

Weekly  
エコノミスト・  
レター急速に進む円安修正  
～今後のシナリオを展望する経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

- 7月上旬に1ドル161円台と歴史的な円安水準に達していたドル円は、以降急速に円安の修正が進み、足元では142円台とピーク比で約20円も円高の水準にある。この間に政府による円買い介入、日銀の利上げとタカ派色の打ち出し、FRBの早期利下げ示唆に加え、米景気後退懸念が台頭したためだ。日米金利差が縮小したうえ、投資環境の悪化を受けて投機筋の円売りが大規模に巻き戻され、強い円高圧力が発生した。
- 今後のドル円について、最大のカギになるのは米経済の動向となる。メインシナリオとしては、米経済の緩やかな減速が想定され、FRBは今月から政策金利を徐々に引き下げていくことになるだろう。一方で日銀が利上げ路線を継続する結果、日米金利差が縮小に向かうことを主因として、ドル円は円高基調になると見ている。投機筋の円売りは既に大方解消されていること、市場は既にやや前のめりに米利下げを織り込んでいること、実需の円売りは健在であることから、急速な円高は回避される可能性が高い。ドル円は円安方向への一時的な動きを挟みつつ、緩やかな円高トレンドを辿り、今年の年末時点で1ドル143円、来年の年末時点で136円を付けると予想している。
- なお、上記見通しに織り込みづらい論点として自民党総裁選と米大統領選がある。選挙の結果やその影響については未だ極めて流動的であるため、上記のメインシナリオをベースとして、必要に応じて、選挙を受けた情勢変化を織り込んでいくことになる。
- 現時点ではリスクシナリオだが、仮に今後米国経済が大幅な悪化や景気後退に陥る場合には、FRBは大幅な利下げに踏み切る可能性が高い。この場合、日米金利差の大幅な縮小を通じてドル円には大きな円高圧力がかかることになる。FRBが再びゼロ金利政策を採るような事態となれば、ドル円は120円を大きく割り込んでも不思議ではない。



# 1. トピック：急速に進む円安修正～今後のシナリオを展望する

7月上旬に1ドル161円台と歴史的な円安水準に達していたドル円は、以降急速に円安の修正(すなわち円高)が進み、8月初旬には一時141円台に突入した。以降は一進一退ながら、足元でも142円台と2カ月前に比べて約20円も円高の水準にある(表紙図表参照)。

この動きの背景・要因を改めて振り返ったうえで、今後のシナリオについて考察する。

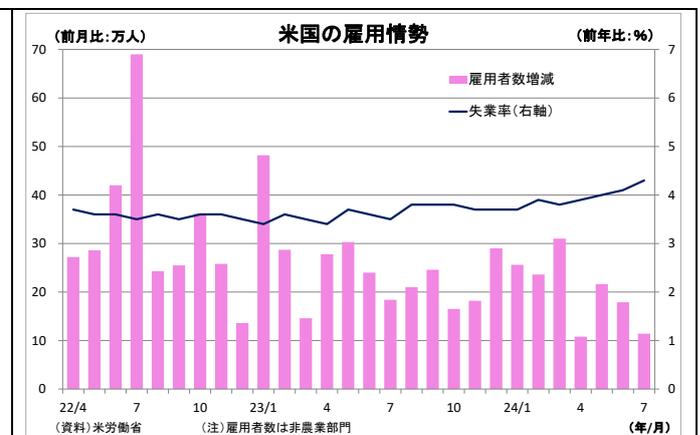
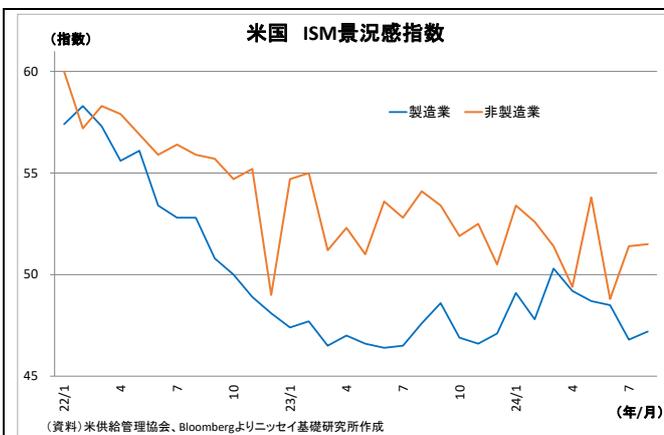
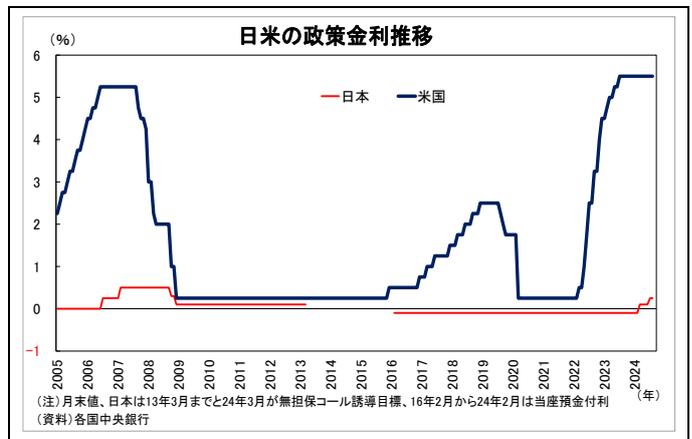
## (なぜ急速な円安修正が実現したのか?)

まず、7月上旬以降の円安修正をもたらした出来事を時系列で振り返ると、おそらく7月の11～12日に政府による5.5兆円規模の円買い介入が実施され<sup>1</sup>、ドル円は1ドル150円台後半へと押し下げられた。円買い介入が直接的に、また市場に円売りへの警戒感を台頭させることを通じて円安の修正に繋がった。

その後、7月末には日銀が市場の大方の予想に反して利上げを実施したうえで、植田総裁が追加利上げに前向きな姿勢を強調した一方、同日夜のFOMCにおいてパウエルFRB議長が早期の利下げに前向きな姿勢を示唆したことで、それまで円安の大義名分となってきた日米金利差の縮小観測が高まった。

さらに、続く8月初旬には、ISM製造業指数や米雇用統計の悪化を受けて米国の景気後退懸念がにわかに台頭したことでFRBによる大幅な利下げ観測を通じて円高の動きが加速し、ドル円は8月5日に一時141円台に到達した。

その後は、内田日銀副総裁によるハト派的な情報発信や小売売上高など堅調な米経済指標を受けて、8月16日には149円台まで円安に戻したものの、23日のジャクソンホール会議におけるパウエルFRB議長による9月の利下げ示唆や今月初旬に公表されたISM製造業指数、JOLTS、ADP雇用統計の冴えない結果を受けて、足元では142円台まで円高が進んでいる。

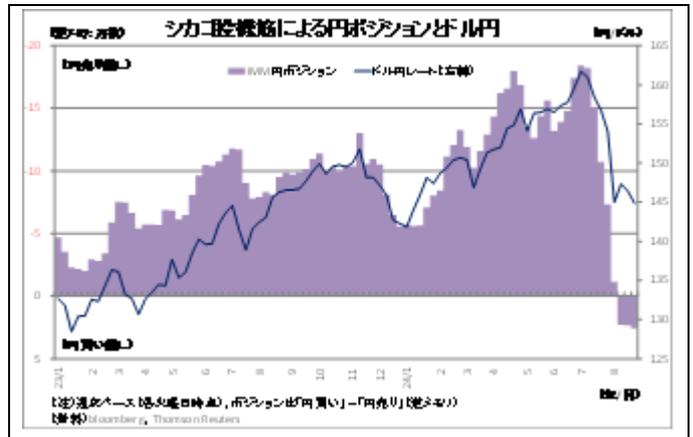


<sup>1</sup> 財務省は6月27日～7月29日の間に総額5兆5348億円の為替介入を実施したことを7月末に公表済み。別途、6月に介入は実施されていないことが判明しているため、上記の介入は7月1日～29日の間ということになる。具体的な介入実施日は11月上旬に公表される予定。

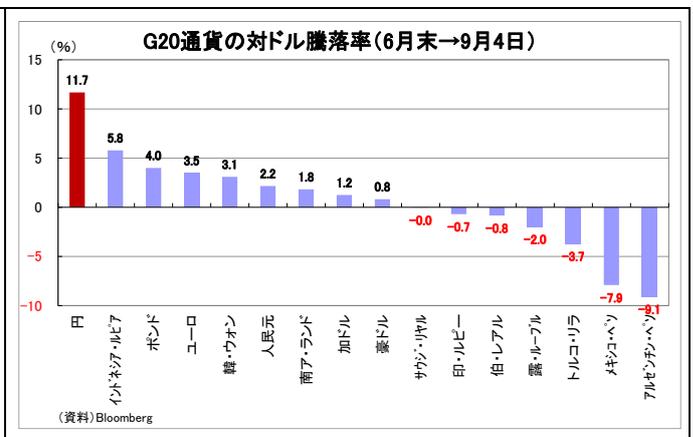
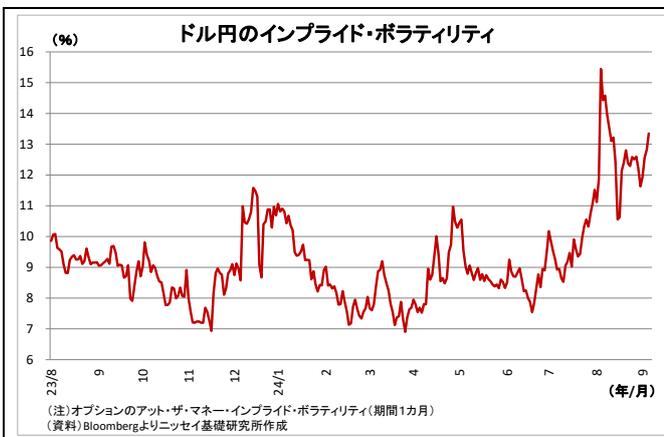
この間に、円高ドル安をもたらした直接的なメカニズムとしては2点が挙げられる。

1つは「日米金利差の縮小」だ。もともと、日米金利差は投資家がドル円を判断する上での重要な指針であり、トレンドに強い影響を及ぼしてきたが、7月上旬以降、日米金利差が明確に縮小<sup>2</sup>したことが、円高を促した。

そして、もう1つは「投機筋による円売りポジションの解消」だ。CFTCのデータによると、7月2日の時点で投機筋の円売りポジション（ネット）は過去2番目の高水準にあたる18.4万枚まで膨らんでいた。低金利の円を売って高金利通貨に投資することで利鞘を稼ぐ円キャリートレードが活発化していたためだ。しかし以降は急速に円売りポジションが縮小し、直近では小幅な円買いに転じている。



円キャリートレードにとっての良好な投資環境の条件は、「日米金利差が大きいこと」と「円相場の安定が見込まれること」だが、7月上旬以降は日米金利差が縮小し、さらなる縮小が見込まれるようになったうえ、円買い介入や日銀の利上げ、米景気後退懸念などを受けてドル円の予想変動率が大きく上昇した。こうした投資環境の悪化を受けて円を積極的に売っていた投機筋がポジションの手仕舞いのために急速に円を買戻したことが円高の動きを増幅させることになった。



この結果、円の対ドル騰落率は相対的にも大きなものとなった。G20の対象通貨について、今年6月末以降の対ドル騰落率を確認すると、円の上昇率は突出しており、最大となっている。

### (今後のメインシナリオ)

次に今後1年～1年半程度のドル円レートの見通しを考えるにあたって、最大のカギとなるのはFRBの利下げペースを左右する米経済の動向となる。

メインシナリオとしては、米経済の緩やかな減速（ソフトランディング）が想定される。確かに既往の大幅利上げの影響の顕在化などから、雇用情勢をはじめ、最近の米経済指標は悪化を示すものが増えている。ただし、市場が懸念を強めるきっかけとなったISM製造業指数にせよ、雇用統計

<sup>2</sup> 7月10日時点で3.20%であったものが、9月5日時点では2.85%に縮小している。

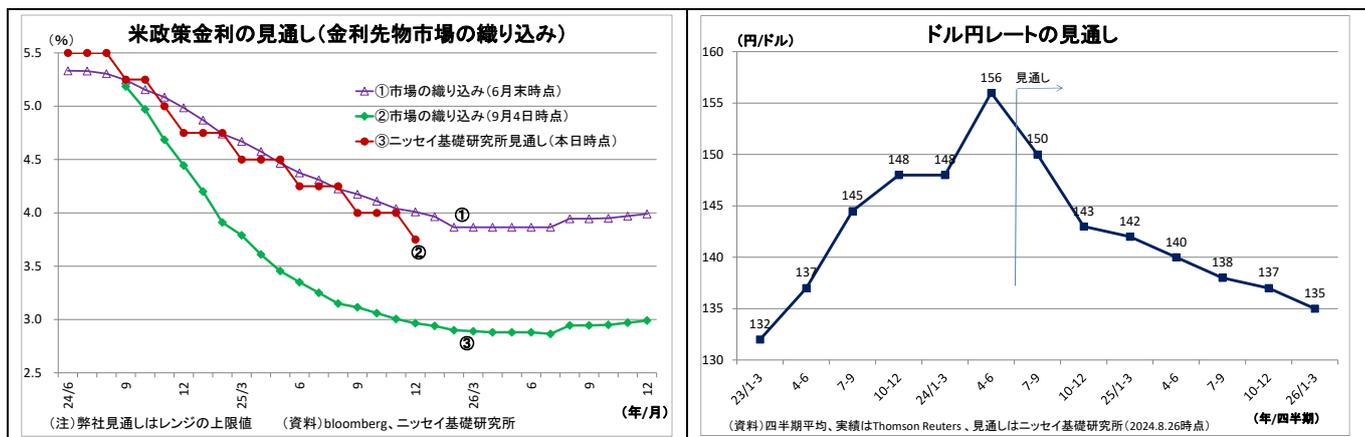
にせよ、今のところ米景気の大幅減速や後退を示唆するほど弱いわけでもない。米経済はしばらくの間、潜在成長率とされる 2%弱をやや下回る水準で推移すると見ている。この際、FRB は物価上昇率の鈍化と景気への配慮の観点から、今月半ばの FOMC で利下げを開始、政策金利を徐々に引き下げていく<sup>3</sup>ことになるだろう。

一方、米国経済の失速が避けられることで日銀は利上げ路線を継続し、今年 12 月と来年 7 月に各 0.25%の追加利上げを実施すると予想している。

この結果、日米金利差が縮小に向かうことを主因として、ドル円は円高ドル安基調になると見ている。

その際、急速な円高は回避される可能性が高い。まず、7 月下旬以降の急速な円高を促した一因である投機筋による円売りポジションの解消は既に大方終わっている。高金利のドルを売って円を買うと日々金利差分のコストが発生するため、今後円買いポジションをどんどん積み上げていくことは躊躇されるはずだ。むしろ、日米の金利差が未だかなり残っているため、相場が落ち着きを取り戻せば円キャリートレードがジワリと復活する可能性もある。

また、市場が既にやや前のめりの米利下げを織り込んでいることも今後の円高抑制に働く。FF金利先物が織り込む米政策金利を確認すると、年末にかけての 1%強の利下げと、来年末にかけての 3%までの利下げが既に織り込まれており、一部で米経済の大幅な悪化が織り込まれつつあると推測される。



さらに、円の需給面では、これまで円安の一因とされてきた実需の円売り（日本の貿易赤字、デジタル赤字、企業・家計の対外投資）が健在であることも円高の抑制に作用する。

以上より、今後は米景気の大幅な悪化・後退懸念の修正などを機とする円安方向への一時的な動きを挟みつつ、緩やかな円高トレンドになると想定している。具体的な水準としては、今年の年末時点で 1 ドル 143 円、来年の年末時点で 136 円と予想している。

なお、上記見通しに織り込みづらい論点として、日米の選挙がある。

国内では今月 27 日に自民党総裁選挙が実施され、首相が交代する。まだ、候補者が出揃っておらず、本格的な政策論戦もこれからの段階だが、「過去の大規模緩和にはかなりの副作用があり、とりわけ過度の円安は家計等へのマイナス面が大きい」という認識は多くの候補者が抱いていると

<sup>3</sup> 弊社では、今年には年末にかけて累計 0.75%、来年は 1%の利下げを予想（詳細は P9 表に記載）。

推測される。

従って、現在日銀が進めている緩やかな正常化路線は次期首相にも許容されやすく、次期政権の影響は限定的になると見ているが、候補者の中にはタカ派色・ハト派色が強い議員も散見されるうえ、植田日銀は政権の意向を強く配慮するふしがあるだけに、決め打ちは出来ない。

米大統領選挙については、共和党のトランプ前大統領と民主党のハリス副大統領の支持率が拮抗しており、予断を許さない状況にある。ただし、ハリス氏が当選した場合には、基本的に現在のバイデン政権の政策運営を引き継ぐとみられるため、市場への影響は限定的になる可能性が高い。また、どちらが当選するにせよ、同時に行われる議会選の結果、大統領と議会の間でネジレが発生した場合は極端な政策の実現性が低下することから、市場への影響も削がれることになりそうだ。

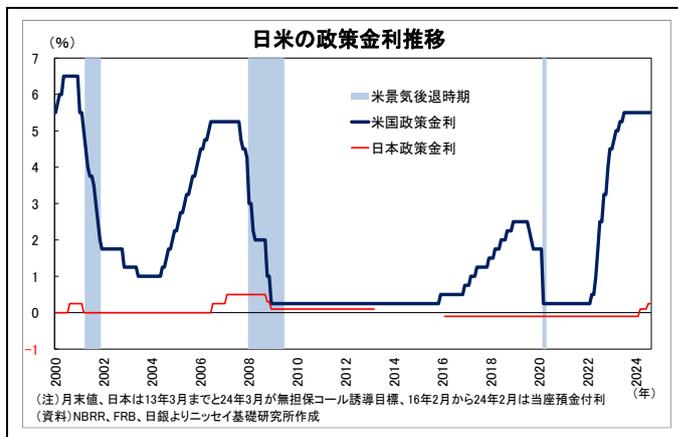
一方、トランプ氏が当選し、議会の上下院で共和党が過半を占める「トリプルレッド」が実現した場合には、トランプ氏の掲げる大規模な減税や関税引き上げ、不法移民の大規模送還といったインフレ的な政策の実現性が高まる。市場ではインフレ懸念に伴う利上げ観測を通じたドル高圧力が高まりそうだ。ただし、トランプ氏自身は製造業支援のためのドル安志向が極めて強いため、ドル安を狙った強い口先介入も想定される。このため、同氏の政策の実現性と口先介入を巡ってドル円が不安定化する恐れがある。

以上、日米の選挙の結果やその影響については未だ極めて流動的であるため、上記のメインシナリオをベースとして、必要に応じて、選挙を受けた情勢変化を織り込んでいくことになる。

### (米景気後退なら大幅な円高へ)

ちなみに、現時点ではあくまでリスクシナリオという位置付けになるが、仮に今後米国経済が大幅な悪化や景気後退に陥る場合には、FRBは急速かつ大幅な利下げに踏み切る可能性が高い。実際、過去の米景気後退局面において、FRBは急速かつ大幅な利下げを実施してきた。現在の米政策金利は5.5%（レンジ上限）と高い位置にあるため、その分引き下げの余地がある。

一方、日銀の利下げ余地は、マイナス金利政策を再び導入しない限り0.25%に過ぎないため、FRBが大幅な利下げに踏み切った場合には、日米金利差の大幅な縮小を通じてドル円に大きな円高圧力がかかることになる。FRBが再びゼロ金利政策を採るような事態となれば、ドル円は120円を大きく割り込んでも不思議ではない。



## 2. 日銀金融政策(8月)

### (日銀) 変更なし(会合開催なし)

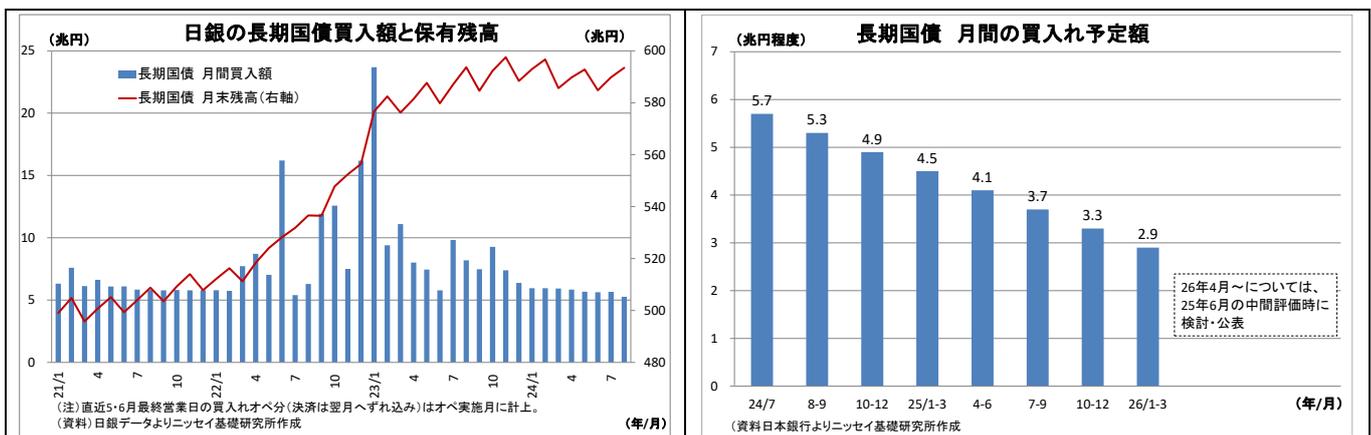
8月はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったため会合は開催されず、金融政策は現状維持となった。次回会合は、今月19~20日に開催される予定となっている。

なお、8月には日銀正副総裁による情報発信が相次いだ。まず、月初に急激な株安・円高が発生した直後にあたる7日に、内田副総裁が函館市金融経済懇談会で挨拶を行った。内田氏は今後の金融政策運営について、「結論から申し上げますと、内外の金融資本市場の急激な変動がみられるもとの、当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続けていく必要がある」と発言。「株価の変動は、(中略)経済・物価の見通しに影響するもの」、「円安が修正された結果、輸入物価を通じた物価上振れのリスクは、その分だけ小さくなった」ことなどを指摘したうえで、「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはないと踏み込んだ発言を行った。市場の懸念を緩和し、安定化を図る狙いがあったものと推測される。

ちなみに、挨拶後の記者会見において、7月MPM時の植田総裁発言との意見の整合性を問われた際には、内田氏は「総裁と私の間に考えの違いがあるということではなくて、状況が変化したということだ」と説明している。

その後、株安・円高の動きが一旦一服した後にあたる23日には植田総裁が衆参両院で閉会中審査に出席し、与野党の委員の質問に回答した。同審査は7月利上げ後の金融市場の波乱を受けて開催が決まったものだ。総裁は足元の金融市場について、「まだ引き続き不安定な状況にある」との認識を示したうえで、「当面はその動向を極めて高い緊張感を持って注視していく」と配慮を示した。一方で、今後の金融政策については、「金融資本市場が物価・経済に与えるリスクや7月の利上げの影響を見極める」としつつも、「経済物価の見通しが我々が考えているとおりに実現していくという確度が高まっていくことが確認できれば、金融緩和の度合いを調整していくという基本的な姿勢に変わりはない」と述べ、金融市場の混乱を経ても利上げ路線を継続していることを表明した。

さらに続く28日には、氷見野副総裁が山梨県金融経済懇談会において挨拶を行った。氷見野氏は、「現状、金融資本市場は引き続き不安定な状況にあり、当面はその動向を極めて高い緊張感をもって注視していく必要がある」、「内外の金融資本市場の動向が、経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響をしっかりと見極めてまいりたい」、「そのうえで、今後の金融政策運営については、そうした影響や、7月に決定した利上げの影響を見極めつつ、わたしどもの経済・物価の見通しが実現する確度が高まっていく、ということであれば、金融緩和の度合いを調整していく、というのが基本的な姿勢」などと発言した。基本的に閉会中審査での植田総裁の発言を踏襲した内容であり、改めて表明することで、利上げ路線継続の方針を市場等に浸透させる狙いがあったと考えられる。



## (今後の予想)

最近の日銀は、金融市場の動向や影響を注視する姿勢を見せつつも、引き続き利上げ路線を継続していく方針を繰り返し発信している。

今後については、①金融市場が安定を取り戻しているか？、②既往の利上げの影響が想定範囲内か？、③経済・物価情勢が日銀の見通しに沿って動いていると言えるか？という点を判断軸とし、中立金利の議論の影響を受けにくい0.75%~1%程度までは、上記の判断軸に照らした確認を行いながら、粛々と政策金利を引き上げていく可能性が高いと見ている。

具体的には、市場の様子見しながらデータを確認する期間を今後数カ月取った後、実質賃金のプラス化が定着しつつあることが確認でき、来春闘での高めの賃上げ継続も相当程度見通せるようになる今年の12月に0.50%程度へ利上げすると見込んでいる。その先は、来春闘での高めの賃上げがデータとして確認できるようになる来年7月に0.75%程度へさらに利上げすると予想している(メインシナリオ)。

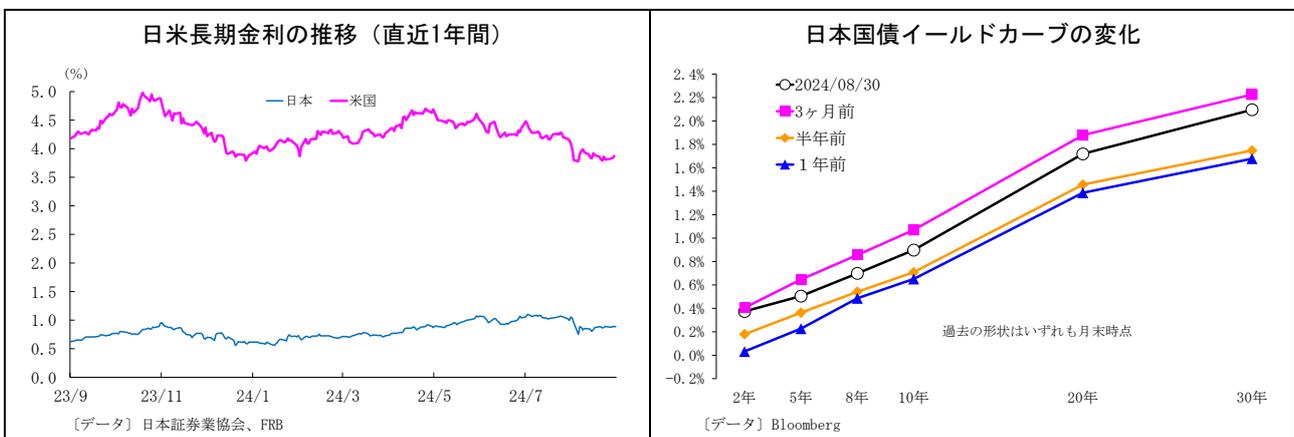
ただし、今後仮に市場の不安定な状態が長引いたり、ぶり返したりする場合には、国内経済・物価への波及を慎重に見極める必要出てくるうえ、日銀の7月利上げに対する批判が高まる恐れもある。その際には利上げ路線は継続しつつも、追加利上げの時期が1カ月から数カ月後ろ倒しになる可能性が高まるだろう。

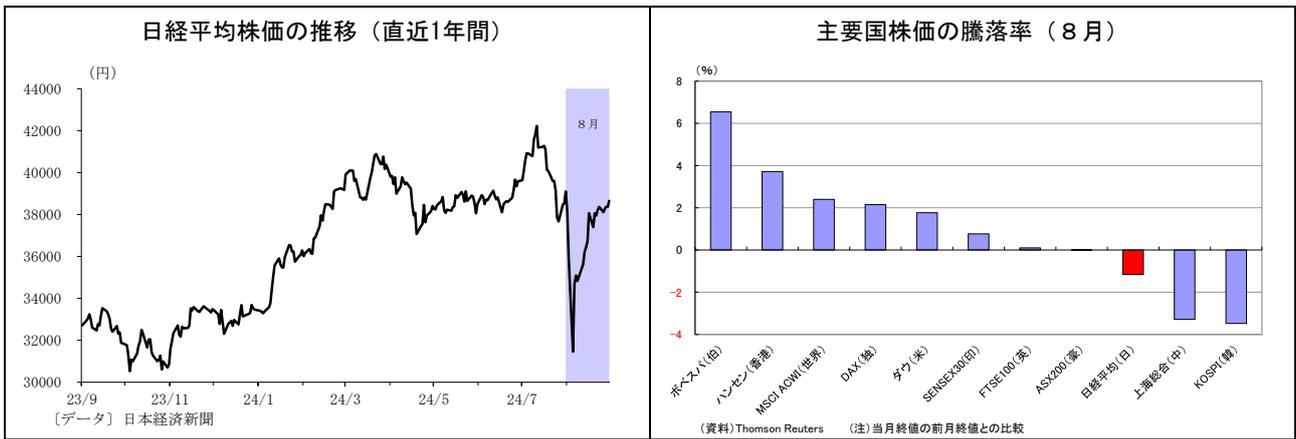
## 3. 金融市場(8月)の振り返りと予測表

### (10年国債利回り)

**8月の動き** (▼) 月初1.0%台前半でスタートし、月末は0.8%台後半に。

月初、経済指標悪化等を受けて米景気後退懸念が台頭し、FRBの大幅利下げ観測が金利低下圧力に。また、世界的株安に加え、米利下げ観測と日銀利上げ観測を背景とする円の急伸が国内株を大きく押し下げ、安全資産の国債需要が高まる形で金利が低下。とりわけ米雇用統計悪化を受けた5日には0.7%台半ばへ急低下した。翌6日には入札の不調を受けて0.8%台後半に上昇した。その後は堅調な米経済指標を受けて米景気への懸念は後退したが、米CPIの鈍化やジャクソンホール会議でのパウエルFRB議長による早期利下げ示唆などによって米金利が低迷し、国内長期金利も0.8%台での膠着した推移に。月末も0.8%台後半で終了した。





## （ドル円レート）

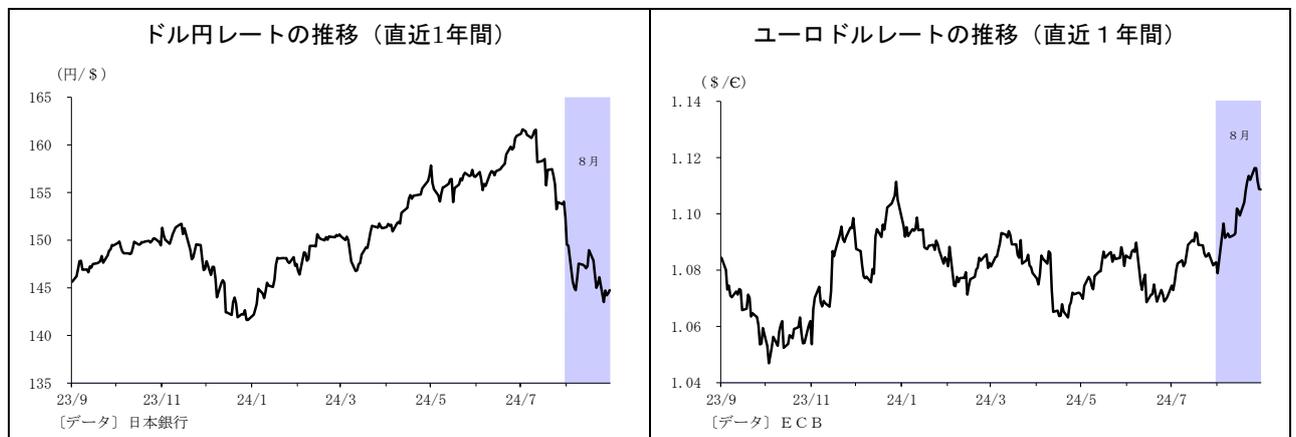
**8月の動き（ㇿ）** 月初 149 円台半ばでスタートし、月末は 144 円台後半に。

月初、7 月末 MPM での日銀のタカ派的メッセージの余韻が残る中、雇用統計をはじめ経済指標の悪化を受けて米景気後退懸念が台頭し、円が急伸。5 日には一時 141 円台を付ける場面があった。その後は米経済指標の改善や内田日銀副総裁によるハト派的な情報発信を受けて円安方向に戻し、9 日には 147 円台を回復。さらに米小売売上の改善等を受けた 16 日には 149 円に到達した。一方、月の下旬には FOMC 議事要旨やジャクソンホール会議でのパウエル FRB 議長による早期利下げ示唆などによって米利下げ観測を通じたドル安圧力が高まり、26 日には 143 円台まで再び下落。月末も 144 円台後半で終了した。

## （ユーロドルレート）

**8月の動き（ㇿ）** 月初 1.07 ドル台後半でスタートし、月末は 1.10 ドル台後半に。

月初、米景気後退懸念が台頭に伴ってドルが売られ、米雇用統計悪化を受けた 5 日には 1.09 ドル台後半まで上昇。その後はしばらく 1.09 ドル台でもみ合ったが、米 CPI の鈍化を受けた 14 日には 1.10 ドル台前半に到達した。月の下旬には、米雇用の下方修正観測を受けてさらにドルが売られ、21 日には 1.11 ドル台に上昇した。その後はジャクソンホール会議でのパウエル FRB 議長発言を受けて上昇する場面もあったが、域内経済指標の公表を受けた ECB の利下げ観測や持ち高調整的なユーロ売りもあり、もみ合う展開に。月末は 1.10 ドル台後半で終了した。



金利・為替予測表 (2024年9月6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	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
米国	FFレート (期末)	5.50	5.25	4.75	4.50	4.25	4.00
	10年金利 (平均)	4.4	4.0	3.9	3.9	3.8	3.6
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	150	143	142	140	138
ユーロドル	(平均)	1.08	1.10	1.11	1.11	1.12	1.12
ユーロ円	(平均)	168	164	159	158	157	155

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標 (レンジの場合は上限値)

(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。