

2024年9月7日

年度後半のドル円相場見通し

－日米の金融政策と米大統領選の影響－

国際公認投資アナリスト
高千穂大学教授 内田稔

本資料は作成者個人の見解を示すため、2024年8月29日時点での公開情報を元に作成された資料です。

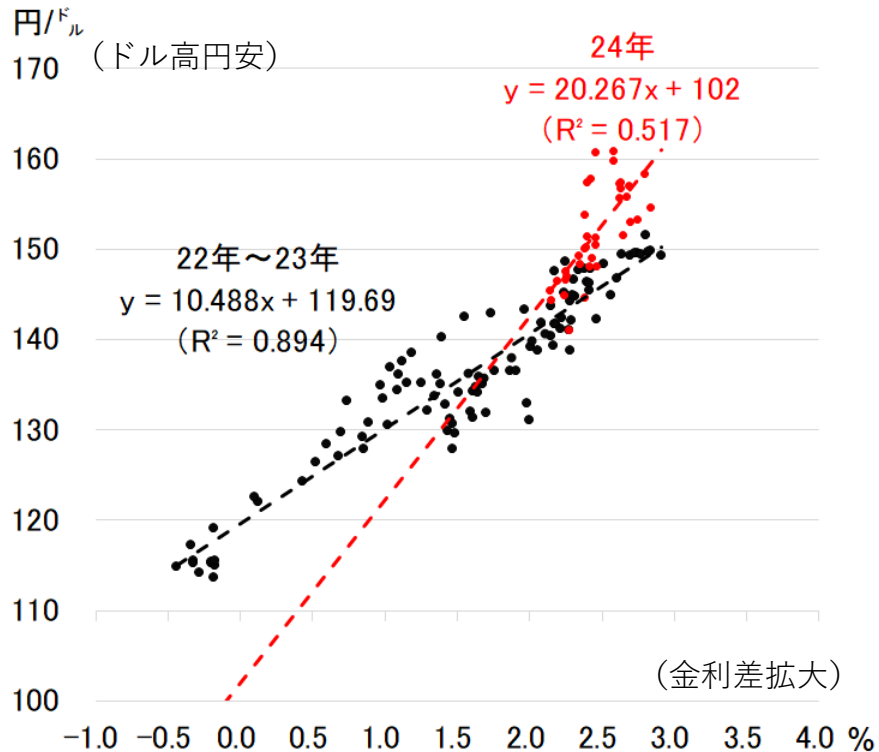
円安トレンドの変化

2022年以降のドル円と7月以降の主な急落要因



(為替) 円安バブルの背景

2022年以降のドル円と金利差



2022年以降、ドル円は日米金利差と高い相関を維持してきたが、24年以降、金利差の説明力が低下し、強い円安期待がドル円を押し上げる構図に変化。

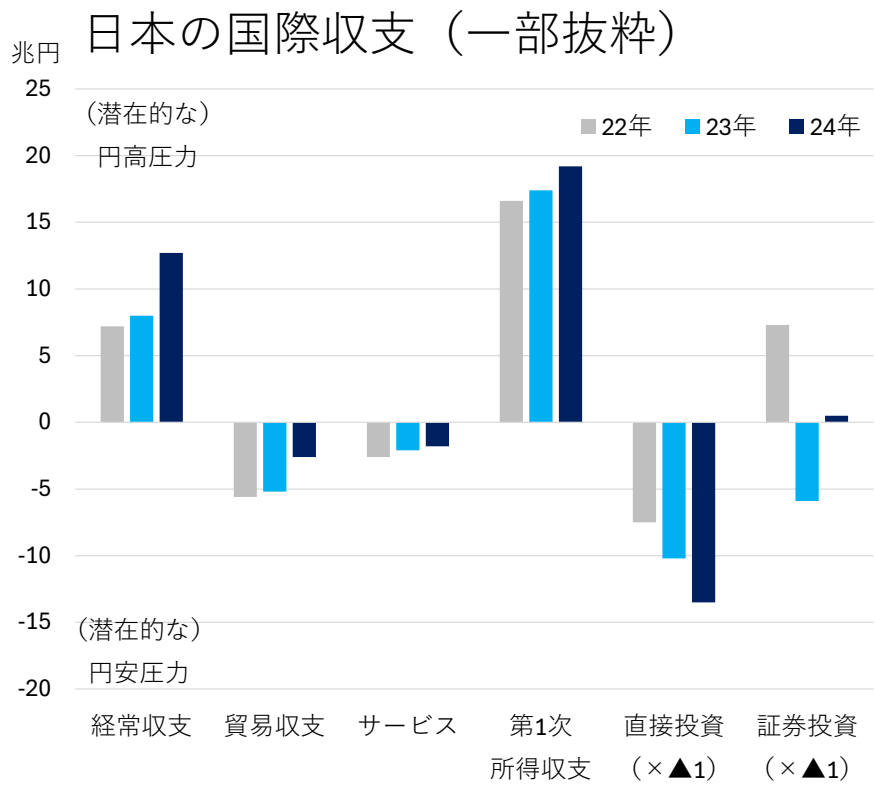
シカゴ先物市場の投機筋の持ち高



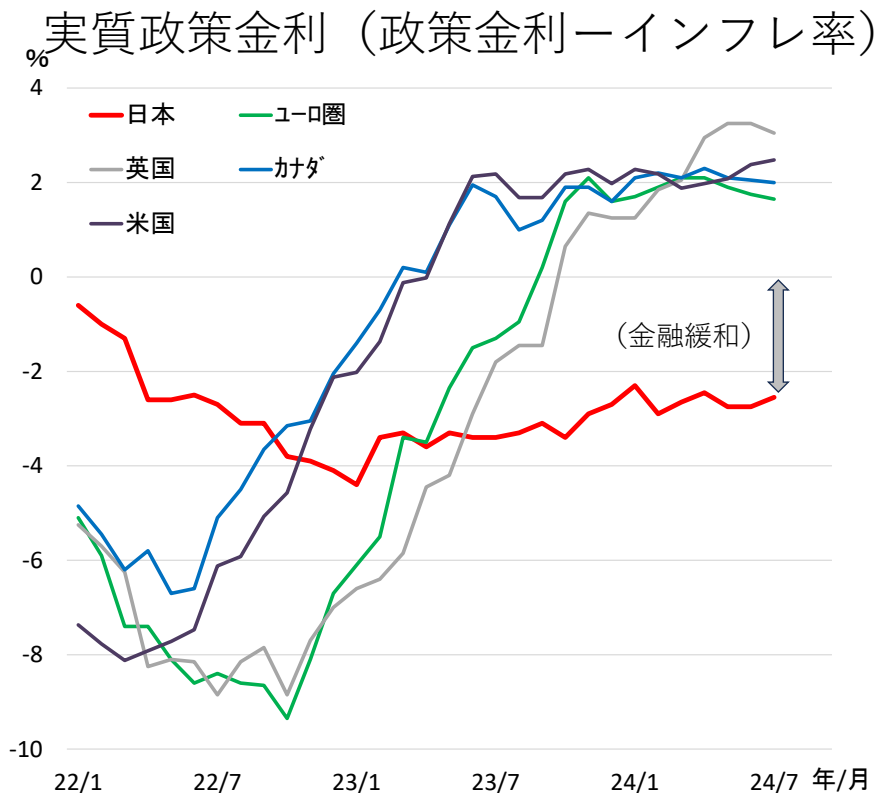
7月上旬に過去最大の円のネットショートを記録。低ボラティリティ（リスク選好）と金利差が活発な円キャリー取引を誘発した模様。

出所：Bloombergより作成 (※) 金利差は日米ともに長期金利から10年物ブレイクイーブン・インフレ率 (BEI) を差し引いた実質長期金利の差。BEIとは長期金利と物価連動債の金利差で理論的には市場のインフレ期待を表す。

(日本) 残る円の弱点



経常黒字は拡大しているが、依然として貿易・サービス収支の赤字が定着。また、直接投資の円売りも拡大基調。証券投資は全体としてみればまちまち。

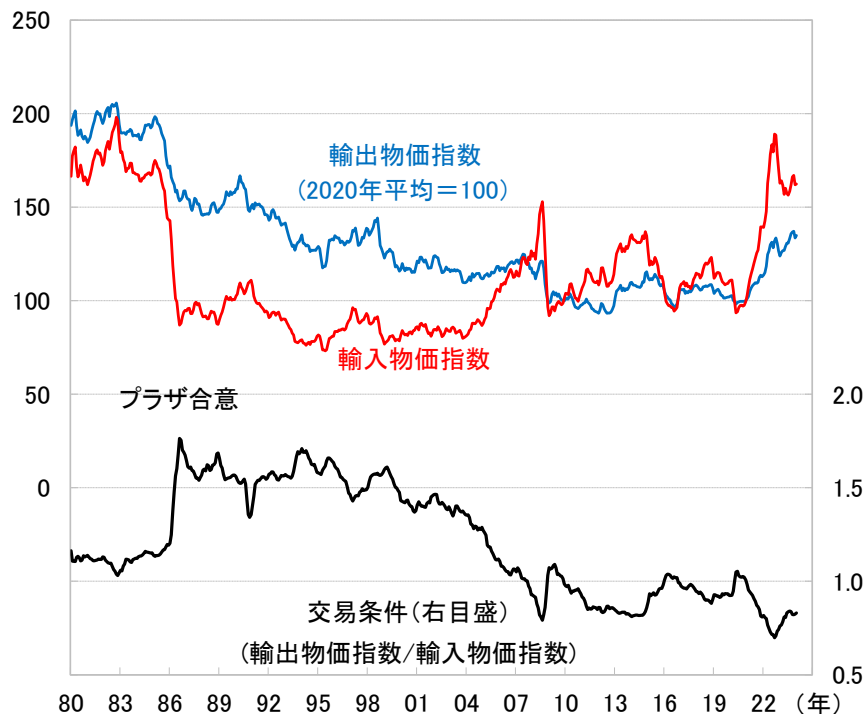


日本 (円) の実質政策金利は大幅なマイナス圏 (= 金融緩和状態) であり、他通貨よりも低い。円高トレンドへの転換までは見通しづらい状況。

出所：財務省、Bloombergより作成 (※) 実質政策金利は総合ベースの消費者物価指数 (前年比) を用いて算出

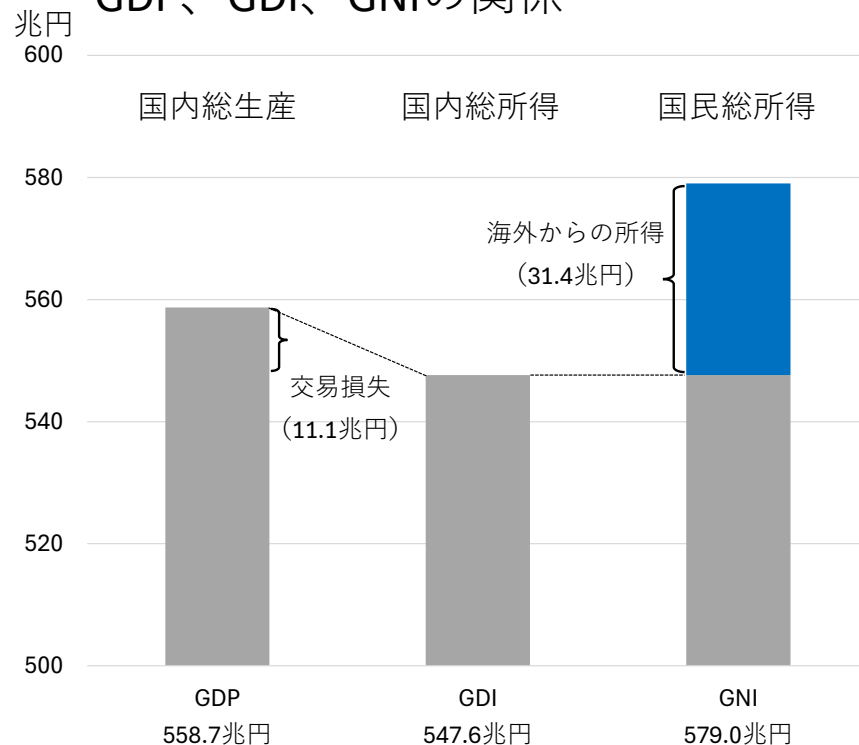
(日本) 円安の功罪 (企業と家計で逆)

輸出入物価と交易条件



円安局面では輸出物価より輸入物価の方が上昇する結果、交易条件(輸出物価÷輸入物価)の悪化を招く。昨年の交易損失は約**11兆円**。

GDP、GDI、GNIの関係



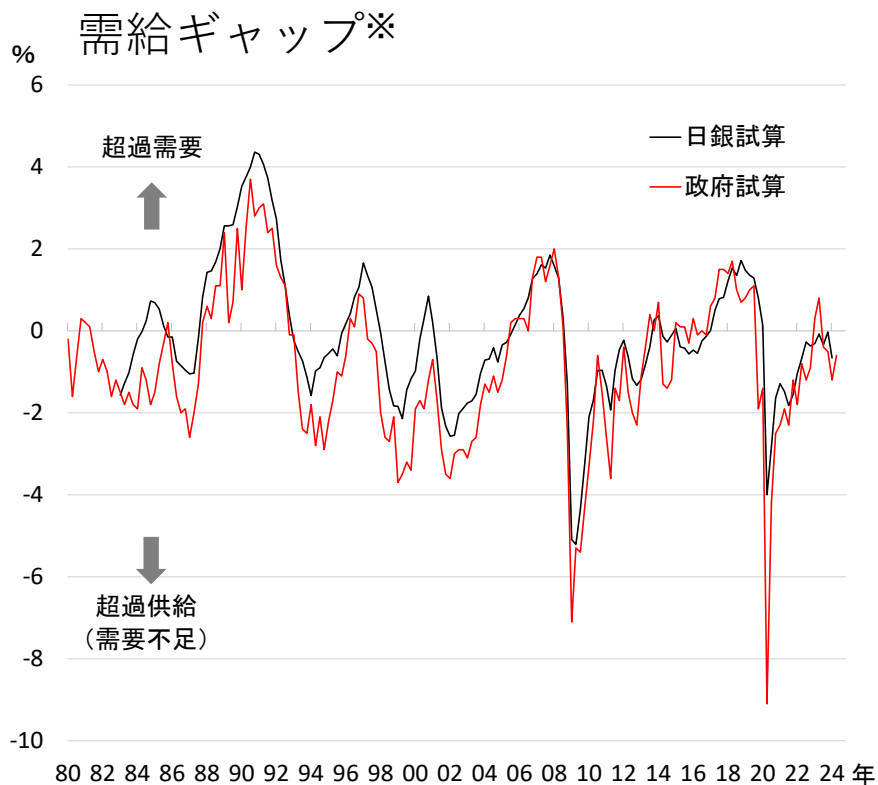
$$\text{GDI} = \text{GDP} - \text{交易損失}$$

$$\text{GNI} = \text{GDI} + \text{海外からの所得}^*$$

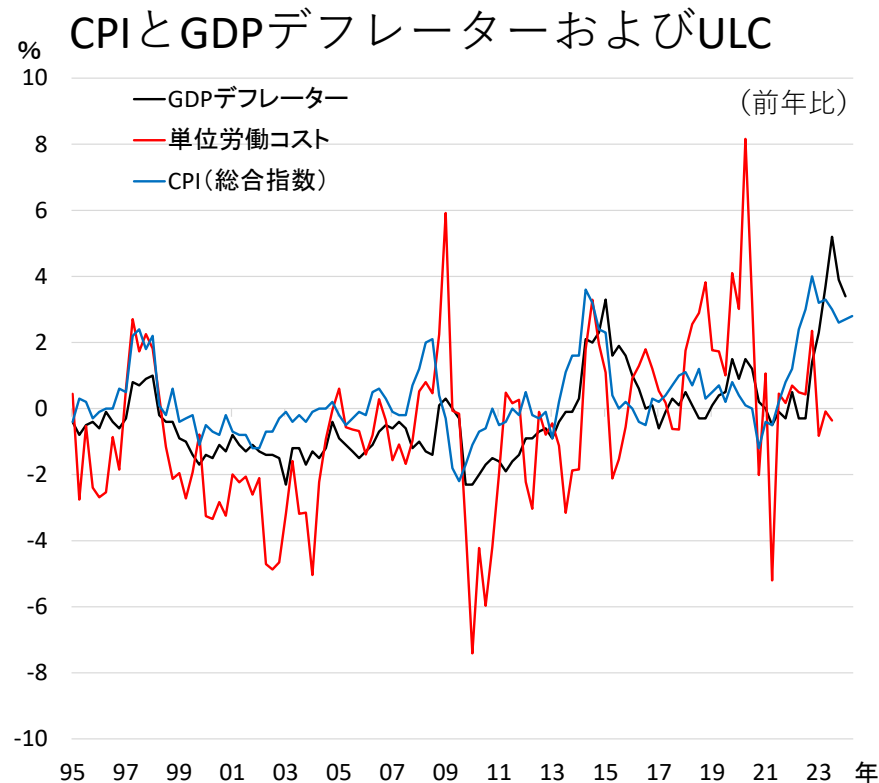
(海外所得の主な受け皿は企業)

出所：日銀、内閣府より作成 (※) GDP、GDI、GNIは全て2023年(暦年)の値。「海外からの所得」は国際収支統計の第1次所得収支に概ね一致。2023年の内訳は直接投資収益60%、証券投資収益35%、その他5%

(日本) デフレ脱却判断に用いる4指標



政府試算では第2四半期のGDPギャップは▲0.6%（年間の需要不足約3兆円）。一方、日銀試算値はゼロに近く見込み（未発表）。



GDPデフレーター伸びは輸入インフレの国内物価への波及を示唆。一方、単位労働コスト（ULC、図では昨年Q3まで）は賃金起点のインフレ圧力。

出所：日銀、内閣府、総務省、OECDより作成 (※) 需給ギャップは経済の総需要と総供給の差。プラスは超過需要、マイナスは超過供給を示唆。

(日本) 日銀の地均しと無視する市場

8月以降の日銀正副総裁発言

内田副総裁 (8月7日)

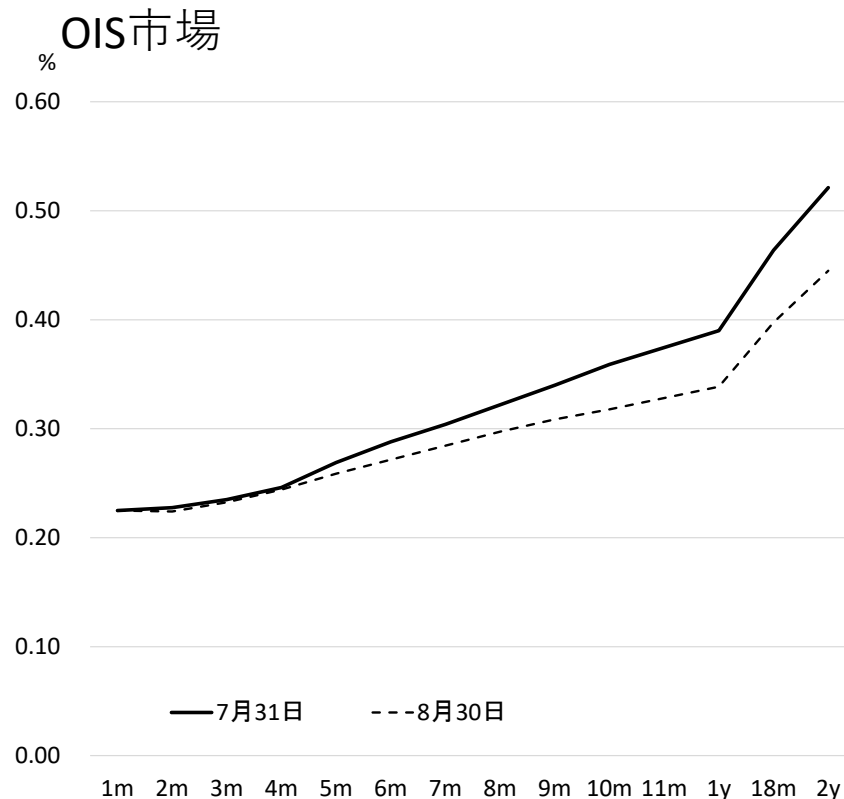
金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはしない。

植田総裁 (8月23日)

経済、物価の見通しが私たち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、今後、**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。
私と副総裁の間で違いはない。

氷見野副総裁 (8月28日)

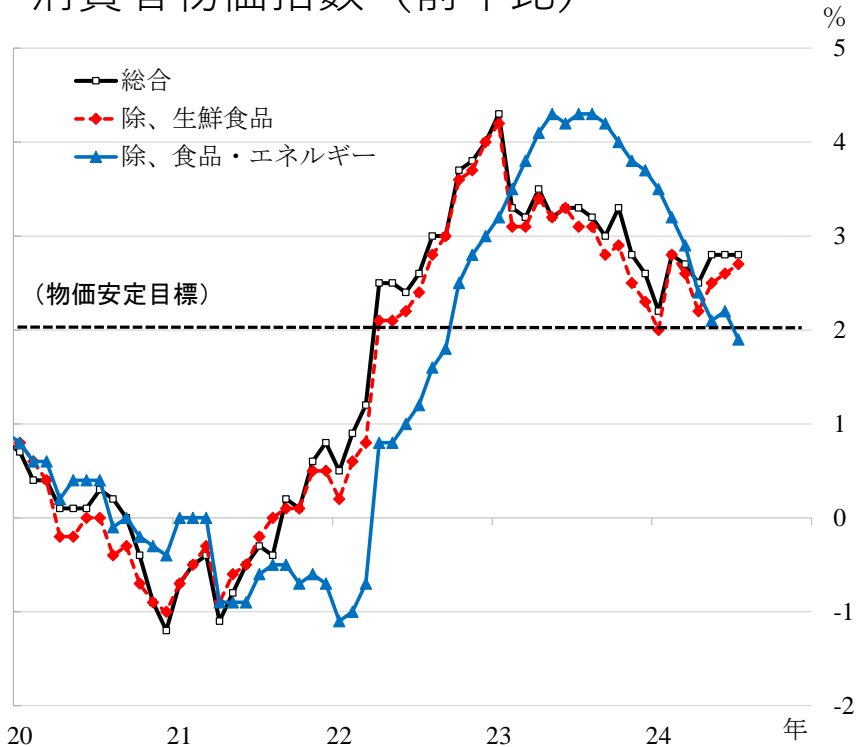
私どもの経済、物価の見通しが実現する確度が高まっていくということであれば、**金融緩和の度合いを調整していく**というのが基本的な姿勢だ。



市場は7月の利上げを「政府に押し切られた円安対応」とみているフシがあり、正副議長の発言後も次なる利上げにを殆ど織り込んでいない。

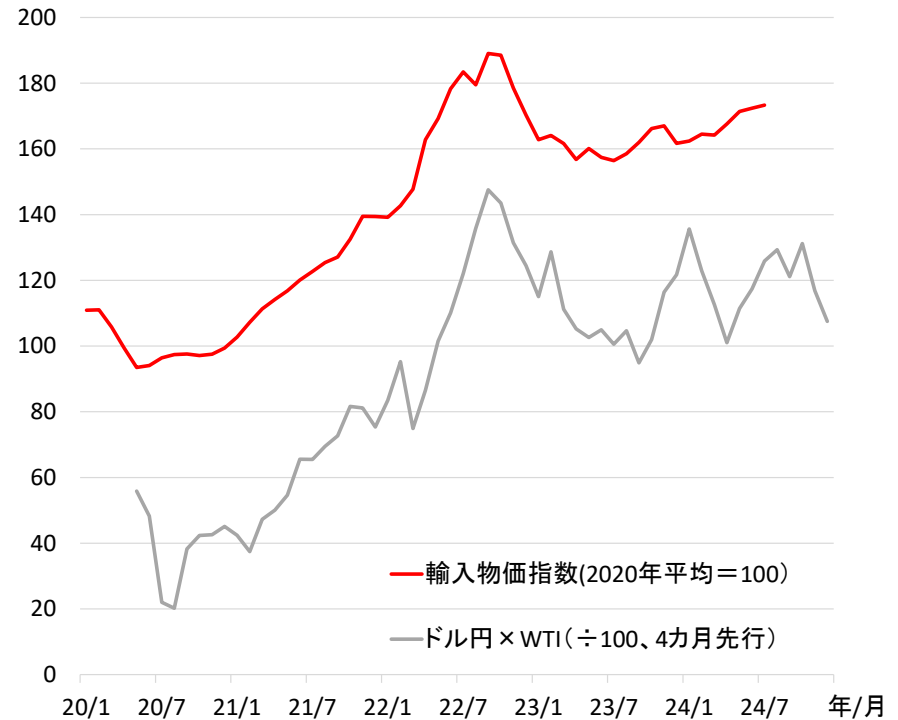
(日本) インフレの動向

消費者物価指数（前年比）



物価の伸びは縮小傾向にあるが、輸入インフレ再燃の影響が「除、生鮮食品」の伸びに影響。「除、食品・エネルギー」にも波及する見通し。

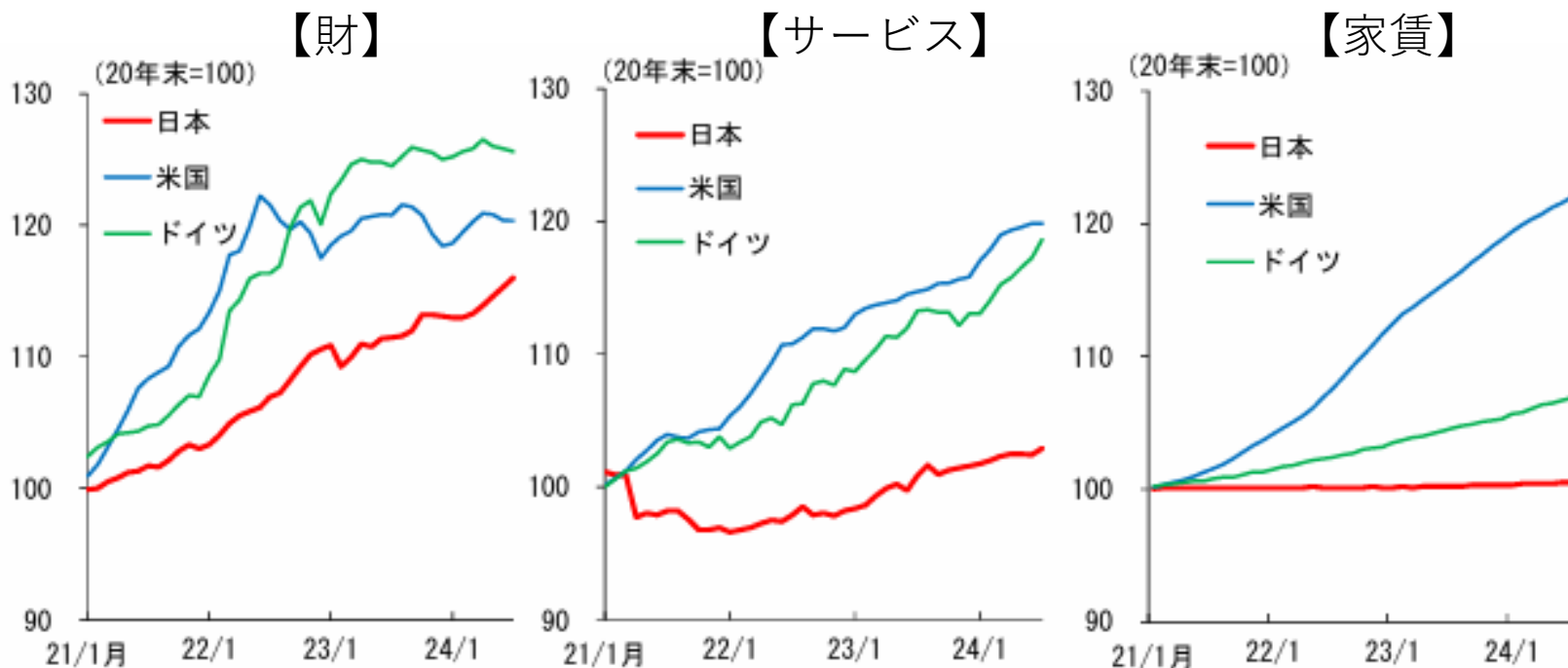
輸入物価指数と「WTI×ドル円」



食料とエネルギーの自給率が低い日本は輸入インフレリスクが高い。特に円安 and / or 原油高はインフレ要因だが、今後伸びは落ち着く可能性も。

(日本) 日銀の緩和的な基本姿勢は継続

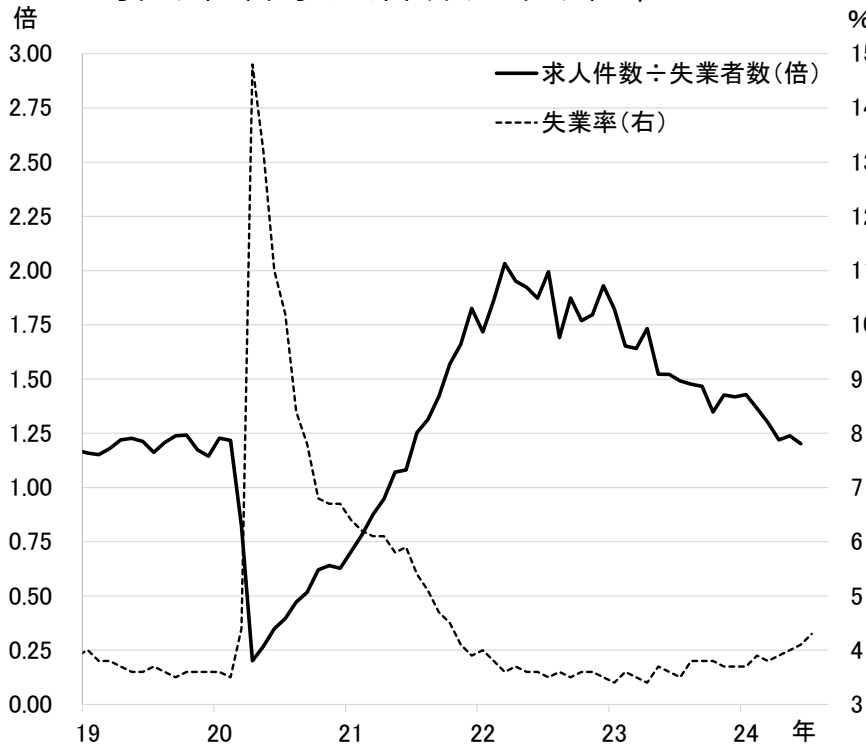
日米およびドイツの分類別物価



輸入インフレを除けば、欧米に比べて日本のインフレは緩慢。一方、物価目標は同じ「2%」であることから、目標の持続的な達成のハードルは高い。2%目標を堅持する限り、基本的には金融緩和スタンスが長期化する可能性が高く、実質金利のプラス転換は見通しにくい。

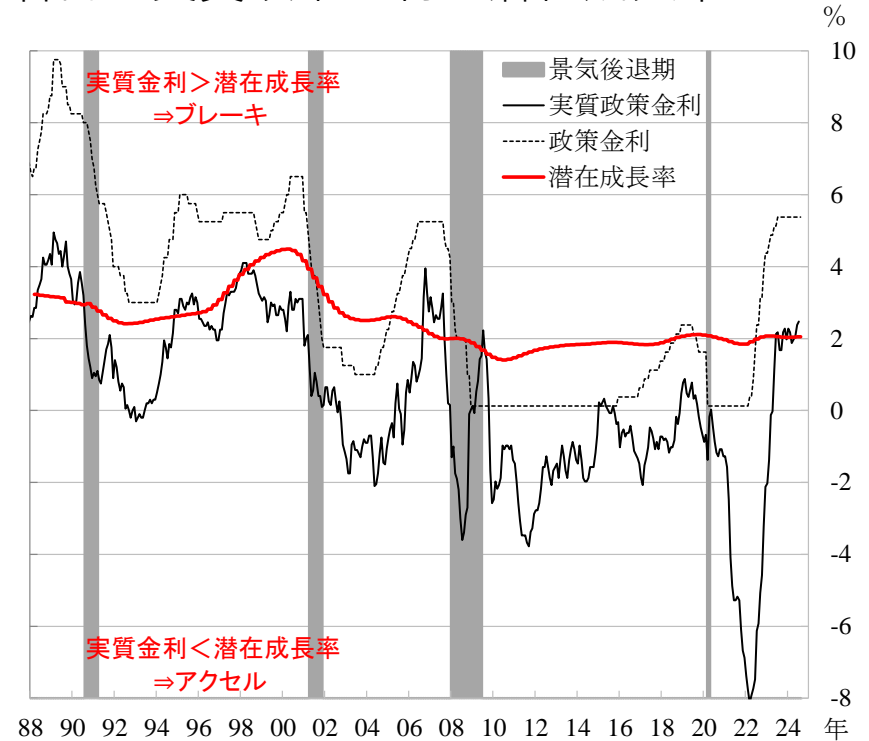
(米国) 金融政策の軸足はインフレ対応から景気配慮へ

対失業者求人件数と失業率



労働市場のひっ迫感が和らぎ、失業率は上昇傾向。FRBはインフレに目配せしつつ景気に配慮。パウエル議長も9月利下げを告知した格好。

名目・実質政策金利と潜在成長率



現在、実質政策金利がCBOが試算する潜在成長率（2%程度）を0.5%程度上回る。金融引き締め効果が発現中とみられ、利下げ入りが妥当。

(米国) 政策金利の水準観と市場の見方

FOMCの経済見通し (6月時点のSEP)

Variable	Median ¹			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	② 1.8
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	③ 2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.3	2.0	
March projection	2.6	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	① 2.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6

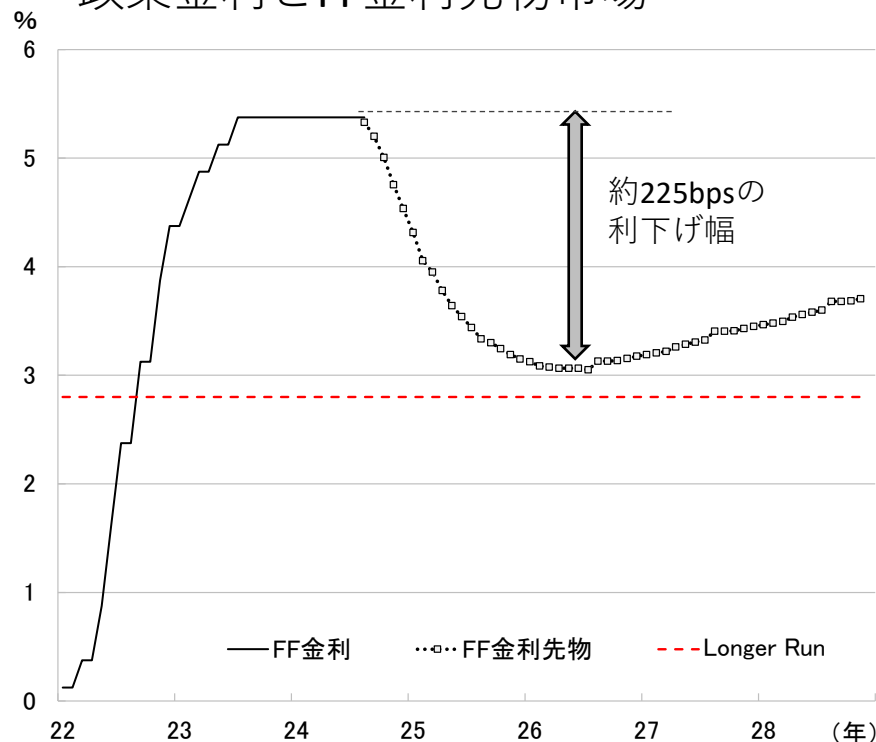
長期的な政策金利のゴール

⇒2.8%・・・①

潜在成長率とインフレ目標の合計

⇒3.8%・・・②+③

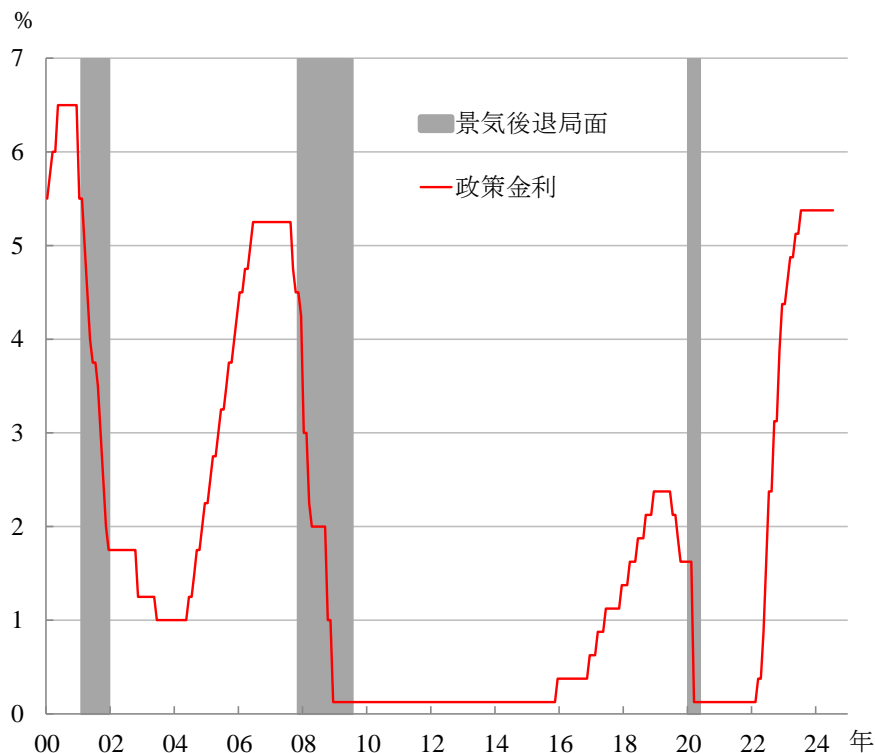
政策金利とFF金利先物市場



市場は政策金利の底を26年7月の約3%と想定。米経済のソフトランディングを見込むなら利下げの織り込みとドル安は一巡しても不思議ではない。

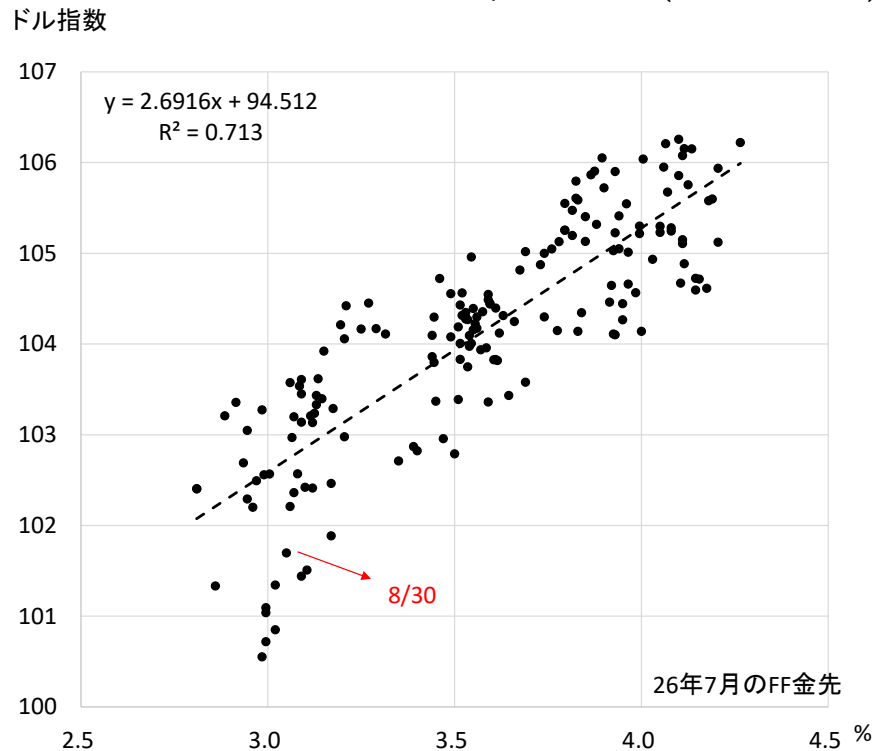
(米国) 政策金利とドル指数

FF金利（政策金利）と景気後退期



2000年代以降では、FRBが1度に50bps以上の利下げを行ったのは、ITバブルと不動産バブルの崩壊後およびコロナショック後のみ。通常は25bps/回。

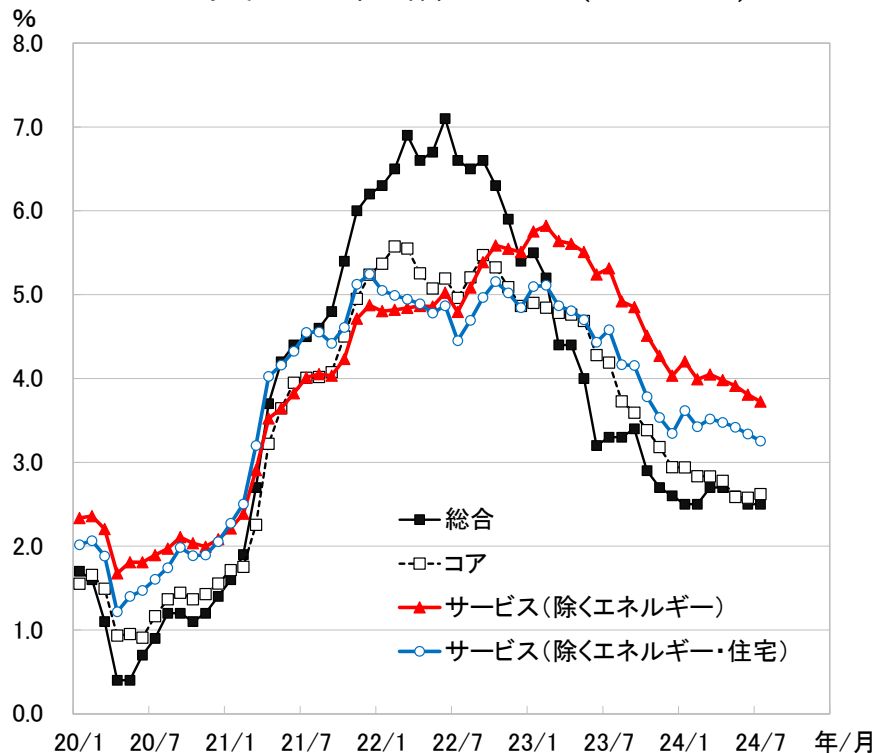
ドル指数とFF金利先物市場（24年以降）



ドル指数は市場が織り込む利下げのゴール水準にも影響を受けている。利下げ期待が後退する場面ではドルが持ち直す可能性が高い。

(米国) インフレの粘性と足元の景況感

個人消費支出価格指数（前年比）



Weekly Economic Index (= WEI※)



インフレが鎮静化しつつあるが、7月のコアは小幅（0.04%）に拡大。サービスも目標まで距離を残し、インフレ警戒を解ける状態ではない。

米経済に持ち直しの動きもみられる。大幅な利下げは株式相場と住宅市況を通じて景気やインフレを刺激する可能性が高く、大幅利上げは見込みにくい。

(資料) Bloomberg、米経済分析局、ダラス地区連銀より作成 (※) WEIは日次、週次の10の経済指標（消費者態度の2指標、労働市場の4指標、生産関連の4指標）から米経済の景況感を週次で示すもの。

(米国) 大統領選の注目点

為替相場への波及経路と両候補者の判明している政策の一部抜粋

注目点	為替に影響する経路	関連する政策	
		トランプ前大統領	ハリス副大統領
インフレ	<p>政策がインフレを助長させるなら、利下げの織り込みが低下し、ドル高に波及。</p> <p>また、株価が上昇する場合、資産効果もインフレに波及のおそれ。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・全輸入品への関税賦課(10~20%、対中60%) ・移民の制限(賃金インフレ) ⇒但し景気を下押しする面も ・金融規制の緩和 ⇒株式市場は歓迎か 	<ul style="list-style-type: none"> ・価格統制策(食品の値上げ規制)
財政拡張(税制など)	<p>インフレを刺激するドル高要因と「悪い金利上昇」に波及した場合のドル安要因の両面。</p> <p>但し、悪い金利上昇でも、ドル高となる可能性も。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・富裕層向け減税(トランプ減税)の延長 ・法人税率の引き下げ(21%⇒15%) <p>など</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・児童税額控除や低所得労働者向け税額控除の復活や拡充(低所得・中間層向けの減税) ・法人税率の引き上げ(21%⇒28%) ・住宅の初回購入時の頭金支援 <p>など</p>

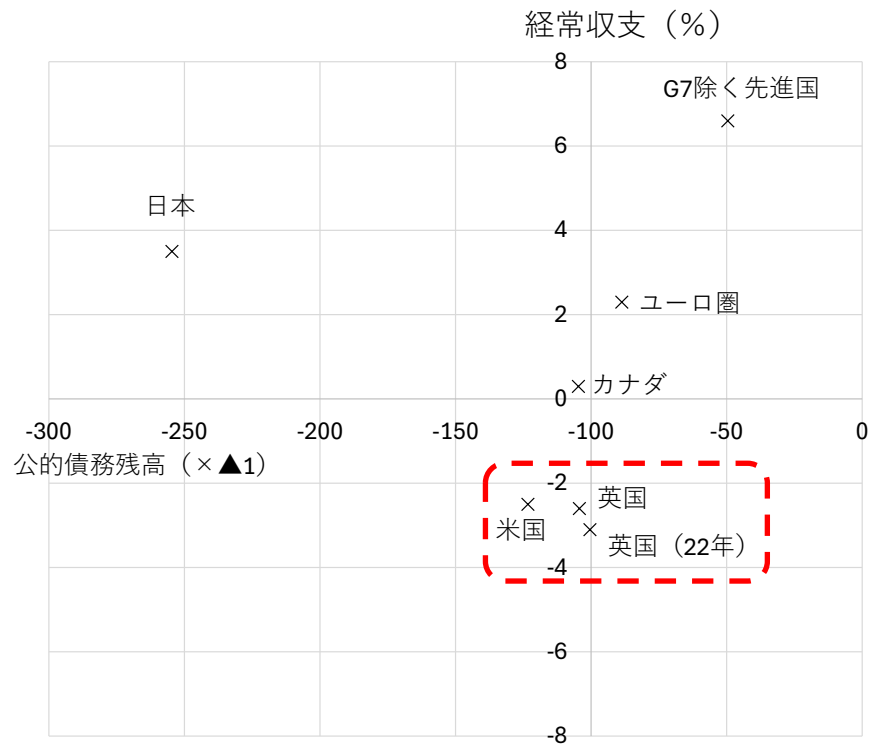
(米国) 拡張的な財政はドル高要因か

2022年の英長期金利とポンド



英国は2022年9月に誕生したトラス政権が財政拡張策を発表。これを嫌気した市場では「悪い」金利上昇とポンド急落の反応がみられた。

経常収支と公的債務残高 (対GDP比)



G7 (独仏伊 = ユーロ圏) の内、英国と米国が公的債務残高が対GDP比で100%を超え、かつ経常赤字 (公的債務残高には▲1を掛けている)。

(予想) 政策金利と長期金利のメインシナリオ

国・地域	参照している インフレ指標と 直近実績値	金利の 種類	実勢(%)	予想レンジ(%)		
			8月30日	9月	10-12月	1-3月
日本	CPI(生鮮食品を除く) 2.7%(7月)	政策金利	0.25	0.25	0.25-0.50	0.50-0.75
		長期金利	0.88	0.80-1.05	0.85-1.10	0.90-1.20
米国	PCE価格指数(総合) 2.7%(7月)	政策金利	5.25-5.50	5.00-5.25	4.75-5.25	4.50-5.00
		長期金利	3.90	3.70-4.10	3.60-4.30	3.50-4.50
ユーロ圏	HICP(総合) 2.2%(8月)	政策金利	4.25	4.00	3.75-4.00	3.25-3.75
		長期金利	2.30	2.00-2.50	1.90-2.40	1.80-2.30

(年度内の政策金利予想)

日銀：1～2回の利上げ、FRB：2～3回の利下げ、ECB：3～4回の利下げ

出所：各統計機関（物価）、Bloomberg（長期金利）より作成（ユーロ圏の長期金利は独国債）

(予想) ドル円相場 (シナリオ別)

シナリオ	蓋然性	年度末の着地	各シナリオのポイント
メイン (軟化)	65%	137～142円	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 日米金利差の縮小により、ドル円は緩やかに下落(＝ドル安円高方向)へ。 ▶ 但し、市場は米国の利下げを過度に織り込んでいる可能性が高く、ドルが持ち直す可能性が高い。 ▶ 2%目標を堅持する限り、日銀の緩和姿勢(実質政策金利のマイナス)も継続。貿易・サービス収支の赤字や対外直接投資の円売りが円高へのブレーキ。
サブ (持ち直し)	25%	145円超の ドル高円安	<ul style="list-style-type: none"> ◆(米国)インフレ再燃に伴う利下げ期待の大幅な後退によるドル高の再燃 ◆(日本)インフレ加速に伴う実質金利の低下(※)による円安再起動 <p>(※) 名目金利(利上げ↑) - インフレ率(上昇↑↑) = 実質金利(低下↓)</p>
リスク (大幅な下落)	10%	135円未満の ドル安円高	<ul style="list-style-type: none"> × 米経済のハードランディングと大幅な利下げによるドル安相場の到来 × 世界的な景気減速に伴う海外金利の急低下による日本の対外金利差の縮小 × 日銀の利上げペースの加速(例えば25bp/四半期)による円高

ディスクレーマー

- 本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、資料の作成者がその正確性、適時性、適切性又は完全性を表明又は保証するものではありません。また、過去の結果が必ずしも将来の結果を暗示するものではありません。
- 本資料は何らかの取引を推奨したり、作成者が所属する組織の見解を表明するものではありません。ご利用に関しては、すべてご自身でご判断下さい。本資料の利用によって生じるいかなる損害についても責任を負いません。
- 本資料の内容は、予告なしに変更することがありますが、本資料を更新する義務は負っていません。
- 本資料は著作物であり、著作権法により保護されております。作成者の書面による許可なく本資料を複製又は第三者に配布をすることはできません。

講演者のプロフィール



内田 稔（うちだ みのり）

高千穂大学商学部教授（専門は国際金融論、外国為替）

株式会社FDAlco（エフディーアルコ）外国為替アナリスト

公益財団法人国際通貨研究所客員研究員

証券アナリストジャーナル編集委員会委員

（経歴）

慶應義塾大学法学部政治学科卒業後、1993年に東京銀行（現、三菱UFJ銀行）入行。一貫して市場部門に在籍し、2011年4月から2022年2月までチーフアナリストを務め、2022年4月から現職。金融専門誌J-Moneyの東京外国為替市場調査では2013年から9年連続アナリスト部門個人ランキング第1位。経済学修士（京都産業大学）

（資格・所属学会・主なメディア活動）

- ・日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）
- ・日本テクニカルアナリスト協会認定テクニカルアナリスト（CMTA）
- ・国際公認投資アナリスト（CIIA）
- ・日本金融学会および日本ファイナンス学会会員
- ・テレビ東京ニュースモーニングサテライト、ロイターコラム外国為替フォーラム、NewsPicks（公式コメンテーター）

ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいませようをお願いいたします。

外国為替証拠金取引（FX）のリスクと費用等について

外国為替証拠金取引(FX)の取引にかかるリスク

外国為替証拠金取引（FX）は、取引通貨の価格変動や、スワップポイントの支払いにより、損失が生じるおそれがあります。また、外国為替証拠金取引（FX）は少額の証拠金で、その差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため、大きな損失が発生する可能性があります。また、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

外国為替証拠金取引（FX）の取引にかかる費用等

外国為替証拠金取引（FX）の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各通貨の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは通貨ペアごとに異なります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

証拠金について

〔楽天FX〕

レバレッジコースに応じて取引金額の4%~100%(最大レバレッジ25倍)の証拠金が必要となります。

(法人のお客様の場合は、取引金額に当社が定める証拠金率(*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

〔楽天MT4〕

想定元本の4%以上の証拠金が必要となります。

(法人のお客様の場合は、想定元本に当社が定める証拠金率(*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

*当社は、金融先物取引業協会が算出した「為替リスク想定比率」以上となる証拠金率を通貨ペアごとに定めております。「為替リスク想定比率」とは、金融商品取引業等に関する内閣府令第117条第27項第1号に規定される定量的計算モデルを使い算出されるものです。

スプレッドについて（例外あり）

通常時は広告表示のスプレッドでお取引いただいておりますが、為替市場における取引高の低下又は売買が一方に集中しているなどの状況においてはスプレッドが広がる場合があります。また、広告表示の値は実際の取引時のスプレッドを保証するものではなく、お客様の約定結果による実質的なスプレッドが広告表示の値と合致しない場合がありますのでご注意ください。

なお、スプレッドの拡大は、以下のような状況において発生する場合があります。

- 平日早朝時（概ね6時30分~7時30分※サマータイム期間中は一時間繰り上がります）
- 国内外の金融市場休場日（海外のクリスマス休暇や年末年始など）
- 主要経済指標の発表前後
- 震災などの天変地異や政変又は金融・経済関連の重大な出来事などの突発事象の発生時

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

CFD取引にかかるリスクと費用等について

CFD取引にかかるリスク

CFD取引は、お取引の対象となる銘柄の価格変動、金利相当額、配当相当額、価格調整額の支払い、各国の経済、社会情勢、金融政策、金融指標等の変動により損失が生じるおそれがあり、投資元本が保証されたものではありません。また、CFD取引は差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため大きな損失が発生する可能性があり、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

CFD取引にかかる費用等

CFD取引の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各銘柄の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは銘柄ごとに異なります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

証拠金について

〔楽天CFD〕

取引金額に対して、指数CFDは10%以上、商品CFDは5%以上、バラエティCFDおよび株式CFDは20%以上の証拠金が必要となります。(楽天CFDのお取引は現時点では個人口座のみとなります。)

〔楽天MT4CFD〕

個人口座、法人口座ともに取引金額に対して、MT4証券CFDは10%以上、MT4商品CFDは5%以上の証拠金が必要となります。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスクと費用等について

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスク

当社の取扱う店頭通貨バイナリーオプションは満期時（判定時刻）に権利が自動行使されるヨーロッパタイプオプション取引です。取引対象である通貨の価格変動が予測通りとなった場合には利益が得られることもある反面、予想が外れ権利が消滅した場合、支払ったオプションの購入金額を全額失うこととなります。また、オプションの購入価格と売却価格には差（スプレッド）があり売却時に損失を被る可能性があります。

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかる費用等

店頭通貨バイナリーオプション取引の取引手数料は無料です。

オプションの購入価格について

1枚あたりの最大購入価格は999円です。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会