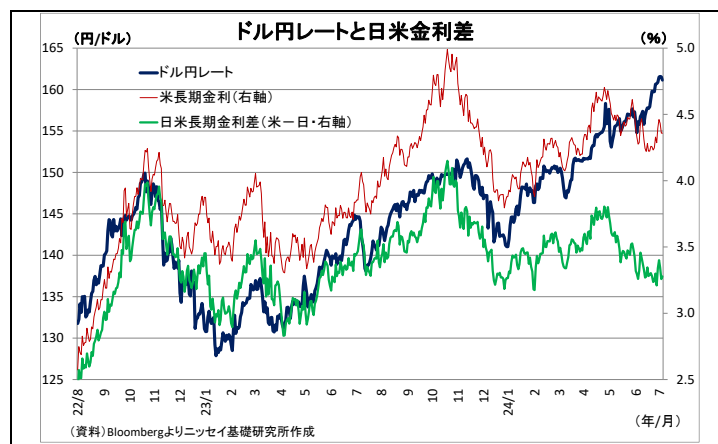


Weekly エコノミスト・ レター

止まらない円安、反転の条件は？

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

1. 今月に入り、一時約 37 年半ぶりの円安水準となる 1 ドル 161 円台を付けるなど、円安の進行に歯止めが掛からない状況が続いている。4 月下旬以降の円安については、それまで円安の原動力となってきた「日米金利差の拡大を伴っていない」という点が特徴的だ。円安進行の要因は複合的であり、「金利差は開いたまま」との市場の受け止めのほか、日本の貿易赤字、デジタル赤字、対外投資といった実需の円売りの存在がある。
2. 円安基調が反転する条件としては、上記で挙げた円安材料について状況が大きく変わる必要があるが、実需の円売りは構造的であるため、少なくとも数カ月から 1 年といった短期間のうちに状況が一変することは想定し難い。
3. 従って、円安基調が反転するためには、残りの要因である日米金利差の明確な縮小が必要になるわけだが、日本側の大幅な金利上昇は考えにくいと、米金利の低下が必要ということになる。物価上昇率の高止まりを懸念する FRB は足元で政策金利を極めて高い水準に据え置いており、これを受けた長期金利も高水準にあるが、逆に言えば、物価上昇が落ち着く際の長短金利の低下余地は大きい。現時点の見通しでは、11 月頃には FRB の利下げ開始が具体的に見えてくることで、日米金利差の縮小や投機筋の円売りポジション解消を通じてドル円が円高基調に反転すると予想している。
4. 逆に言えば、ドル円は今後も数カ月間は円安圧力が高い状況が続く可能性が高い。この間は米経済指標や FRB の情報発信次第で 165 円を目指す展開も有り得る。一方でこの間の円の支えになるのは政府による円買い介入の存在だ。政府が口先・実弾介入を巧みに運営し、市場の円買い介入への警戒感を高めることができるかが問われる。また、日銀が円売りを誘発するような情報発信を回避できるかという点も一つのポイントになる。



1. トピック：止まらない円安、反転の条件は？

円安の進行に歯止めが掛からない状況が続いている。年初に一時 1 ドル 141 円近辺まで下落していたドル円は以降、ほぼ一本調子で円安方向に進み、今月月初には一時 161 円台後半と約 37 年半ぶりの水準を付け、足元も 160 円台後半で推移している。

(円安進行の要因は複合的)

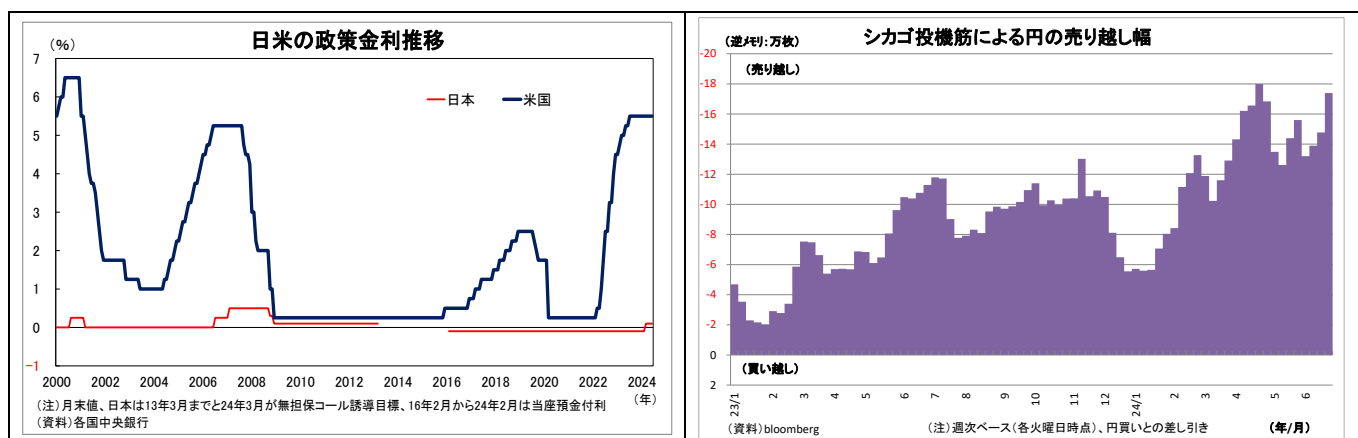
そして、4 月下旬以降の円安については、それまで円安の原動力となってきた「日米金利差¹」の拡大を伴っていない」という点が特徴的だ。日米の長期金利差（米一日）は 4 月 25 日の 3.80% を直近ピークとして縮小し、昨日時点（7 月 4 日）では 3.27% まで縮小しているが、ドル円はこの間に 155 円台から 161 円台へと上昇している。既によく指摘されている事項ではあるが、日米金利差が縮小する中で進んだ円安について、改めて要因を整理すると以下の通りとなる。

1) 「金利差は当分開いたまま」との受け止め

まず、日米金利差について、市場において「ピーク時よりは縮小したものの、その差は未だ大きく開いたままであり、当面大幅に縮小する見通しは立っていない」と受け止められていることが円安進行の理由に挙げられる。その背景には、FRB が早期の利下げに慎重な姿勢を崩していないうえ、日銀の大幅な利上げも見込めないとの大方の見立てが背景にある。

円キャリートレードという観点では、金利差が開いた状態にあれば、仮に円高に動いたとしても金利収入の厚みによって為替差損が吸収でき、トータルでのプラスのリターンを確保できる可能性が高まる。また、そもそも当面金利差が概ね保たれるのであれば、金利差縮小を背景に円が急伸するリスクも低いため、円売りがしやすいということになる。

実際、シカゴ投機筋による円の売り越し幅が年初以降大幅に拡大し、直近（6 月 25 日）で 17.4 万枚と過去最大（2007 年の 18.8 万枚）に迫る水準まで膨らんでいる背景には、こうした金利差に対する見方があるとみられる。



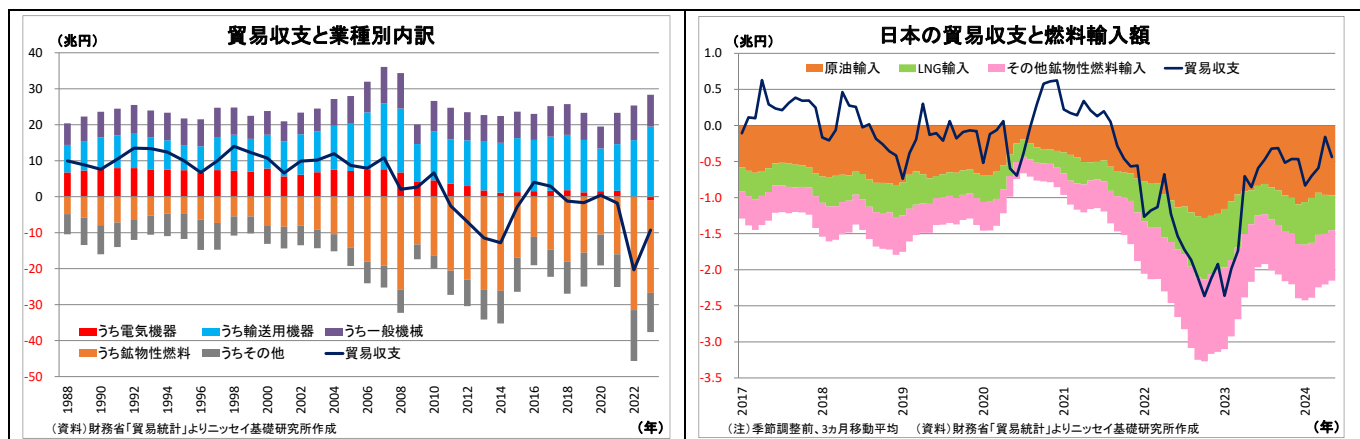
2) 多くの構造的な円売り材料の存在

また、金利差以外の構造的な実需の円売り材料が数多く存在することも、金利差拡大を伴わない円売りの要因になっている。

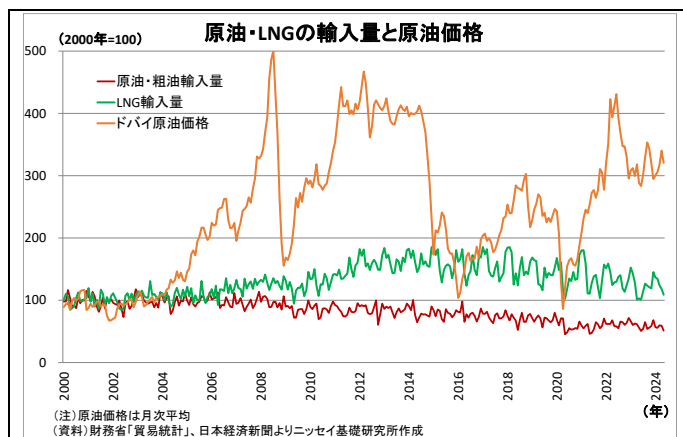
¹ 特に記載がない場合は、基本的に長期金利差を指す。

①貿易収支の赤字

一つは貿易赤字だ。長期的に見た場合、製造拠点の海外進出によって円安でも輸出額が伸びづらくなったうえ、原油など鉱物性燃料の輸入額が拡大・高止まりしたことが貿易収支の赤字化に繋がっている。業種別では、とりわけ電気機器の貿易黒字消滅が目立っており、2000年代以降における電機産業の国際競争力低下の影響がうかがわれる。



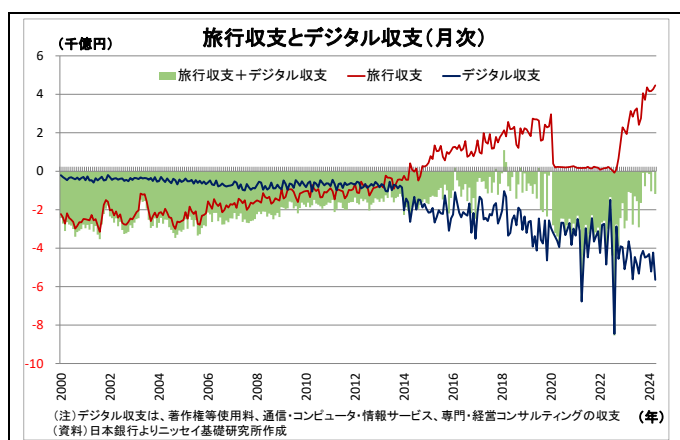
鉱物性燃料の輸入額拡大・高止まりについては主に原油価格の上昇・高止まりに起因している²が、2010年以降はLNG（液化天然ガス）の輸入量が増加・高止まりしたことも輸入額の上振れに繋がっている。東日本大震災に伴う原子力発電所の停止長期化や、再生可能エネルギーの普及の遅れによって発電領域においてLNGをはじめとする化石燃料への高い依存が続いたことが背景にあると考えられる。



②デジタル収支の赤字

また、国際収支上のサービス収支のうち、デジタル関連サービスの赤字拡大も実需の円売り要因になっている。赤字の拡大は、競争力の高い海外企業によって提供されるデジタルサービスの国内での使用が増えているためだ。

一方で、訪日客増加による旅行収支の黒字も拡大しているため、両者の合計で捉えた場合には赤字が拡大しているわけではないが、旅行収支の黒字拡大（実需の円買い材料）がデジタル収支の赤字拡大（実需の円売り材料）によって丸々食いつぶされていると見做すこともできる。



² 日本の場合、LNG 輸入の約 7～8 割が原油価格連動の長期契約とされているため、原油価格の上昇は原油のみならず、LNG の輸入額を押し上げる。

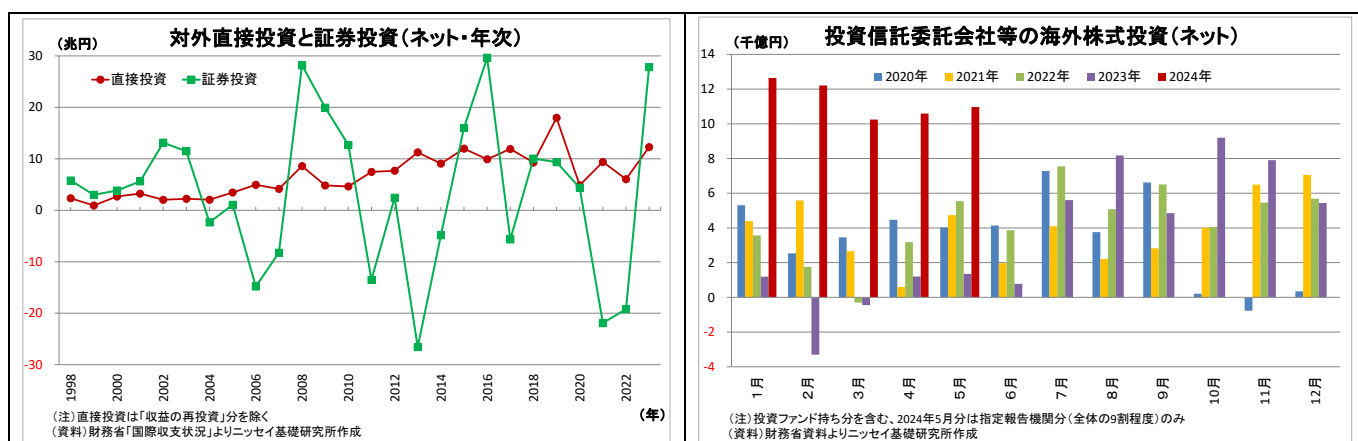
③企業・家計による対外投資

さらに、企業や家計による対外投資も実需の円売り材料になっている。

企業では、2000 年代半ば頃から海外子会社の設立・増資や外国企業の買収といった対外直接投資（ネット）が増加し、近年も高止まりしている。海外の方が国内よりも市場の拡大が見込まれるほか、為替リスクの低減や地産地消による現地ニーズの反映を重視した動きとみられる。

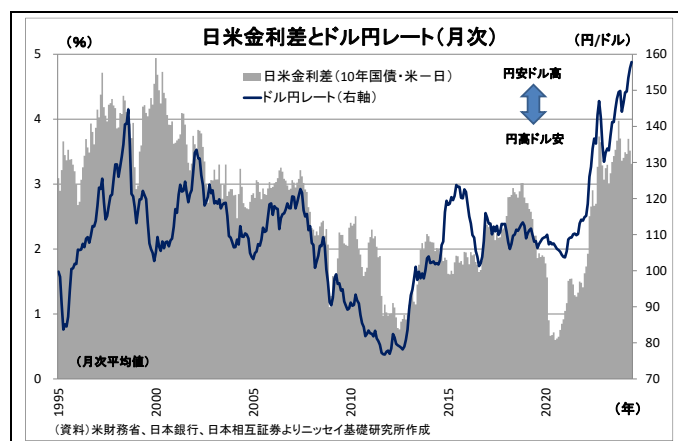
一方、企業や家計等による対外証券投資（ネット）については、時期によって振れが大きいですが、均してみるとプラス（国内からの資金流出超過）³になっている。こちらについても、国内と比べた海外株式の期待収益率の高さや金利水準の高さが背景になっている可能性が高い。

さらに、今年に入ってから NISA の拡充を受けて家計による外国証券投資が予想外に活発化しており、その動きを強く反映する投資信託委託会社による海外株式投資額は 1～5 月累計で 6 兆円弱と直近 3 年における同時期の平均（1.1 兆円）の 5 倍余りに達している。



ここで日米金利差とドル円レートについて、長期の推移を確認すると、2010 年以前の日米金利差とドル円の関係性と比較して、2010 年以降の両者の関係性では金利差に対するドル円の上振れが目立っている。

このことは、貿易赤字やデジタル赤字、企業・家計の対外投資といった実需の円売りが強まったことで、金利差では説明できない構造的な円安圧力が強まっている可能性を示唆している。



(円安反転の条件は?)

このように円安に歯止めが掛からない状況になっていることを受けて、最近では円安のデメリットを受けやすい家計のみならず、大企業の経営者からも円安を危惧する発言が増えてきている。

そこで、次に円安基調が反転する条件について考えると、反転のためには上記で挙げた円安材料について状況が大きく変わる必要がある。

ただし、貿易赤字やデジタル赤字、企業・家計の対外投資といった実需の円売りは構造的である

³ 2000 年～2023 年の累計（ネット）では 79 兆円のプラス。

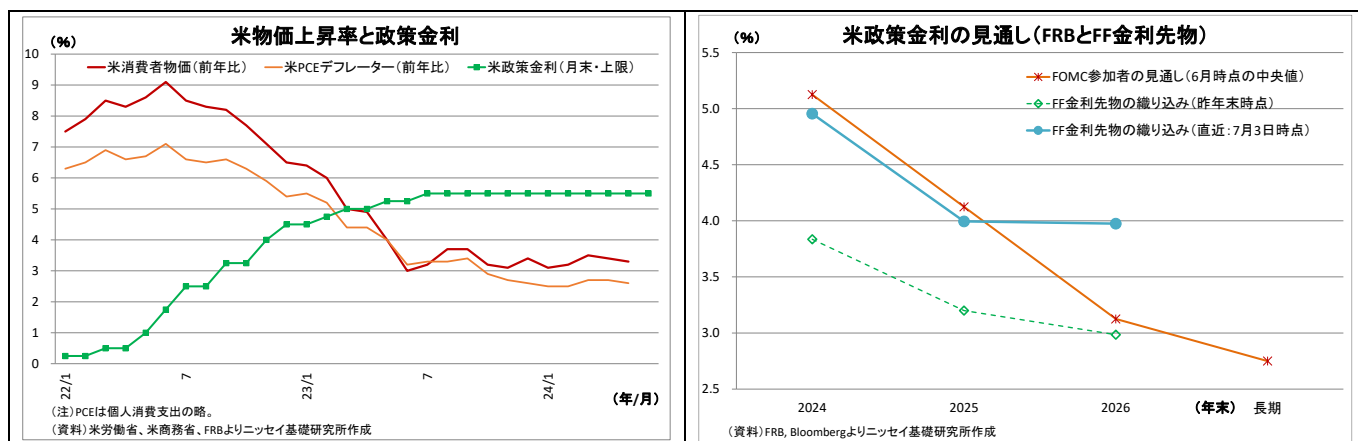
ため、少なくとも数カ月から1年といった短期間のうちに状況が一変することは想定し難い。

あえて言えば、仮に原油価格が半減するなど急落すれば、短期間のうちに鉱物性燃料の輸入額が縮小して貿易黒字による円高圧力が発生することになるが、その可能性は低い。その場合には、原油価格の底上げを志向して大規模減産を続ける OPEC プラスが減産拡大を通じて価格の下支えを図ると考えられるためだ。

なお、政府が既に実施している円買い為替介入も大量の円買いを発生させるが、為替の背後にあるファンダメンタルズを変えることは出来ないため持続的な円高圧力にはならない。さらに、「為替の過度の変動や無秩序な動きを止めるため」という主要先進国間の合意や米政府の否定的なスタンスを鑑みれば、多用は出来ない。

従って、円安基調が反転するためには、残りの要因である日米金利差の明確な縮小が必要になるわけだが、日本側の大幅な金利上昇は考えにくい。確かに日銀は既に長期国債買入れの減額方針を決定しているうえ、政策金利の引き上げも模索しているが、中立金利が低く、超低金利環境に慣れ切ってきたわが国において急激に長短金利を引き上げるリスクは高く、物価目標達成の確度を低下させかねない。このため、日銀の利上げは慎重なペースで行われ、日本の長短金利上昇は緩やかなものにならざるを得ない。

つまり、日米金利差の明確な縮小のためには、米金利の低下が必要ということになる。物価上昇率の高止まりを懸念する FRB は足元で政策金利を 5.50%（上限）と極めて高い水準に据え置いている、長期金利も 4.3% 台と高水準にあるが、逆に言えば、物価上昇が落ち着く際の長短金利の低下余地は大きい。物価上昇率が 2% に向けて低下し、FRB による段階的な利下げの開始が具体的に見えてくれば、以降は先々の利下げが織り込まれることで米長期金利が次第に低下し、日米金利差縮小による円高圧力が高まっていくだろう。



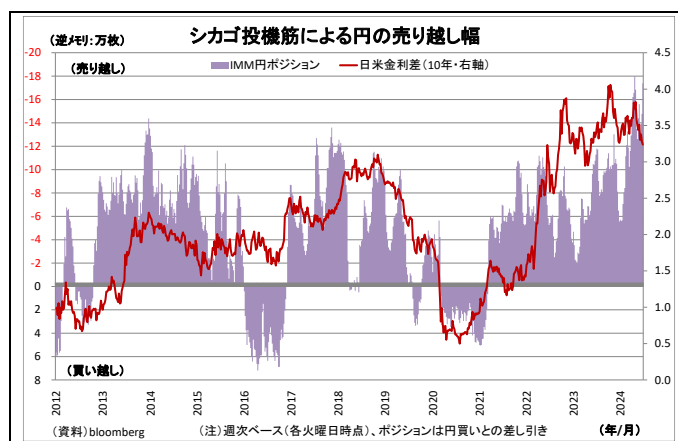
また、その際には現在大幅に積み上がっている投機筋の円売りポジション解消に伴う円の買戻しが誘発されて追加的な円高圧力になる可能性が高い。米長短金利が下がるとキャリートレードの投資妙味が低下するうえ、金利差縮小による円高リスクへの警戒が高まるためだ。

実際、過去10年余りの日米金利差とシカゴ投機筋の円売りポジションの推移を並べて見ると、完全ではないにせよ、両者の間にはそれなりの連動性が確認できる(2012年以降の相関係数は-0.52)。

現時点の弊社見通しでは、米国の段階的な利下げの開始は12月と想定しているため、11月頃にはFRBサイドから利下げの開始が示唆され、ドル円が円高基調に反転すると考えている（具体的な値はP10の表に記載）。

FRBは「利下げの開始時期はデータ次第」としているため、最速で9月に利下げが開始される可能性も否定はできないが、そのためには今後2カ月余りで公表されるデータが物価上昇圧力の顕著な低下を示す必要がある。

逆に言えば、ドル円は今後も数カ月間は円安圧力が高い状況が続く可能性が高い。この間は米経済指標やFRBの情報発信次第で165円を目指す展開も有り得る。一方で、この間の円の支えになるのは政府による円買い介入の存在だ。政府が口先・実弾介入を巧みに運営し、市場の円買い介入への警戒感を高めることができるかが問われる。また、日銀が円売りを誘発するような情報発信を回避できるかという点も一つのポイントになる。

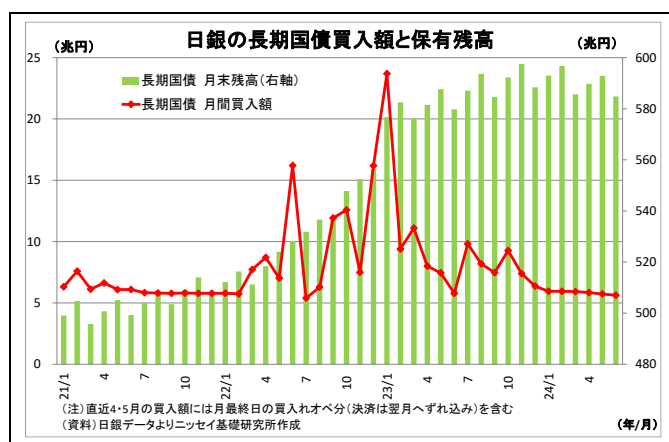


2. 日銀金融政策(6月)

(日銀) 長期国債買入れの減額方針を決定

日銀は6月13～14日に開催した金融政策決定会合(以下、MPM)において、政策金利について、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」、資産買入れについて、「次回MPMまでの長期国債およびCP等・社債等の買入れについては、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する」とそれぞれ現状維持(全員一致)とする一方で、その後に「金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買入れを減額していく方針」を決定した(賛成8反対1)。

今後「債券市場参加者会合」の開催を通じて市場参加者の意見も確認したうえで、次回7月末のMPMにおいて、「今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定する」ことを表明した。



会合後の総裁会見において、植田総裁は次回MPMで決定する国債買入れの減額計画について、「国債買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能なかたちで減額していくことが適切と考えている」と基本的な考え方について言及。

今回、減額方針を決定した理由について、総裁は「3月に大きな政策の枠組みの変更をしたので、その変更を金融市場がどういうふう消化するかということのを少し丁寧にみたいという気持ちで4月以降みておりました。それがある程度確認できた」ためと説明。一方、今回は方針の決定に留め、次回細部を具体的に決定するという2段階プロセスを踏んだ理由については、「市場参加者の

意見等も伺って、丁寧に進めたいということ」と説明。

「今後1〜2年程度」の計画を示す理由としては、「長期的に望ましい状態にまで1、2年で到達できるというふうには思っていない」、「なかなか（長期的に）最適な量の水準というのは決めがたい」としつつ、「ある程度の予見可能性を減額するプロセスにおいて担保したい」と述べた。さらに、「まず1、2年、次回決定し公表するようなやり方でやってみて、それが市場でどう消化されるかとか、またそのときの経済・金融情勢とか様々なことを考慮して、その後の進め方を決めるということにならざるを得ない」と付け加えた。

減額の具体策については、「相応の規模になる」と幾度も発言したものの、具体的な規模やペース、枠組みなどについてそれ以上の言質を与えなかった。

買入れ減額に関連して、足元で1%前後に上がってきた長期金利の水準については、「長期のインフレ予想がそこそこ上昇してきているということに照らしてみますと、長期の実質金利もかなり低い水準、（中略）今のところ十分まだ緩和的な状況」と評価した。

また、総裁は、今後の利上げのトリガーについては、従来同様、①基調的な物価上昇率が見通しに沿って2%に向けて上昇する場合、②経済・物価見通しが上振れたり、見通しを巡る上振れリスクが高まったりする場合を挙げた。

そうした中、前回以降の金融・経済・物価情勢に関する判断については、「これまでのところは私どもの見通しに概ね沿ったデータの出方になっている」との見方を示した。

国債買入れの具体的な減額計画を決定する次回7月MPMにおいて同時に利上げする可能性については、「そのときまでに出てきます経済・物価情勢に関するデータないし入ってくる情報次第で、（中略）当然あり得る話」、「長国買いオペの方でわれわれがすること、およびそれがどう市場で消化されていくかということは考慮したうえで、短期金利の設定をしていくということになる」とその可能性を否定しなかった。

なお、円安に関する質問に対して総裁は、「為替相場は経済・物価に大きな影響を与えるもの」、「過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面があるということは、意識しておく必要がある」、「最近の円安の動きは物価の上振れ要因であり、政策運営上十分に注視している」など、円安が今後の利上げに繋がり得ることをうかがわせる発言を続けた。前回4月MPMでの植田総裁の発言⁴が市場で円売りの口実にされ、1ドル160円突破の引き金となったことから、同じ轍を踏まないように円安けん制色を強く打ち出したとみられる。

その後、6月24日に公表された「金融政策決定会合における主な意見（6月会合分）」では、金融政策運営に関して、「次回会合に向けてもデータを注視し、目標実現の確度の高まりに応じて、遅きに失することなく、適時に金利を引き上げることが必要」と早期利上げに前向きな意見があった一方で、「政策金利の変更を考えるタイミングは、消費者物価が明確に反転上昇する動きや、中長期の予想インフレ率の上振れなどを経済指標で確認してからで良い」、「当面は現在の金融緩和継続が適当である」と慎重な意見もあった。

円安に関しても、「円安は物価見通しの上振れの可能性を高める要因であり、リスクマネジメン

⁴ これまでの円安の影響に関して、「基調的な物価上昇率に（中略）今のところ大きな影響を与えているということではない」などと発言。

トアプローチに立って考えれば、リスク中立的な適切な政策金利の水準は、その分だけ上がる」と、円安と利上げを強く関連付ける意見があった一方で、「金融政策運営は、物価の基調とその背後にある賃金動向を見極めて行うものであり、為替の短期的な変動には左右されない」と、円安対応の利上げに対し慎重な意見も見受けられた。

(受け止めと今後の予想)

4月MPM後の植田総裁会見が円安容認と受け取られ、円相場が一時1ドル160円を突破する起爆剤になってしまったことから、以降、日銀は円安と距離を置き続けるのも難しくなった。一方、利上げに踏み切るにはまだデータが足りないため、円安への対応姿勢を見せつつ利上げまでの時間を稼ぐ意味合いを込めて、長期国債買入れの減額を決定したのだと見ている。買入れ減額は異次元緩和の構成要素の中で積み残しになっていた課題であるうえ、景気への悪影響を利上げよりも抑えられることから手掛けやすかったという面もあったのだろう。

一方、当面の方針ではなく、「今後1〜2年程度の具体的な減額計画を決定する」とした点は踏み込んだ印象を受けた。当面の方針設定を繰り返すやり方だと、債券市場参加者がファンダメンタルズよりもオペでの国債買入れ額といった日銀の挙動を注視し続ける異常な状況が継続しかねないため、長めの方針を示すことを選択したと考えられる。

目先は、7月MPMでの利上げ有無が焦点となる。植田総裁は7月利上げの可能性を否定していないが、円安けん制の狙いもあるとみられるほか、現実的にはハードルが高めとみられる。長期国債買入れ減額の具体策を決定する7月MPMにおいて同時に利上げを決定すると、市場金利が想定以上に上昇するリスクがあるほか、(国債減額と利上げの影響が混在することで)今後の利上げ判断の材料となる利上げの影響分析が困難になる。むしろ、円安が止まらず、世論や政治から同時利上げを求める声がさらに高まれば、いずれにせよ「近い将来の利上げ」を視野に入れている日銀が見切り発車的に利上げを決定する可能性も排除はできないが、可能性としては先送りの方が高いと見ている。日銀は8月から長期国債の買入れ減額を開始して、その後の市場動向や影響を確認しつつ、賃金と物価の好循環に関わるデータを見極めたうえで、10月に「基調的な物価上昇率が見通しに沿って上昇した」として0.25%への利上げに踏み切ると予想している。

長期国債買入れ減額の具体策については手がかりが少なく、予想が難しいが、長期金利の想定外の上昇を避けるため、当初は月額1兆円程度の減額に留め、徐々に拡大していく方針が示される可能性が高いと見込んでいる。

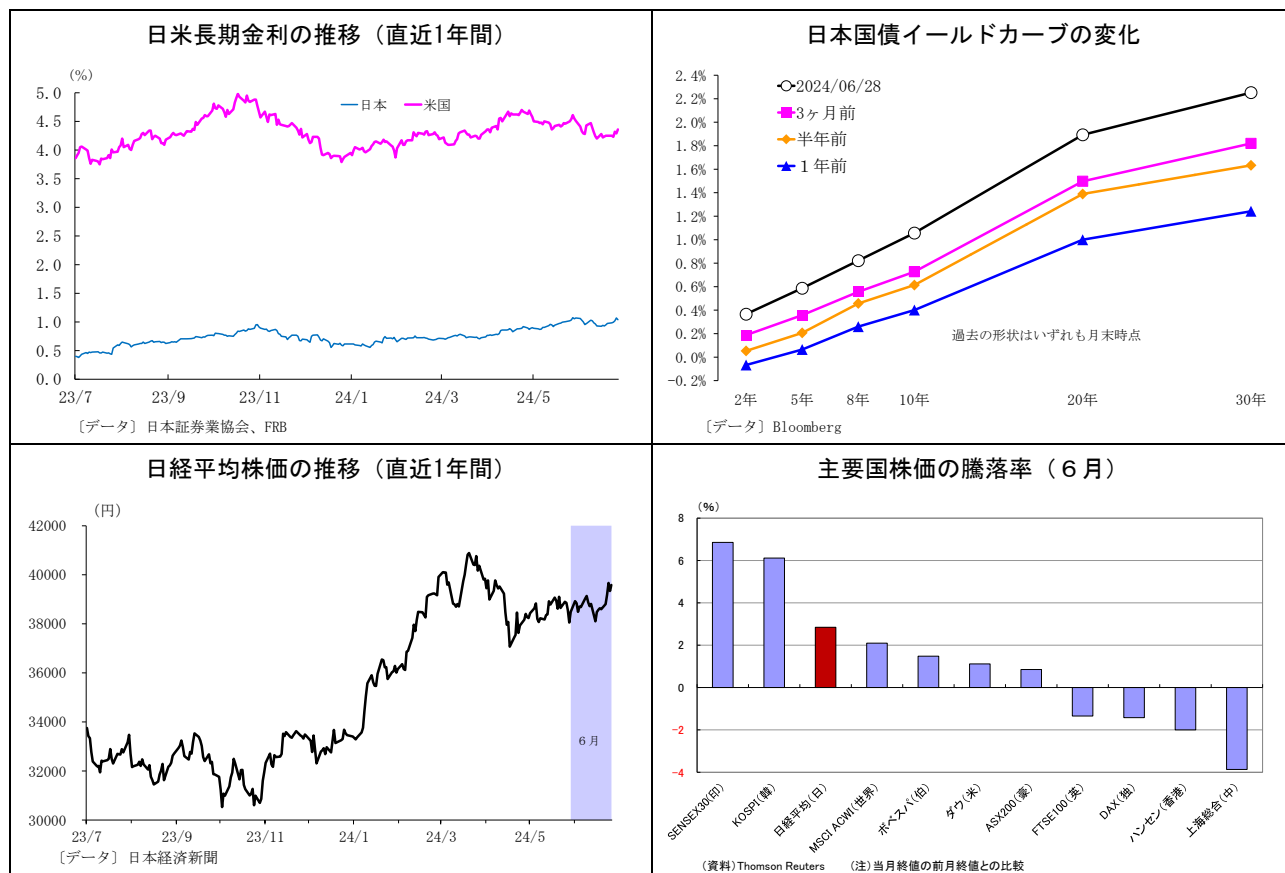
3. 金融市場(6月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

6月の動き(→) 月初1.0%台半ばでスタートし、月末も1.0%台半ばに。

月初、低調な経済指標を受けた米金利低下や順調な国債入札結果を受けて大きく低下し、6日に0.9%台半ばに。その後、予想を上回る雇用統計を受けた米金利上昇の波及や、日銀による利上げ・国債買入れ減額観測によって10日に一旦1.0%台前半に浮上したが、米CPIの予想比下振れや6月MPMでの国債買入れ減額の具体策決定先送りを受けて低下し、14日には0.9%台前半に。しばらく横ばいでの推移が続いたが、下旬には複数のFRB要人による早期利下げに慎重な発言や、円安進

行に伴う日銀利上げ観測の高まりによって金利上昇圧力が高まり、27日には1.0%台後半に戻った。月末は日銀オペが需給の引き締まりを示したことを受け、1.0%台半ばで終了した。



（ドル円レート）

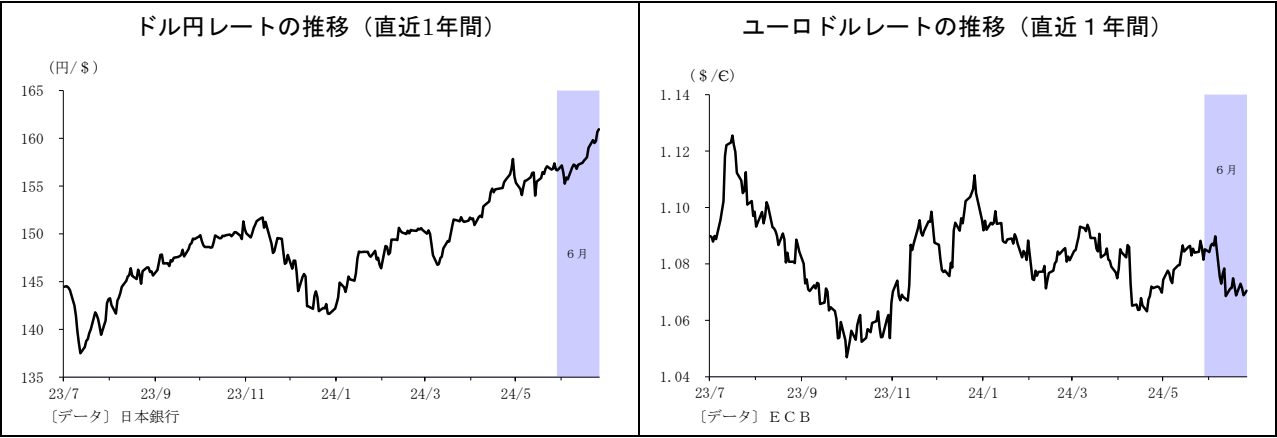
6月の動き（㊦） 月初 157 円台前半でスタートし、月末は 161 円近辺に。

月初、ISM 製造業指数ほか低調な米経済指標を受けて、5 日に 155 円台前半に下落したが、予想を上回る雇用統計を受けた米利下げ観測の後退によって 10 日に 157 円台を回復した。その後は予想を下回る米 CPI（ドル安材料）、タカ派的なドットチャート（ドル高要因）、6 月 MPM での国債買入れ減額の具体策先送り（円安要因）など強弱材料が分かれ、157 円台での推移が継続。下旬には良好な米経済指標や FRB 要人による利下げに慎重な発言を受けてドルがじり高となり、27 日に 160 円の節目を突破。政府が円買い介入を見送るなか、月末には米大統領選候補者討論会でトランプ氏が勝利したとの見方から米金利が上昇し、一時 161 円台を付けた後 161 円近辺で終了した。

（ユーロドルレート）

6月の動き（㊦） 月初 1.08 ドル台半ばでスタートし、月末は 1.07 ドル台前半に。

月初、予想を下回る米経済指標が続いたことでドルが弱含んだほか、利下げを決めた ECB 理事会で追加利下げに慎重な姿勢が示されたことで、7 日に 1.09 ドルまで上昇。一方、その後は予想を上回る米雇用統計結果や欧州議会選挙での EU 懐疑波の伸長、仏下院選実施決定を受けて 10 日に 1.07 ドル台半ばに下落、14 日には一旦 1.07 ドルを割り込んだ。月後半は FRB 要人による利下げに慎重な発言を受けてドル高圧力が高まったものの、持ち高調整的なユーロ買いもあって 1.07 ドルを挟んだ一進一退の展開が続き、月末も 1.07 ドル台前半で終了した。



金利・為替予測表 (2024年7月5日現在)

		2024年			2025年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	コールレート（誘導目標・期末）	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50
	10年金利（平均）	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
米国	FFレート（期末）	5.50	5.50	5.25	5.25	5.00	4.75
	10年金利（平均）	4.4	4.4	4.2	4.0	3.9	3.8
ユーロ圏	預金ファシリティ金利(期末)	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
	10年金利（独、平均）	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0

ドル円	(平均)	156	160	155	152	149	147
ユーロドル	(平均)	1.08	1.08	1.09	1.09	1.10	1.11
ユーロ円	(平均)	168	173	169	166	164	163

（注）コールレートは無担保・翌日物の誘導目標レンジ上限値

（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。