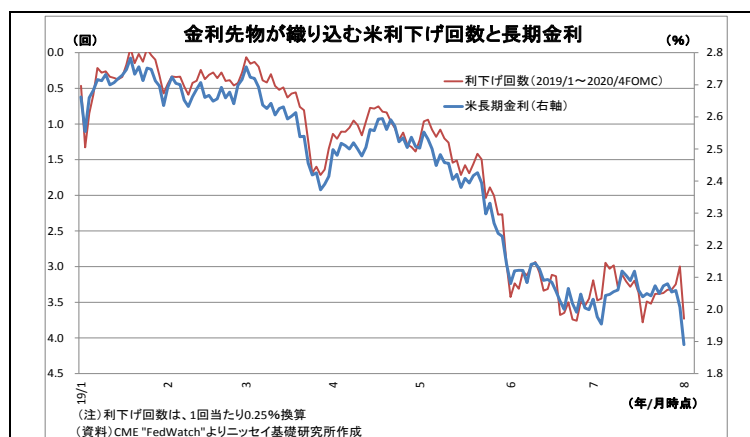


# Weekly エコノミスト・ レター

## 暗雲漂うドル円相場の行方 ～米利下げ、対中関税引き上げの影響は？

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. 7月末のFOMCは想定ほどハト派的ではなかった議長会見が利下げ観測の後退を促したことでドル高材料となった。一方、翌1日のトランプ大統領による対中関税第4弾発動表明は世界的な株安を通じてリスクオフの円買いを発生させたうえ、米経済への先行き懸念を通じて利下げ観測を大きく復活させ、強い円高ドル安材料になった。
2. 今後のドル円を考えるうえでも、米利下げと米中摩擦の動向が最大のカギになる。米中摩擦については、しばらく激化の方向に向う可能性が高い。そして、米中摩擦の高まりは米利下げ観測の上昇にも繋がる。FRBも景気下振れリスクの高まりを受けて、秋に「予防的利下げ第2弾」を実施するだろう。従って、当面秋にかけては米中摩擦に伴うリスクオフの円買い圧力と米利下げ観測によるドル売り圧力が生じやすいが、メインシナリオとしては、既に米利下げはかなり織り込まれているため、ドル円の下落余地は限定的（下値目処は105円程度）と見ている。その後、年末には米中摩擦が緩和に向うことが期待される。米中摩擦緩和を好感したリスクオンの円売りと、米利下げ観測後退に伴うドル買いが発生し、ドル円は一旦109円程度に持ち直すと予想している。
3. ただし、上記シナリオの不確実性が高めであることも否めない。トランプ政権の通商政策は予見可能性が低いためだ。仮に米中摩擦がさらに激化したうえ改善の兆しも見えず、米経済への多大な悪影響が顕在化すれば、FRBは予防的利下げの枠を超えて、景気悪化に対応するための長期・段階的な利下げ路線にシフトすると考えられる。その際は、米利下げ観測のさらなる上昇によって、ドル円が1ドル100円割れを試す恐れすらある。
4. なお、仮に急激な円高が進行した場合、日本側に止める手立はない。トランプ政権によって為替介入は実質的に封じられている。日銀は追加緩和に動くものの、円安を促す効果は発揮されず、副作用を増大させるだけに終わることになるだろう。



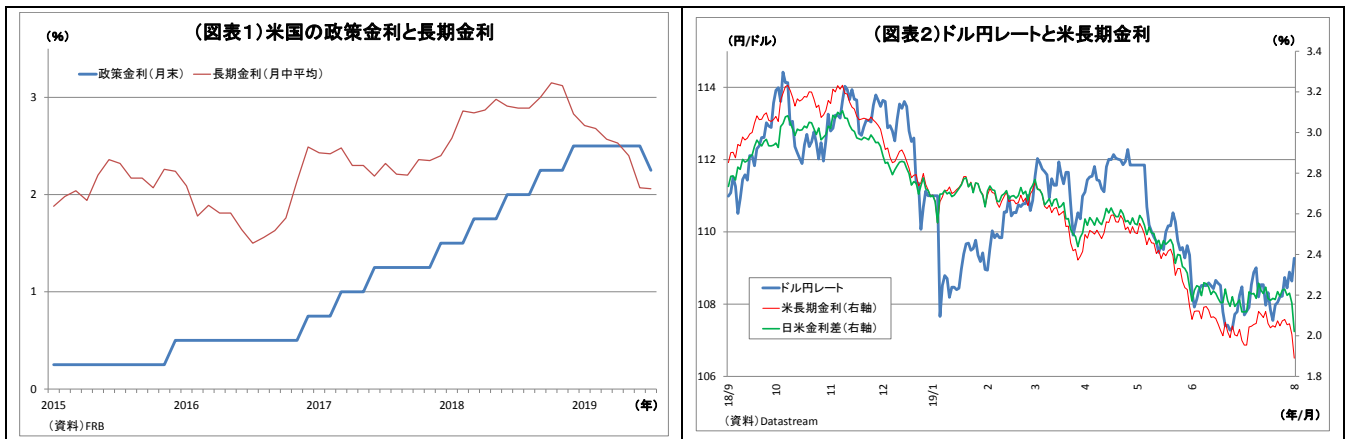
# 1. トピック：暗雲漂うドル円相場の行方

7月31日（米国時間）に開催されたFOMCを受けて、ドル円相場は108円台後半から109円台前半へと円安ドル高に動いた。しかし、翌8月1日（同）にトランプ大統領が突如対中国関税第4弾の発動を表明したことで、一転して急激な円高ドル安が進行し、本日には107円を割り込む事態となっている。

米国発の材料がドル円を大きく揺るがす中、改めてドル円相場を振り返り、今後の行方を考える。

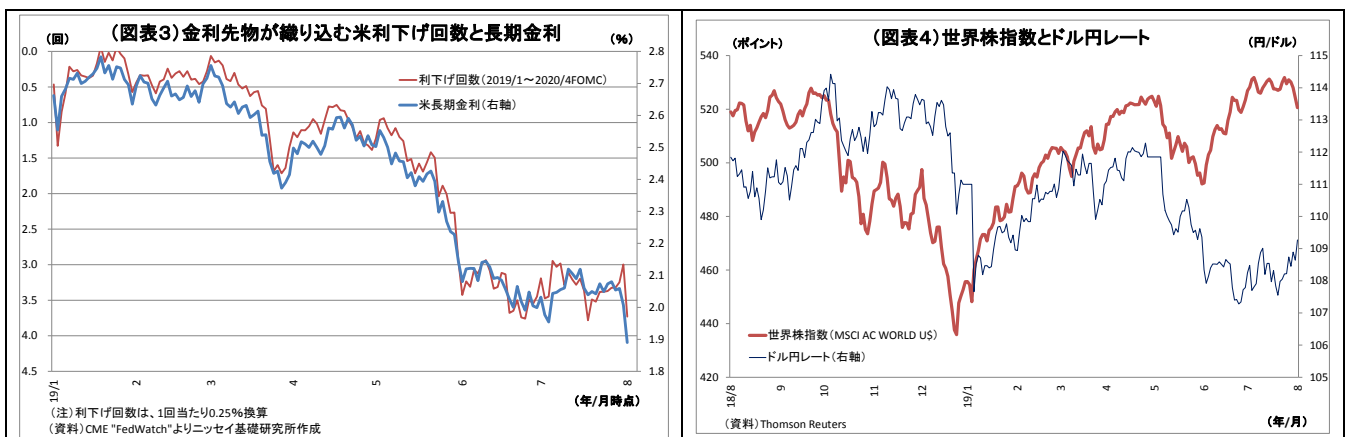
## （ドル円相場の変動要因：利下げの織り込みと米中通商摩擦）

まず、ここ数カ月のドル円レートの推移を振り返ると、昨年終盤以降のドル円レートは円高ドル安基調で推移してきた（図表1）。米長期金利が大幅に低下したことで日米金利差が縮小し、円高ドル安圧力となってきたためだ（図表2）。



そして、米長期金利が大きく低下した最大の理由は市場における米利下げの織り込みだ。米中通商摩擦など世界経済の下振れリスクの高まりや物価の低迷を受けて、FRBは今年に入って利上げ路線を中断した後、次第に利下げ方針へとシフトしていったが、市場では、先んじて利下げを織り込む動きが強まった。

先物市場が織り込む来年4月FOMCにかけての利下げ回数は年初以降に増加基調をたどり、6月には最大で3.8回（1回当たり0.25%換算）に達したが、この利下げの織り込みペースと米長期金利の推移はほぼ完全に連動してきた（図表3）。



また、市場の楽観（リスクオン＝リスク選好）、悲観（リスクオフ＝リスク回避）もドル円の大きな変動要因となってきた。リスク回避通貨と見なされる円は、市場が悲観に振れるリスクオフの局面で買われ、楽観に振れるリスクオンの局面では売られる傾向が強い。実際、昨年末から年初にかけては急激な円高が進行し、日米金利差に対しても下方に大幅な乖離が発生（図表2）したが、背景には米中摩擦や世界経済減速懸念によって世界的に株価が急落し、市場のリスクオフ地合いが強まったことがある（図表4）。一方、その後は5月上旬にかけて、米中通商交渉の合意期待や米利下げ観測の台頭に伴って世界的に株価が大きく持ち直したことがリスクオンの円売り圧力を発生させた。従って、この時期のドル円レートは日米金利差に対して上方に乖離している（図表2）。

なお、直近の動きに関して、7月31日のFOMCは利下げ観測の後退を促したことで円安ドル高材料となった。FOMCでは0.25%の利下げが決定されたものの、市場では完全に織り込み済みであったことに加え、今後の追加利下げを占ううえで注目された議長会見において、パウエル議長の発言内容<sup>1</sup>が想定ほど利下げに前向きではないと受け止められたためだ。ただし、利下げ観測後退に伴って、世界の株式市場がややリスクオフ地合いとなったことが、円安の進行を抑制した。

一方で、翌1日のトランプ大統領による対中関税第4弾発動の表明は強い円高ドル安材料になった。世界的な株安を通じてリスクオフの円買いを発生させたうえ、米経済への先行き懸念を通じて利下げ観測を大きく復活させたためだ。実際、先物市場が織り込む来年4月FOMCにかけての利下げ回数（7月末の利下げ分を含む）は、FOMC前の7月30日の3.25回に対し、FOMC後の31日には3.00回に減少したが、1日には3.73回にまで急増している。

このように、昨年終盤以降直近にかけてのドル円レートは、米利下げ観測と米中通商摩擦に大きく左右されてきた。

### （今後のポイント：予防的利下げに留まるか）

従って、今後のドル円相場を考えるうえでも、米（追加）利下げと米中摩擦の動向がカギになると考えられる。

まず、米中摩擦については、しばらく激化の方向に向う可能性が高い。米国が追加関税を表明したことで中国が態度を軟化し、譲歩に向うとは思えない。むしろ、中国政府がメンツを守るために反発し、米国に対する報復的な対抗措置を打ち出す可能性がある。市場では、米中摩擦の動向やその影響を巡って、たびたびリスクオフ地合いが強まりそうだ。

そして、米中摩擦の高まりは米利下げ観測の上昇にも繋がる。FRBも景気下振れリスクの高まりを受けて秋に「予防的利下げ第2弾」を実施するだろう。従って、当面秋にかけては米中摩擦への警戒に伴うリスクオフの円買い圧力と米利下げ観測の高まりによるドル売り圧力が生じやすい。また、今後は英国のEU離脱問題や米国とイランの対立、米欧通商摩擦などの下振れリスクに伴う円高圧力にも注意が必要になる。

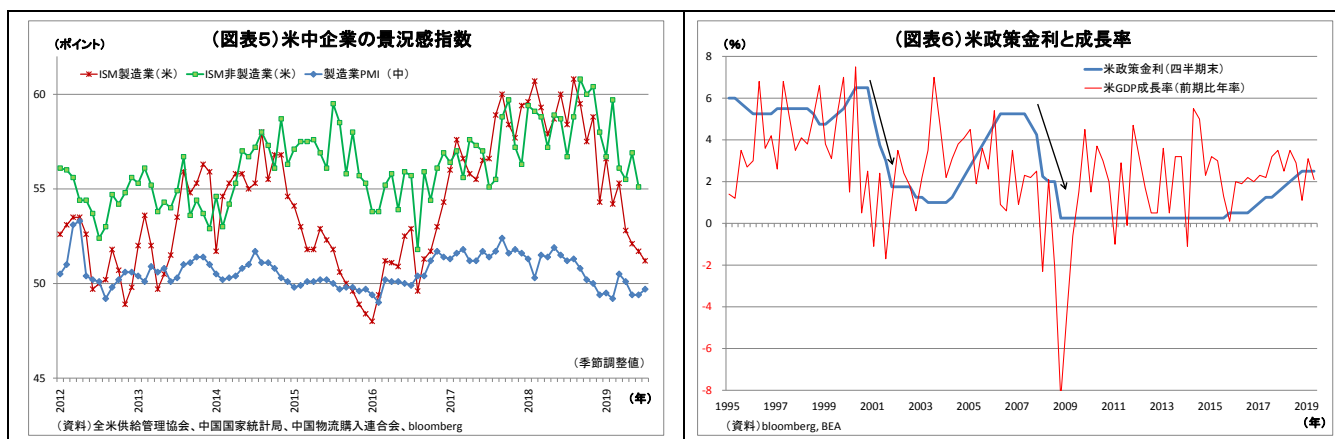
このように、今後は円高圧力の高まりが危惧されるが、メインシナリオとしては、既に現時点で米利下げはかなり織り込まれていることを鑑み、ドル円の下落余地も限定的と見ている。具体的な下値目処としては105円程度と見込んでいる。

その後、年終盤には、ドル円の持ち直しが期待される。来年に入ると大統領選モードに入るトラ

<sup>1</sup> 「今回の利下げは調整であり、長期的な利下げサイクルの始まりではない」との主旨の発言があった（その後、「利下げは1回だけなどとは言っていない」とフォローする発言もあり）。

トランプ大統領にとって、米国経済を本格的に悪化させるわけにはいかない。そうした意味では、タイムリミットは年末辺りになるだろう。また、中国政府としても、建国 70 周年を迎える 10 月を終えれば、妥協余地が生まれるはずだ。両国政府に歩み寄り姿勢が生まれ、年末には米中摩擦が緩和に向うことが期待される。米景気が堅調を維持しつつ米中摩擦に改善が見られれば、FRB もさらなる利下げを行う必要はなくなる。実際、過去 20 年間、FRB が長期・段階的な利下げを実施したのは、景気が大幅に悪化した際に限られる（図表 6）。

そうなれば、市場では米中摩擦緩和を好感したリスクオンの円売りと、米利下げ観測後退に伴うドル買いが発生し、ドル円は一旦 109 円程度に持ち直すと予想している。

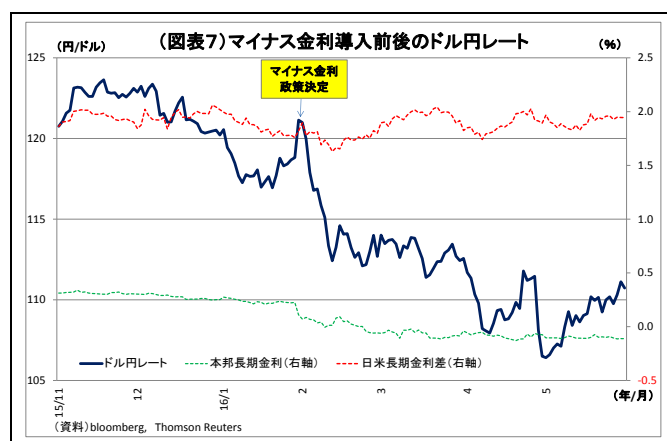


ただし、上記シナリオの不確実性が高めであることも否めない。トランプ政権の通商・外交政策は予見可能性が低いためだ。仮に米中摩擦がさらに激化したうえ改善の兆しも見えず、米経済への多大な悪影響が顕在化すれば、FRB は予防的利下げの枠を超えて、景気悪化に対応するための長期・段階的な利下げ路線にシフトすると考えられる。その際には、米利下げ観測のさらなる上昇によってドル円は急落し、1 ドル 100 円割れを試す恐れすらある。

### (日銀の対応：円高の歯止め役にはなれない)

今後、仮に急激な円高が進行した場合、日本側に止める手立てはないと考えられる。まず、かつて円高抑止策として多用された円売り為替介入はトランプ政権による通貨安誘導批判によって、実質的に封じられている。日本政府が円売り介入を実施すれば、米政権のトラの尾を踏むことになり、強い批判を受けるばかりではなく、日米通商交渉において為替条項をより押しされる材料を提供してしまうことになりかねない。

そして、日銀の追加緩和にも期待できない。1 ドル 100 円に迫る急激な円高が進行すれば、日銀も副作用増大覚悟で追加緩和に踏み切らざるを得なくなると思われるが、有効な手立ては見当たらない。有力視される追加緩和策（P 6 参照）のうち、ETF の買入れ増額は比較的ハードルが低いものの、「株安に伴うリスクオフの円買い圧力」を多少緩和させる程度の効果しか見込めない。





また、マイナス金利の拡大は日米金利差の縮小を緩和できるものの、米政策金利の低下余地と比べて拡大余地が乏しいため、FRBによる大幅な利下げには対抗できない。また、マイナス金利拡大によって、金融機関の収益圧迫を通じた金融システムへの副作用懸念が増大することで、リスクオフの円買いを誘発する恐れもある。

実際、2016年初にマイナス金利を拡大した際には円安効果は発揮されなかった。むしろ原油安や銀行株下落に伴うリスクオフ地合いと米金利の低迷によって円高が進行したことは記憶に新しい。日銀の追加緩和は副作用を増大させるだけに終わることになるだろう。

## 2. 日銀金融政策(7月)：予防的な躊躇なき追加緩和方針を明記

### (日銀) 維持

日銀は7月29日～30日に開催された金融政策決定会合において金融政策を維持した。原田、片岡両審議委員は、引き続き、長短金利操作とフォワードガイダンスの方針に対して反対を表明した。声明文では、現在の低い長短金利の水準を維持する期間に関するフォワードガイダンスを「当分の間、少なくとも2020年春頃まで」に据え置いた一方、「先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との文言が新たに追加された。

同時に公表された展望レポートでは、景気の総括判断を前回同様、「基調としては緩やかに拡大している」とし、生産の判断を「横ばい圏内」に引き上げた（前回は「弱めの動き」）。

先行きの景気見通しについても、「2021年度までの見通し期間を通じて拡大基調が続く」と回復シナリオを維持。物価上昇率についても、需給ギャップの大幅なプラス状態が維持されるもとで予想物価上昇率の高まりも相まって2%に向けて徐々に上昇していくとの上昇シナリオを維持した。ただし、経済・物価のリスクについては、従来同様、ともに「下振れリスクの方が大きい」としたうえで、とりわけ、「海外経済を巡る下振れリスクは引き続き大きいとみられ、特に、保護主義的な動きによる影響の不確実性が高まっている」との判断を追加している。

政策委員の大勢見通し（中央値・2019～21年度）では、2021年度分の物価上昇率（生鮮食品を除くCPI）こそ1.6%に据え置かれたが、2019・2020年度分が前回から小幅に下方修正された。物価上昇率の見通しは、当初に高めに設定され、以後断続的に下方修正される傾向が長期にわたって続いている（逆に上方修正は極めて稀）。

### 展望レポート(19年7月)

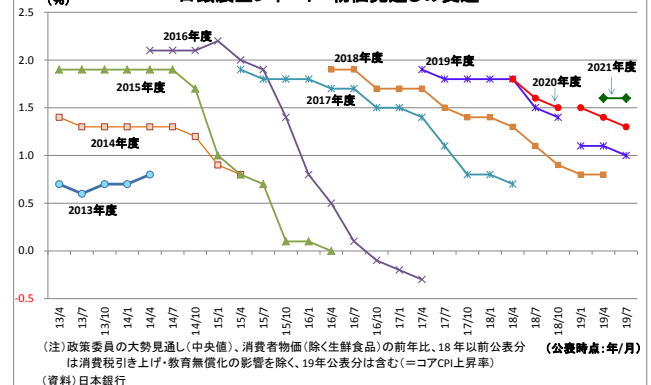
#### 政策委員の大勢見通し(中央値) (前年比)

		実質GDP	コアCPI
19年度	今回	0.7% ↓	1.0% ↓
	前回	0.8% ↓	1.1%
20年度	今回	0.9%	1.3% ↓
	前回	0.9% ↓	1.4% ↓
21年度	今回	1.1% ↓	1.6%
	前回	1.2%	1.6%

(注) 前回は19年4月時点、矢印は前回からの変更部。

(資料) 日本銀行

### 日銀展望レポート 物価見通しの変遷



会合後の総裁記者会見において、黒田総裁は、声明文への「躊躇なき追加緩和」方針明記について、従来は、モメンタムが損なわれるような場合には、躊躇なく、追加緩和を検討するとしていたのに対し、「今回は、更に一步進めて、モメンタムが損なわれる惧れが高まった場合に、躊躇なく、追加緩和を行うと申し上げ、より明確に日本銀行としての対応方針を示した」、「予防的（な対応）と言ってもいいかもしれない」、「これは従来から申し上げているよりもかなり金融緩和に向けて前向きになったとは言える」とその意味合いを説明。海外経済の動向を中心に、経済・物価の下振れリスクが高まっていることを明記に至った理由に挙げた。

一方で、追加緩和の示唆であるのかを問われた場面では、「時間的にすぐ（に実施）ということ必ずしも意味してはいない」と追加緩和観測の過剰な高まりをけん制した。

追加緩和の手段に関しては、「短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速等、様々な対応があり得、これらの組み合わせや応用といったことも考えられる」と従来通りの説明に留まったほか、「具体的に金融緩和の追加措置を講じるときに、どのような政策をとるかというのは、そのときの経済、物価、特に金融情勢を十分考慮し、副作用にも十分に目配りして、適切な追加策を講じるということ以上に具体的なことを今申し上げるのは難しい」と、それ以上の手掛かりを示さなかったが、副作用へ配慮する姿勢が強調された。

なお、長短金利の水準を維持する期間に関するフォワードガイダンスを今回延長しなかった理由については、「そもそも「当分の間」というのはかなり長い期間であり、そういう意味で特に今ここを変える必要があるとは思っていない」と述べた。

欧米中銀の利下げが日本の物価や為替に与える影響を問われた場面では、「適切な金融政策を通じて、それぞれの国・地域の経済が持続的に成長し、物価が安定するということは、世界経済にとっても日本経済にとってもプラスですので、金融・為替等にとってもマイナスになることはない」と述べ、金利差縮小による円高観測をけん制した。

### （評価と今後の見通し）

今回の声明には、「モメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」旨が明記され、予防的な追加緩和も辞さない姿勢が示されたが、利下げを実施したFRBや追加緩和を強く示唆しているECBと比べて緩和スタンスの弱さは否めない。

「追加緩和に消極的」との市場の見方を払拭し、円高をけん制する狙いがあったものとみられるが、日銀は副作用が制約となって追加緩和に容易に踏み切れない状況に陥っているため、早期の追加緩和を示唆するまでには至らなかったようだ。

今後のメインシナリオとしては、タイミングを見計らって低金利のフォワードガイダンス（「当分の間、少なくとも2020年春頃まで、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」）を延長しつつ、政策自体の変更は出来るだけ回避すると予想される。

ただし、円高の進行など、やむを得ず追加緩和に踏み切らなければならなくなった場合には、金利引き下げに比べれば目先の副作用が小さいETF買入れ増額が最も有力な選択肢になるだろう。市場の一部で浮上している「マイナス金利拡大+銀行へのマイナス金利での資金供給」策導入の可能

性も否定できないものの、①（仕組みにもよるが）銀行の低金利貸出競争に拍車をかけてしまうことや、②銀行への補助金との批判を受けかねないこと、③金融機関・年金の運用利回りをさらに圧迫しかねないことなどから、ハードルは高くなる。

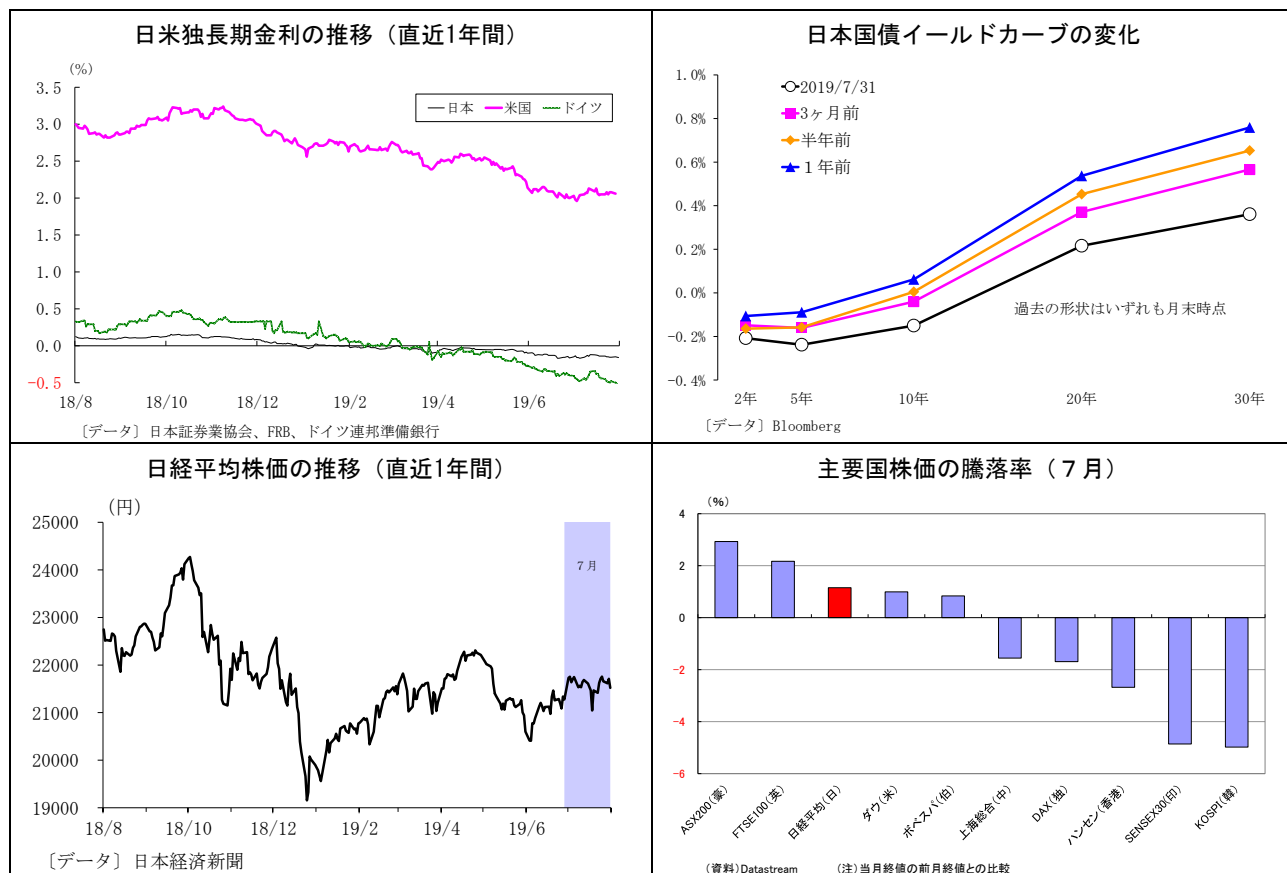
なお、長期金利の許容レンジ拡大による低下容認については、上下双方に拡大するのであれば、純粋な追加緩和とは言い難い。また、現在およそ年間 30 兆円増ペースまで落ちている長期国債の買入れ拡大も、めどである「年間 80 兆円増ペース」の範囲内で増やすことに留まるのであれば、緩和的対応とはいえ追加緩和とは言えない。また、これらの対応は、日銀が危惧するイールドカーブのフラット化に繋がりやすいという問題もある。

### 3. 金融市場（7月）の振り返りと予測表

#### （10年国債利回り）

**7月の動き** 月初-0.1%台半ばでスタートし、月末は-0.1%台後半で終了。

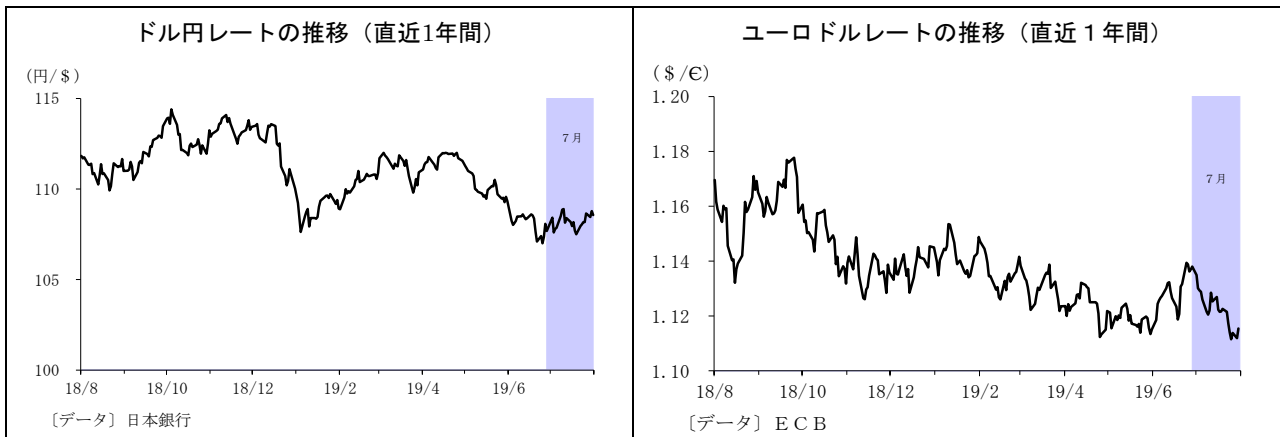
月初、米中貿易協議の再開と当面の関税引き上げの見送り合意を受けてやや上昇して始まったものの、世界的な金融緩和観測の高まりを受けて3日には-0.1%台後半に低下。一方、良好な米雇用統計を受けた米大幅利下げ観測の後退により、10日には-0.1%台前半に上昇した。その後ほぼ横ばい圏での推移が続いたが、ECBの緩和観測や米欧指標悪化を受けて、25日に再び-0.1%台後半に低下し、月末も同水準で終了した。



## (ドル円レート)

**7月の動き** 月初108円台前半でスタートし、月末は108円台後半に。

月初、108円台前半でスタートした後、世界経済の減速と欧米中銀の金融緩和観測の高まりから3日に107円台に。その後良好な米雇用統計を受けて米国の大幅利下げ観測が後退しドルが上昇、9日には108円台後半を付ける。18日には米経済指標悪化を受けて107円台に下落したが、22日には報道等によって米大幅利下げ観測が後退し、108円台を回復。米耐久財受注の改善を受けた26日には108円台後半に上昇。月末も108円台後半で終了した。



## (ユーロドルレート)

**7月の動き** 月初1.13ドル台半ばでスタートし、月末は1.11ドル台前半に。

月初、積極的な金融緩和を支持してきたラガルド IMF 専務理事の次期 ECB 総裁起用を受けてユーロが売られ、3日に1.13ドルを割り込む。さらに良好な米雇用統計を受けた8日には1.12ドル台前半に低下した。パウエル FRB 議長のハト派的な議会証言を受けた11日には一旦1.12ドル台後半に持ち直したが、ユーロの上値も重く、しばらく1.12ドル台での推移が継続。その後23日には、ECBの緩和観測からユーロが売られ、1.11ドル台に低下した。月終盤は1.11ドル台前半での低迷が続き、月末も同水準で終了した。

### 金利・為替予測表 (2019年8月2日現在)

		2019年			2020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)	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
アメリカ	FFレート (期末)	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (平均)	2.3	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3
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 (独、平均)	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1
ドル円	(平均)	110	106	108	109	109	108
ユーロドル	(平均)	1.12	1.11	1.12	1.13	1.13	1.14
ユーロ円	(平均)	124	118	121	123	123	123

(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。