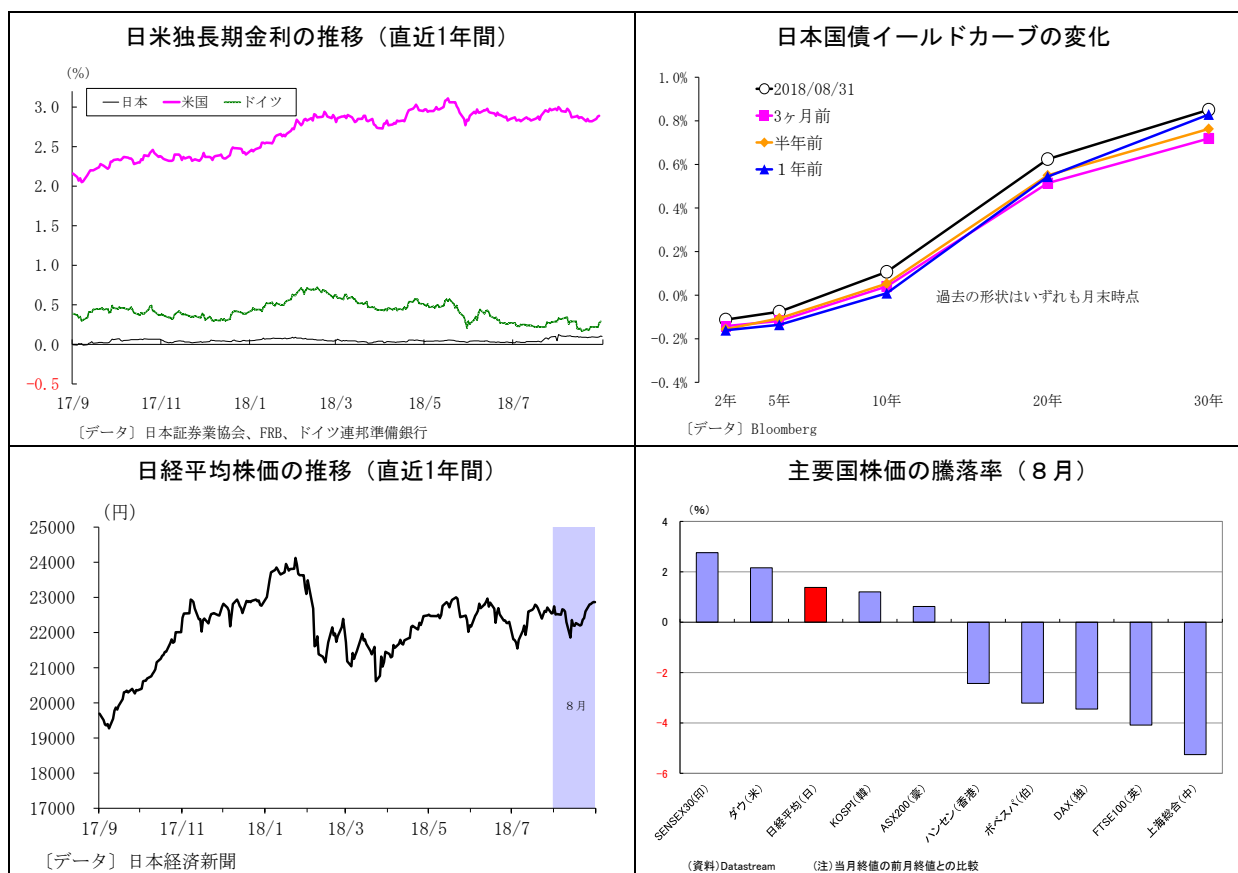
#### （10年国債利回り）

**8月の動き** 月初0.1%台前半でスタートし、月末は0.1%に。

月初、7月末の日銀による政策修正を受けて、金利上昇許容幅を試す動きから一時0.1%台半ばまで上昇したが、日銀が2日に臨時の国債買入れオペを実施したことで0.1%台前半に低下。その後も好調な国債入札結果やトルコリラの急落、米中貿易摩擦への警戒を受けた質への逃避に伴う債券買いなどから金利の上昇が抑えられ、0.1%を挟んだ膠着した展開が継続。月末も0.1%で終了した。

#### 当面の予想

日銀が8月末に公表した国債買入予定でオペの実施回数を減らしたことを受けて、今月に入って長期金利はやや上昇したが、米中貿易摩擦への懸念などから若干低下し、足元は0.10%台にある。今後、日銀は国債買入れ額を緩やかに減額していくと予想され、このことは金利の上昇要因となるが、一方で米中貿易摩擦などへの懸念の高まり（に伴う質への逃避）が金利低下に働く可能性が高い。強弱感が拮抗することで、当面は0.1%を挟んだ一進一退の推移を予想している。



#### （ドル円レート）

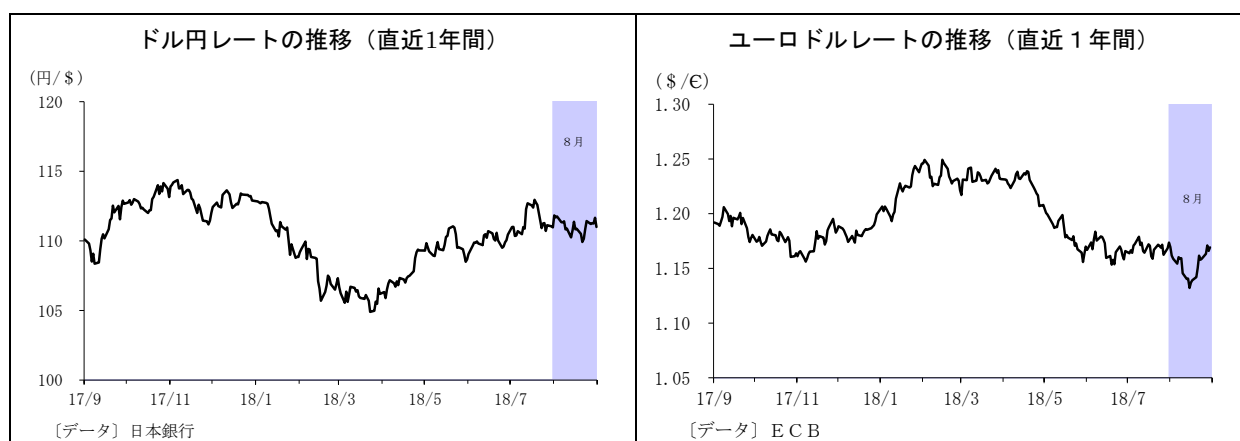
**8月の動き** 月初111円台後半でスタートし、月末は111円に。

月初、111円台での推移が続いた後、日米新通商協議を控えた警戒から円が買われ、9日に110

円台後半に。その後はトルコリラ急落に伴い、主要通貨に対してリスク回避でドルも円も買われる形でドル円は110円台を中心に膠着した推移が継続。21日にはトランプ大統領が利上げを牽制したことを受けて、110円の節目を割り込んだ。その後は豪州の政治不安による豪ドルに対するドル買いや、ジャクソンホール会合でのパウエルFRB議長講演への期待からドルが持ち直し、24日には111円台前半に。30日には111円台後半を付けたが、31日にはトランプ大統領が対中追加関税を早期に発動する意向を示したことでリスク回避の円買いが入り、111円で終了した。

### 当面の予想

今月に入り、良好な米経済指標を受けて、一時111円台半ばまで円安に振れたが、日米貿易摩擦への警戒の高まりなどから円高が進み、足元は110円台後半で推移している。目先は本日夜の雇用統計結果次第だが、いずれにせよ、米経済への期待は根強く、ドルの下支えに働くだらう。ただし、米国は近日中に中国に対する2000億ドル分の追加関税方針を公表する可能性が高く、市場ではリスク回避の円買い圧力が高まることが想定される。日米貿易摩擦への警戒も続きそうだ。一時的ながら、1ドル110円を割り込むリスクが高まっていると見ている。



### (ユーロドルレート)

**8月の動き** 月初1.17ドルでスタートし、月末は1.16ドル台前半に。

月初、米国の利上げ期待やイタリア財政、英国の無秩序なEU離脱への懸念からユーロが売られ、6日には1.15ドル台前半に。その後一旦持ち直したものの、トルコリラ急落を受けて、トルコ向け債権の多い欧州銀行への懸念が台頭しユーロ売りが活発化、10日には1.14ドル台、15日には1.13ドル台に下落した。一方、その後はトルコ懸念の一服や持ち高調整、トランプ大統領による利上げ牽制に伴うドル売りなどでユーロが買い戻され、22日には1.16ドル台を回復。さらに、米国とメキシコがNAFTA見直しで大筋合意したことを受けてリスク回避目的で買われていたドルが売られ、28日には1.17ドル台を付けた。月末は利益確定等に伴うユーロ売りが入り、1.16ドル台前半で終了した。

### 当面の予想

今月に入り、良好な米経済指標を受けて一旦ユーロ安が進んだが、英国のEU離脱に対する懸念後退に伴ってユーロが買い戻され、足元は1.16ドル台前半で推移している。トルコ懸念の一服により、ユーロは底堅さを取り戻したが、トルコ問題が解決したわけではない。また、イタリア財政や英国のEU離脱問題も予断を許さず、ユーロを積極的に買いつらい状況が続きそうだ。当面のユーロドルは1.16ドル台前後で推移すると予想している。

金利・為替予測表(2018年9月7日現在)

		2018年			2019年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
アメリカ	FFレート (期末)	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	3.00
	10年金利 (平均)	2.9	3.1	3.3	3.4	3.4	3.6
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
ドル円	(平均)	109	111	112	113	113	114
ユーロドル	(平均)	1.19	1.16	1.17	1.18	1.19	1.21
ユーロ円	(平均)	130	129	131	133	134	138

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。