

# 大波乱の円相場が語る 「世界と日本」 2025年への投資

2024年11月9日

# お話すること

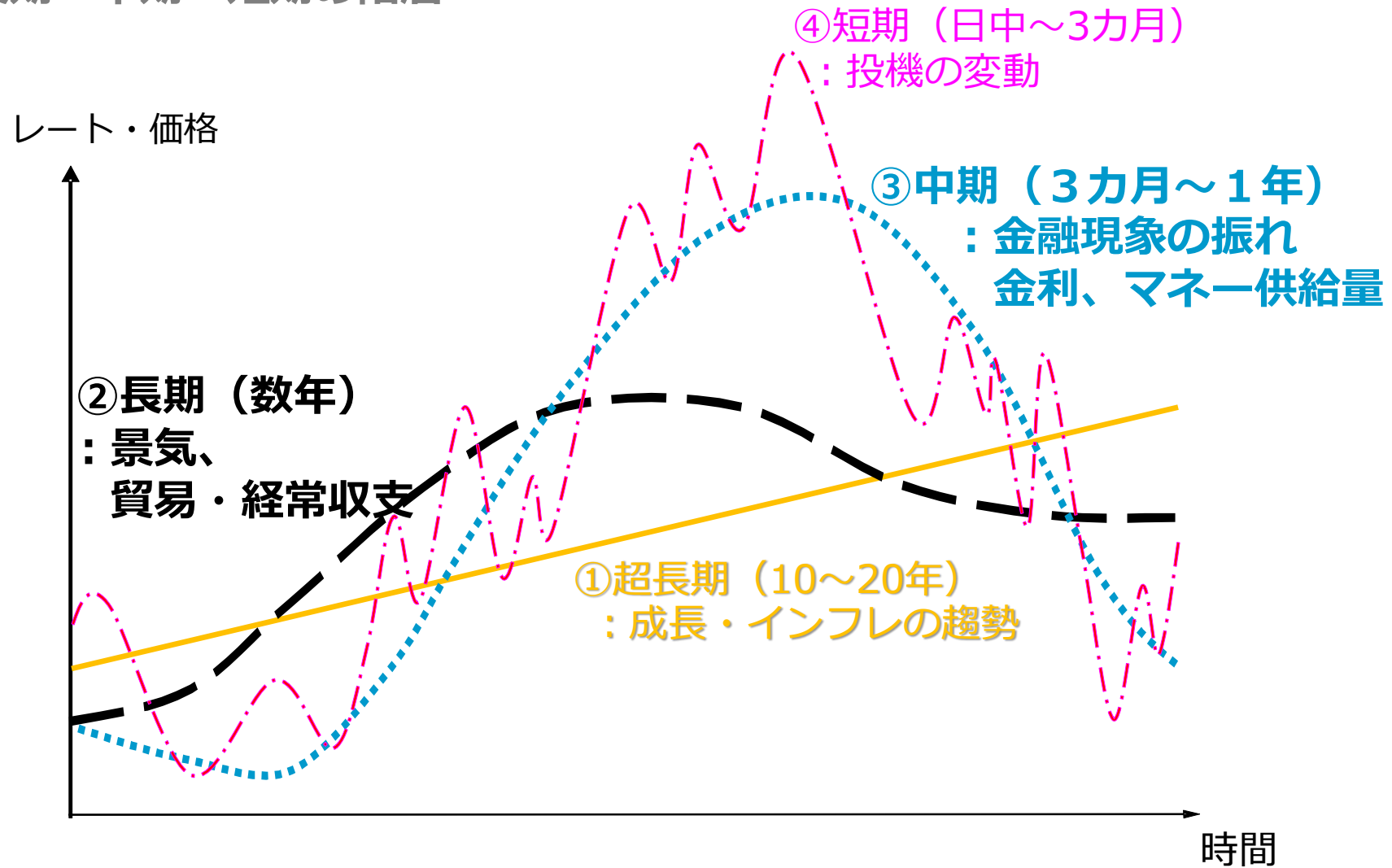
- 1 米景況改善、選挙・FOMC一過の年末相場
- 2 自国通貨ドル/円を知る
- 3 2025年へドル/円を軸に見る「世界と日本」、投資

## ポイント

- A 相場要因の軽重を意識する ⇒使えない正論あり
  - B 別の時間軸で考える ⇒短視眼注意
  - C 円だけで考えない ⇒国際比較する
  - D 情報は偏向が常態 ⇒逆手に取る
- ⇒予想より、予想のロジックで対応する

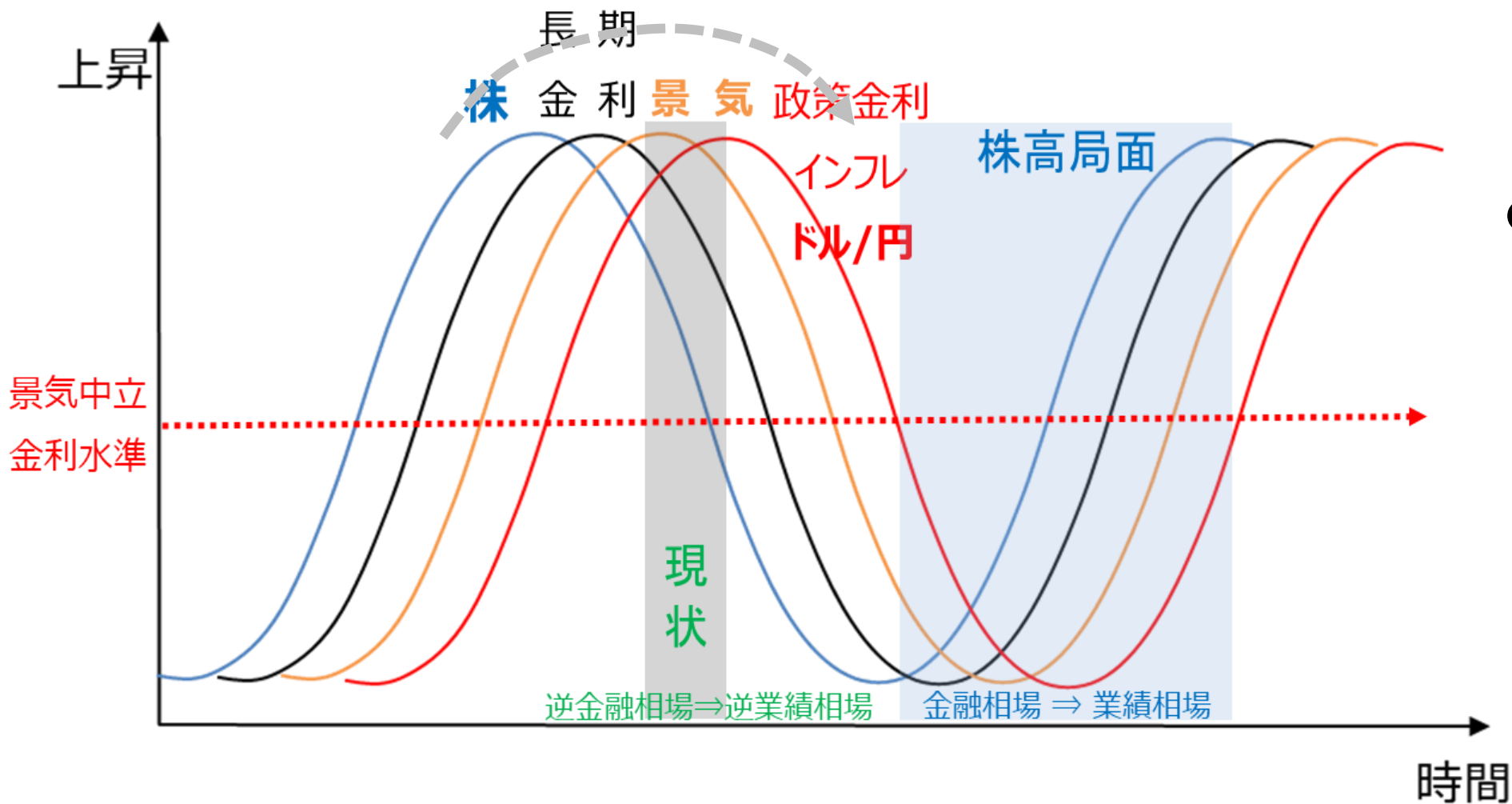
# 基本 I 相場の時間軸

相場の超長期・長期・中期・短期の階層



# 基本Ⅱ サイクル

## ドル/円サイクルのイメージ



### ● サイクルの時間差序列

- 株
- ⇒ 長期金利
- ⇒ 景気
- ⇒ インフレ
- 政策金利・ドル/円

# トランプ勝利 (1) 公約と影響

公約	内容	一次反応 株式相場	二次作用 景気刺激	三次作用 マイナス面
大幅減税	法人税減税、所得税など「トランプ減税」恒久化	+	++	財政赤字、長期金利高
関税増税	中国60%以上、他国10~20%。中国の最恵国待遇停止	-		インフレ・貿易縮小・景気抑制
財政支出	温暖化対策や他国支援の支出削減			
エネルギー	化石燃料生産規制撤廃・供給増で価格下げ、パリ協定再離脱	+	+	環境悪化
規制緩和	AI開発、仮想通貨など	+	+	
住宅支援	住宅ローン金利引き下げ	+		実現性？
金融政策	大統領政府の関与強化		?	金融政策の信認、インフレ
移民政策	不法移民の強制送還、「国境の壁」建設		-	労働者不足、インフレ
貿易	多国間協定より2国間ディール			自由貿易後退
外交	首脳外交、2国間ディール重視（対ロシア、北朝鮮も）			トップダウンの国際秩序
	同盟国に応分負担を要求			同盟にヒビ？
	イスラエル支援に前向き、ウクライナ支援に消極的			米信用低下
	中国に強硬姿勢			世界分断
妊娠中絶	規制は各州に判断を委ねる			

● 市場の反応を <一次反応> 心理高揚 <二次> 政策実現 <三次> 副作用、まで見る

# トランプ勝利 (2) 相場の一次反応

## ドル/円と米長期金利



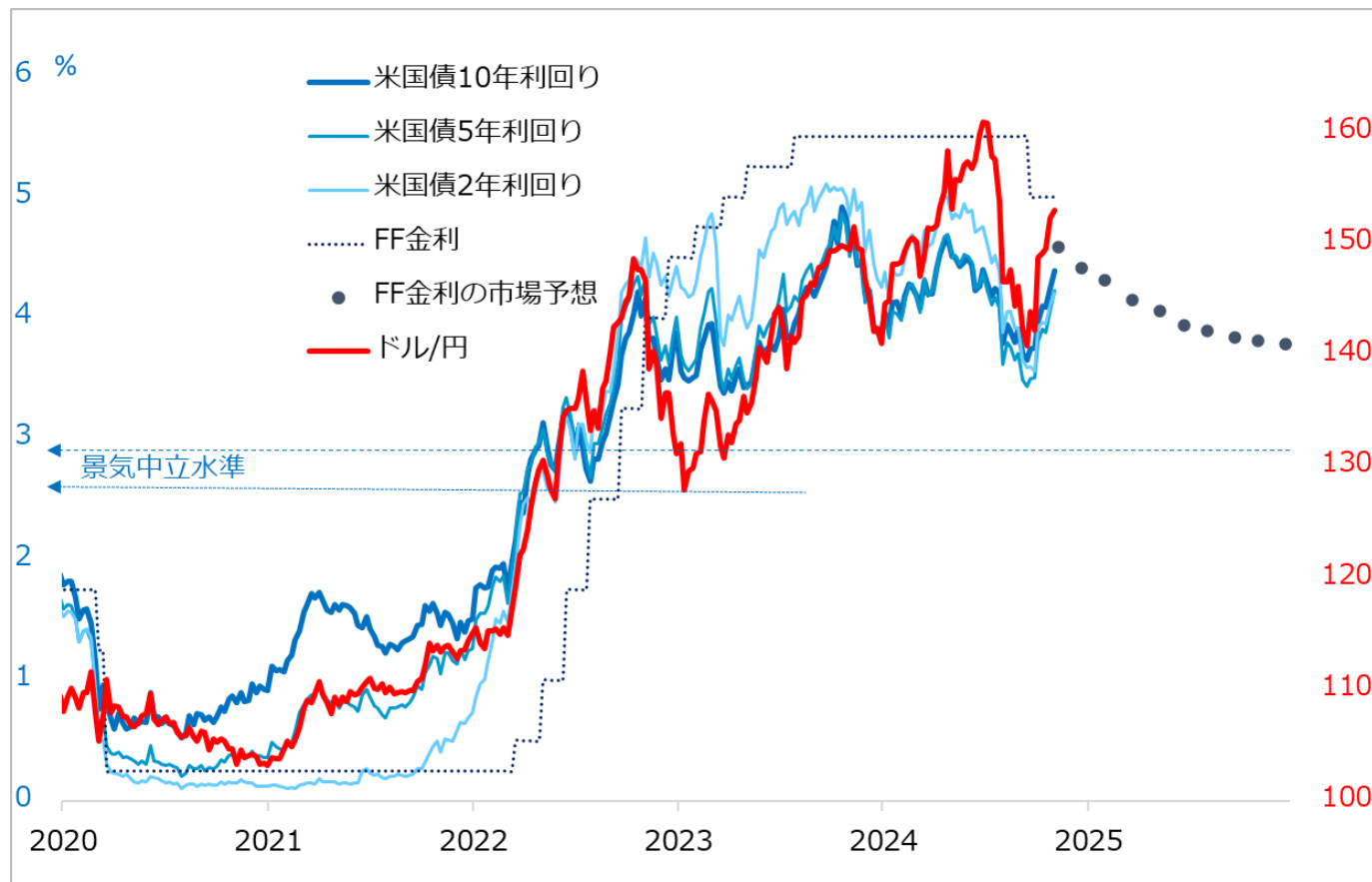
## ビットコインと金 (対ドル)



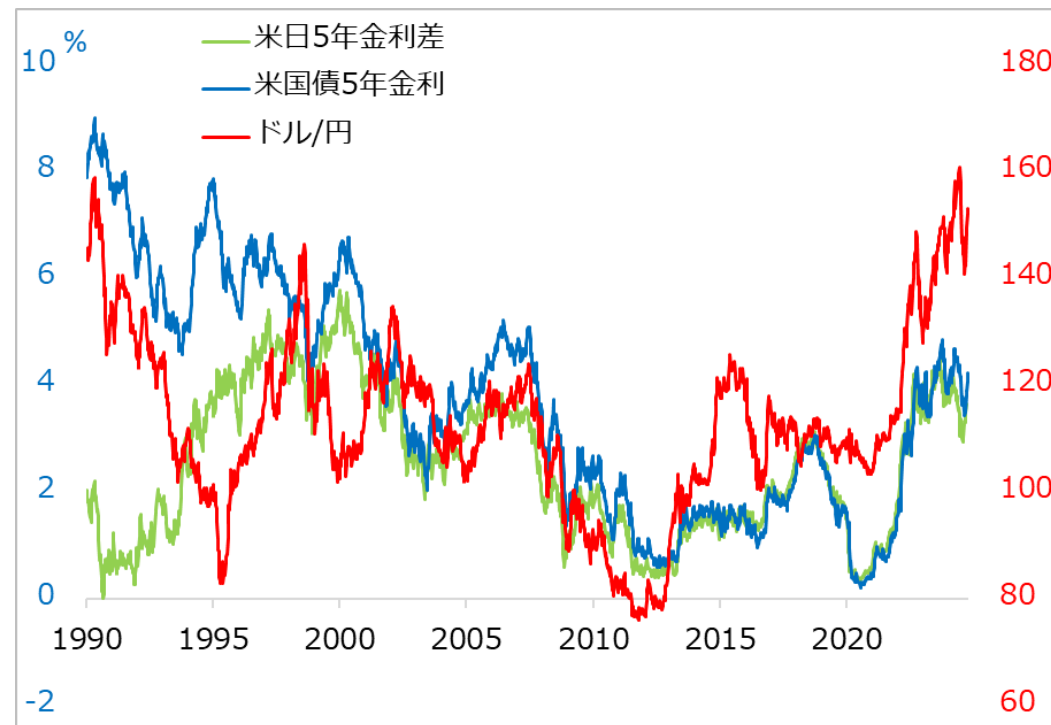
- トランプ政策の景気浮揚期待と財政赤字懸念で金利上昇、ドル上昇
- 規制緩和期待でビットコイン上昇、金下落

# 円相場 (1) 米金利次第

## ドル/円相場はまず米金利次第



## ドル/円と米日金利差

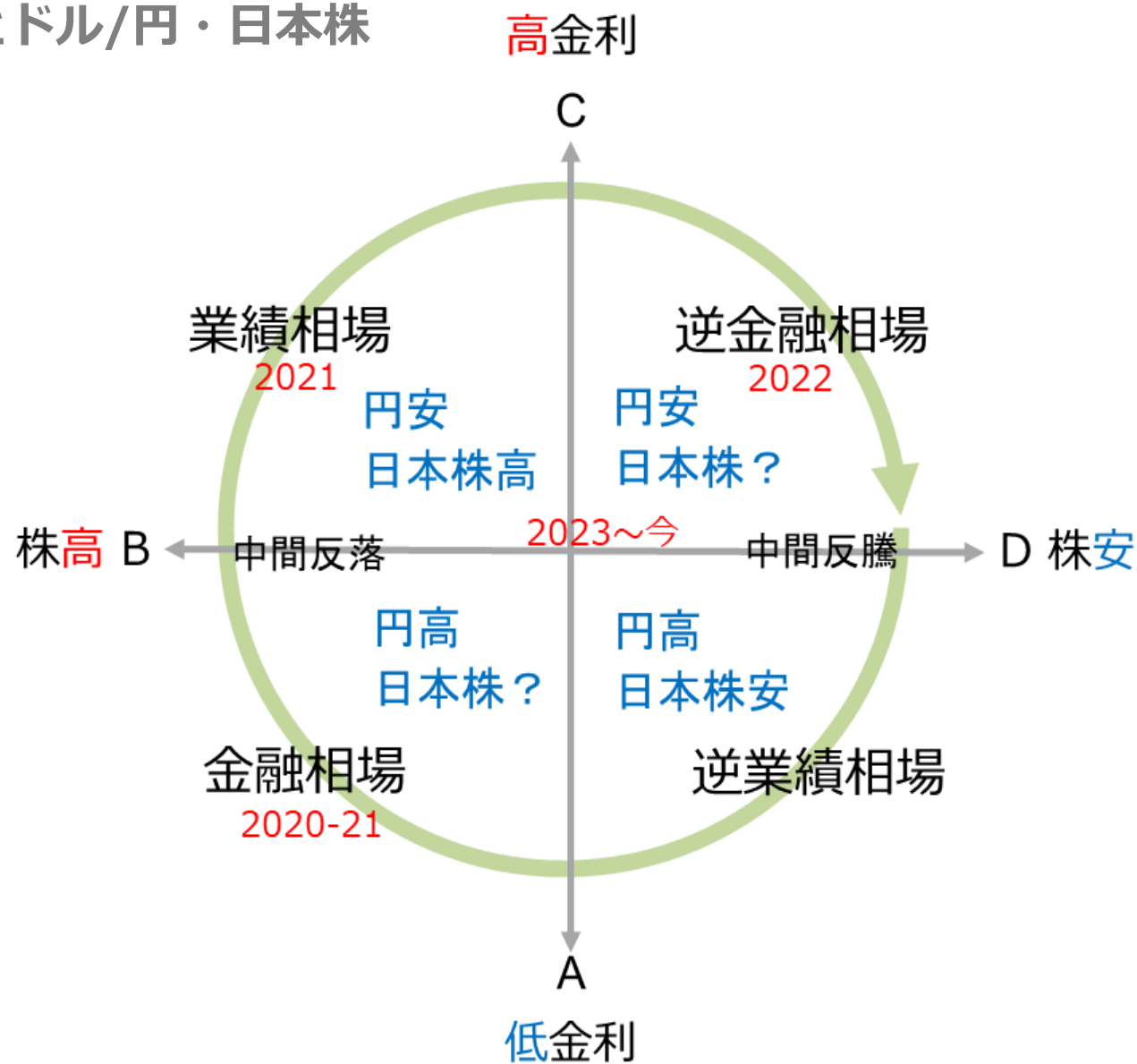


● 円安進行の背景：基本は米金利で見る

→ 利上げ局面は中長期金利、金利天井圏は短期金利差で見る

# 円相場 (2) 米サイクル

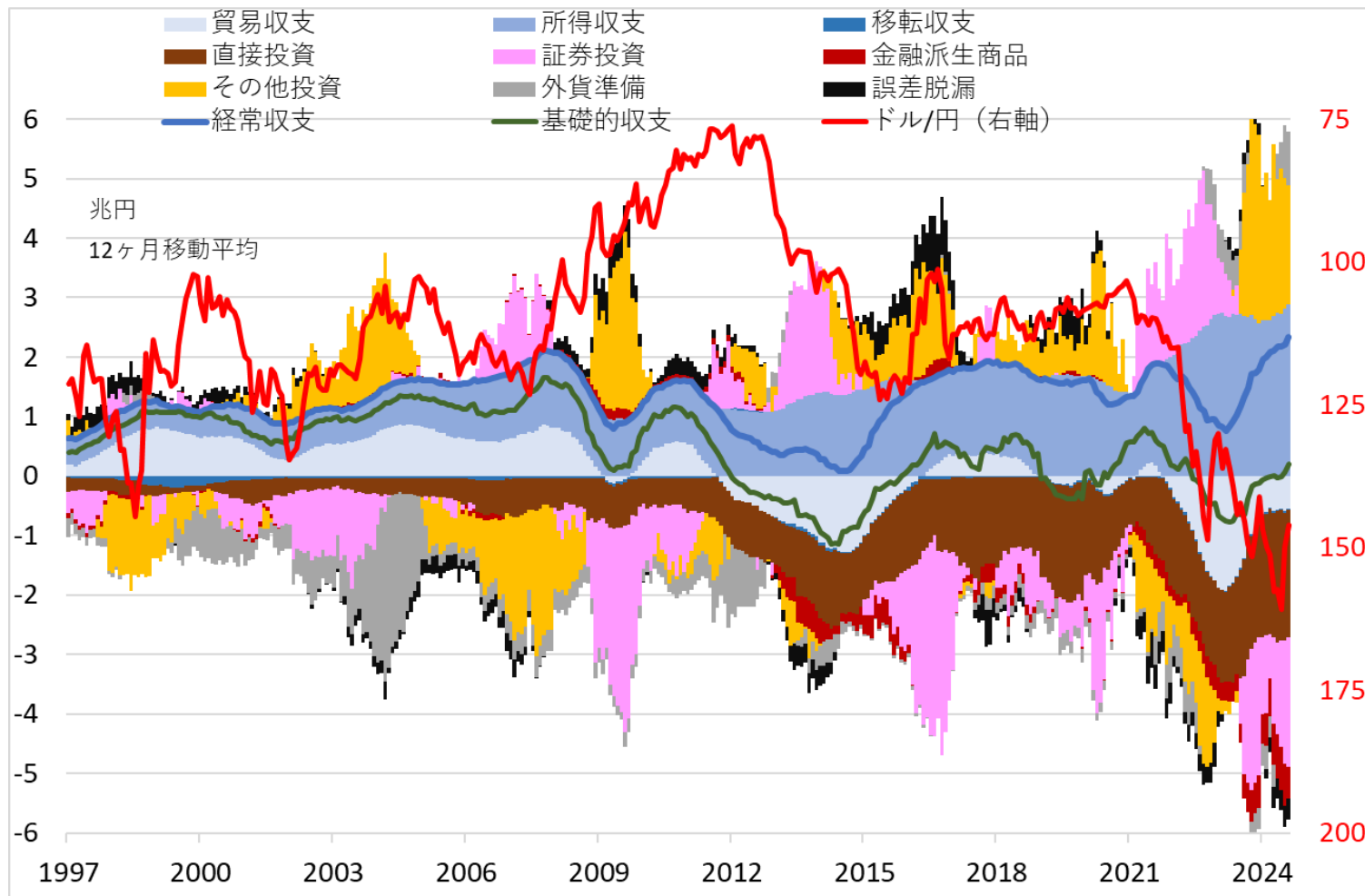
米金利・株式サイクルとドル/円・日本株





# 円相場 (3) 国際収支と為替需給

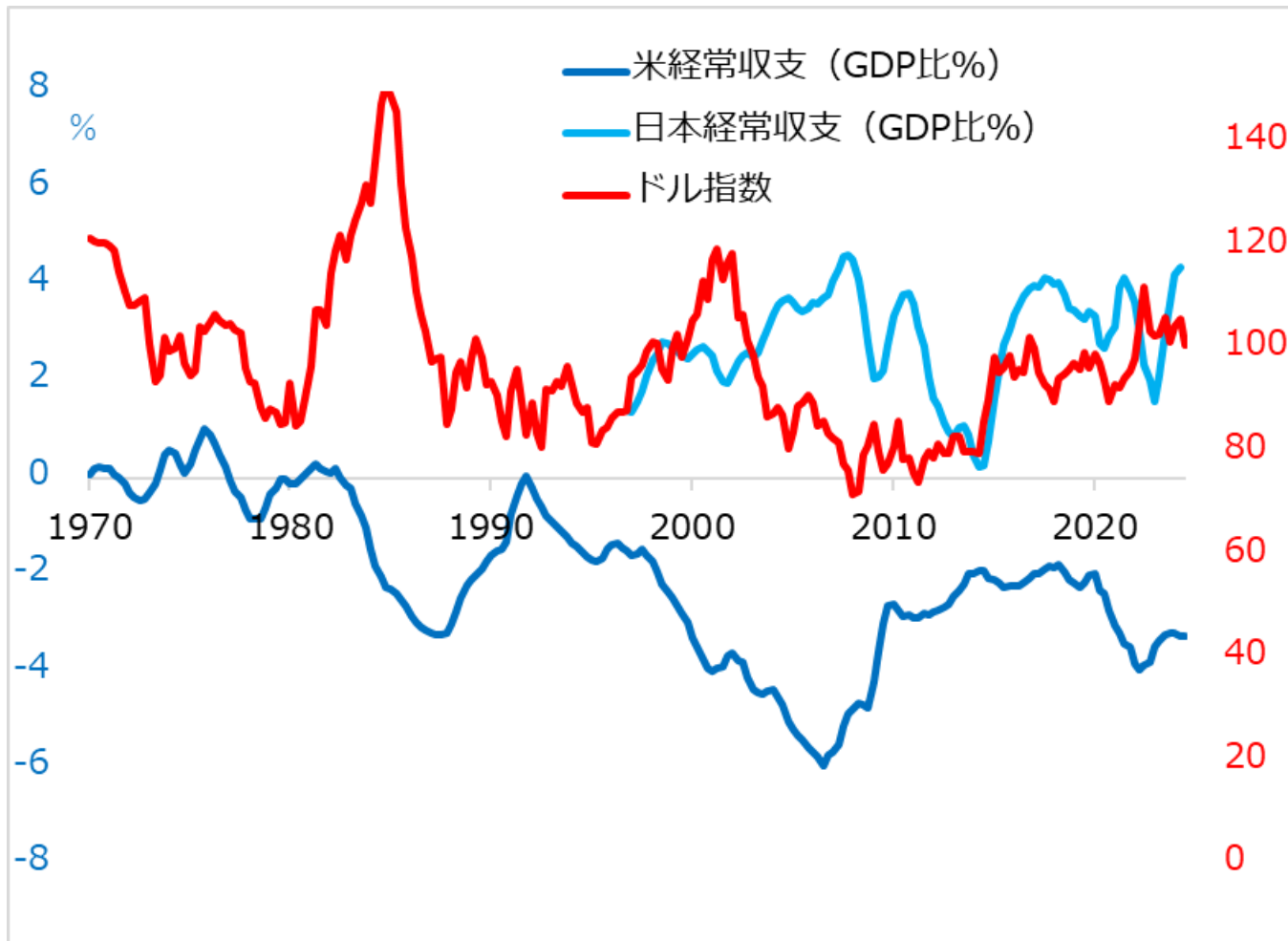
## 国際収支から見る為替需給



● 日本は、貿易赤字化、  
経常黒字の還流（円買い）限定  
→かつてほど円高になりにくい

# 円相場（4）米經常収支から見る

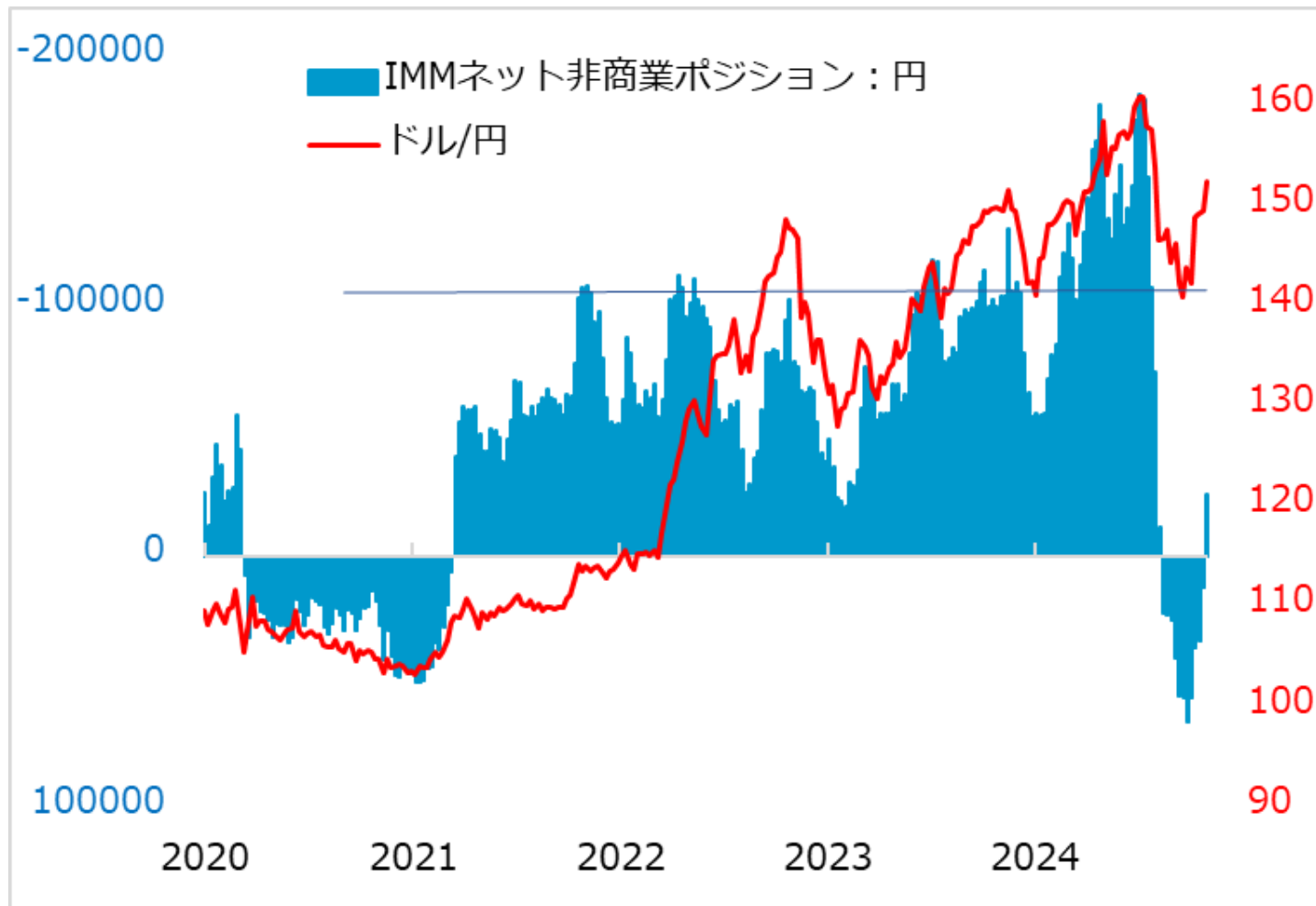
ドル相場は米經常収支とは逆相関



- **円相場を日本の国際収支だけで考えない**
    - ・ **米好況**：輸入増で經常赤字増加  
→米金利上昇でドル高
    - ・ **米不況**：輸入減で經常赤字縮小  
→しかし米金利低下でドル安
- ⇒ **円はドル・サイクルの受け皿通貨**

# 円相場 (5) 投機

## IMM 円の投机ポジションとドル/円



### ● 円売り投机が活性化

→ 米金利高止まり

日銀異次元緩和見直し一過  
為替需給...

# 円相場 (6) 為替介入と日銀政策

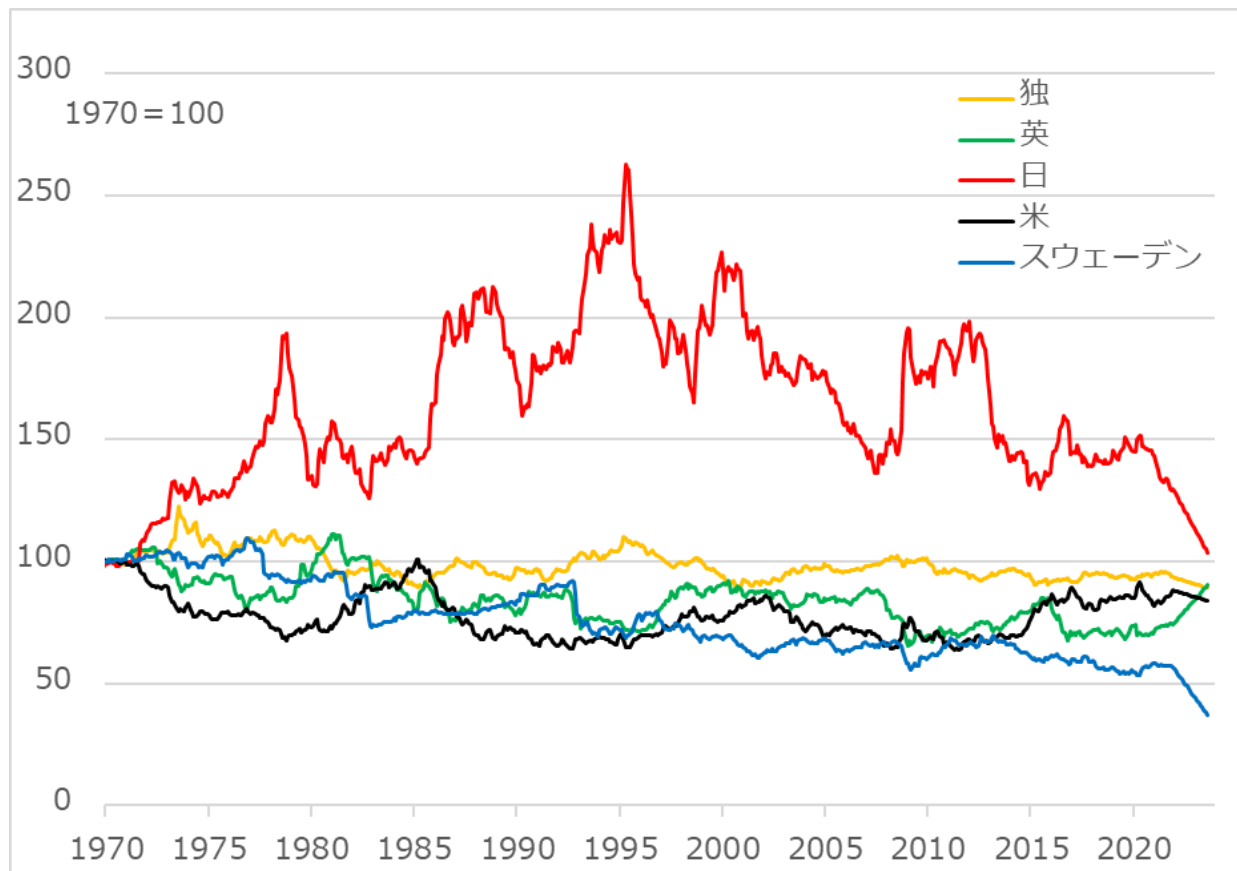
ドル/円と日銀の異次元緩和見直し (▲)、政府為替介入 (▼)



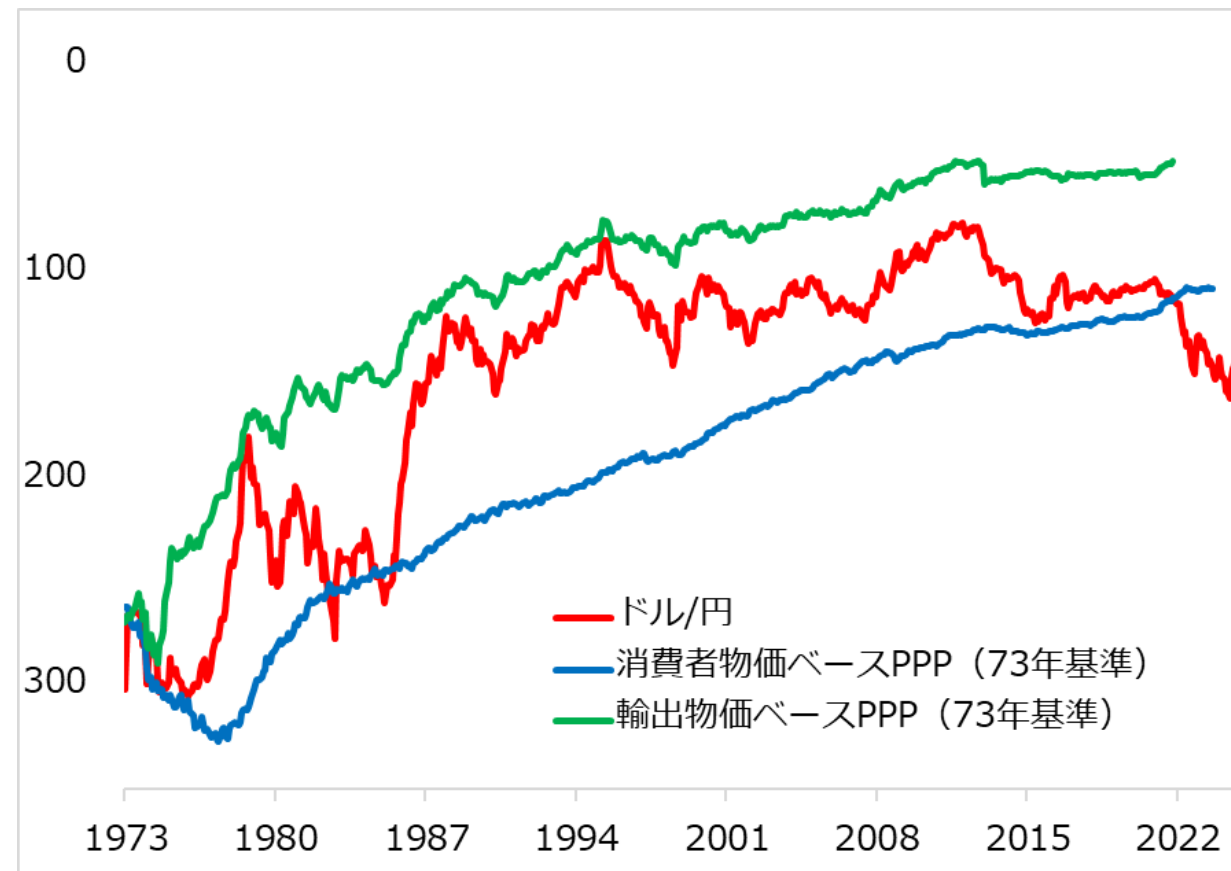
- 日銀政策の変更余地は小さい  
→金利差の為替インパクト限定  
→しかし折々投機動揺  
→ドル/円の方法は米金利次第  
米利下げと介入と日銀の  
巡り合わせ次第で為替インパクト

# 円相場 (7) 日本衰退論

## 主要国の実質実効為替レート



## 購買力平価で見るドル/円

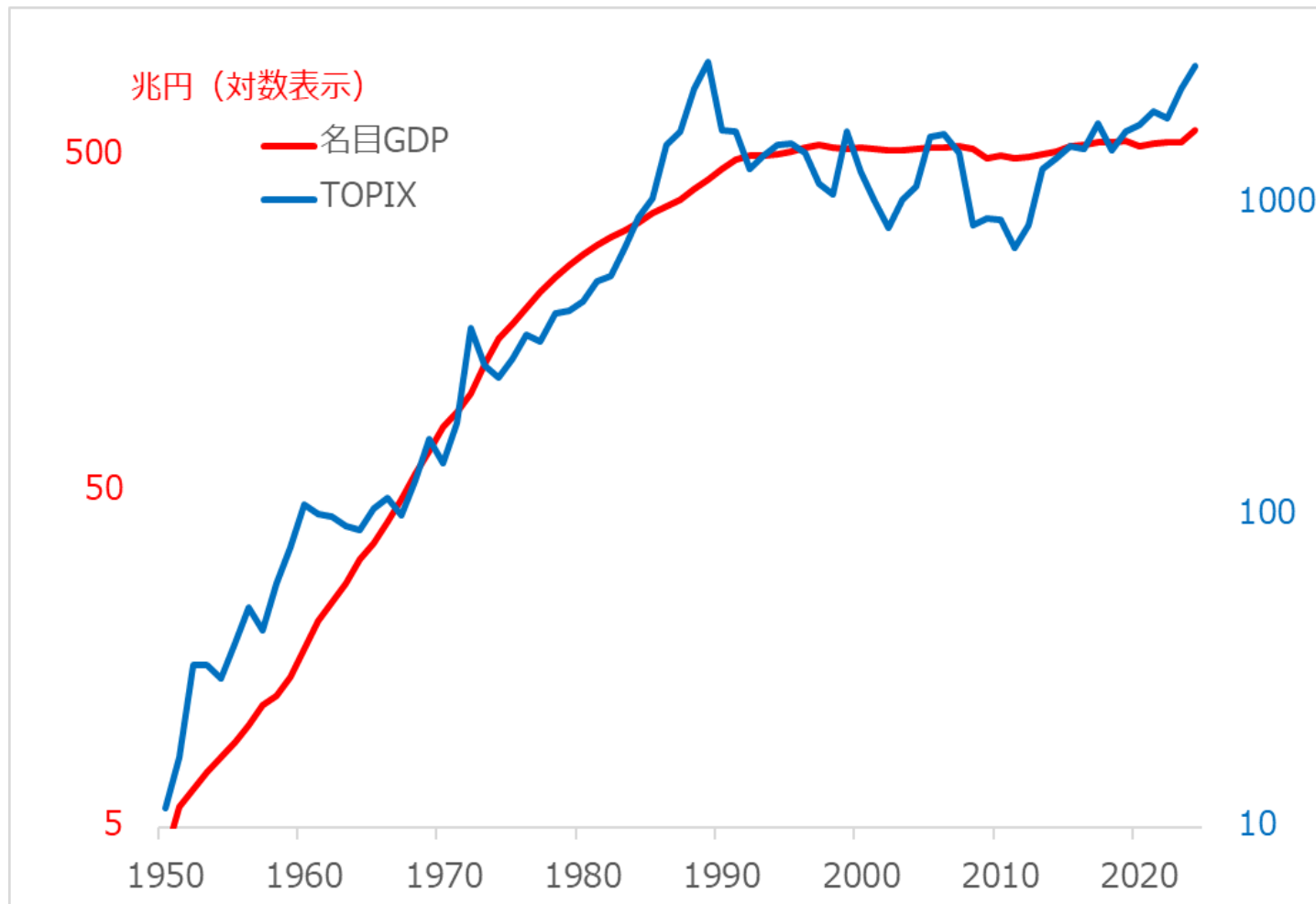


● 構造的な円安論：そもそも誤理解による誇張

→米金利主導の相場をとれない

# 日本株（1）名目GDPに沿う

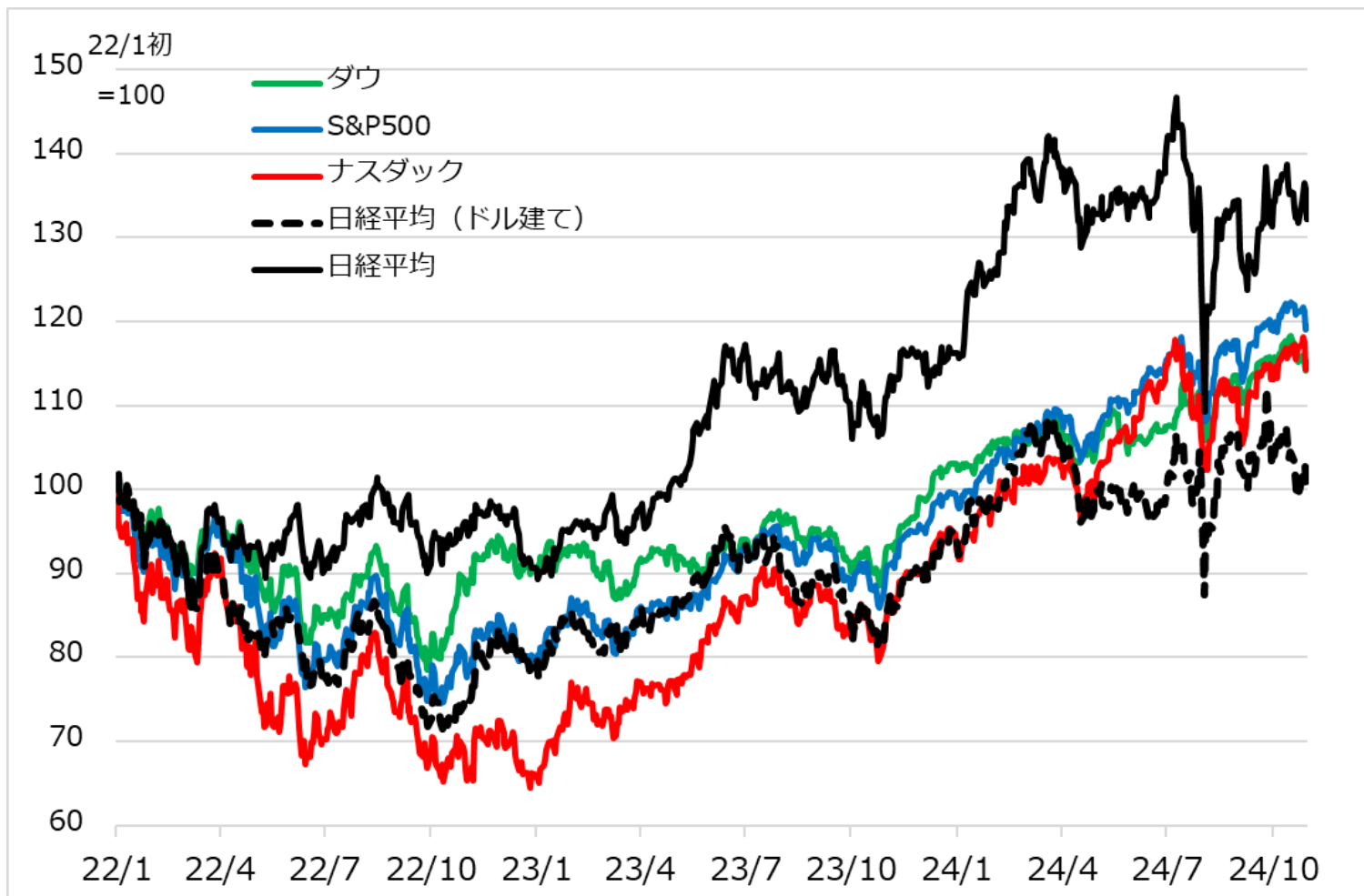
## 超長期：日本の名目GDPとTOPIX



- 日本の名目GDP上昇
- コロナ禍からの米インフレ
  - 米金利上昇で超円安
  - 日本の輸入インフレ
  - 企業の価格転嫁
  - 日本インフレ（名目GDP↑）
  - 賃上げ、企業改革の入り口

# 日本株（2）円建てとドル建て

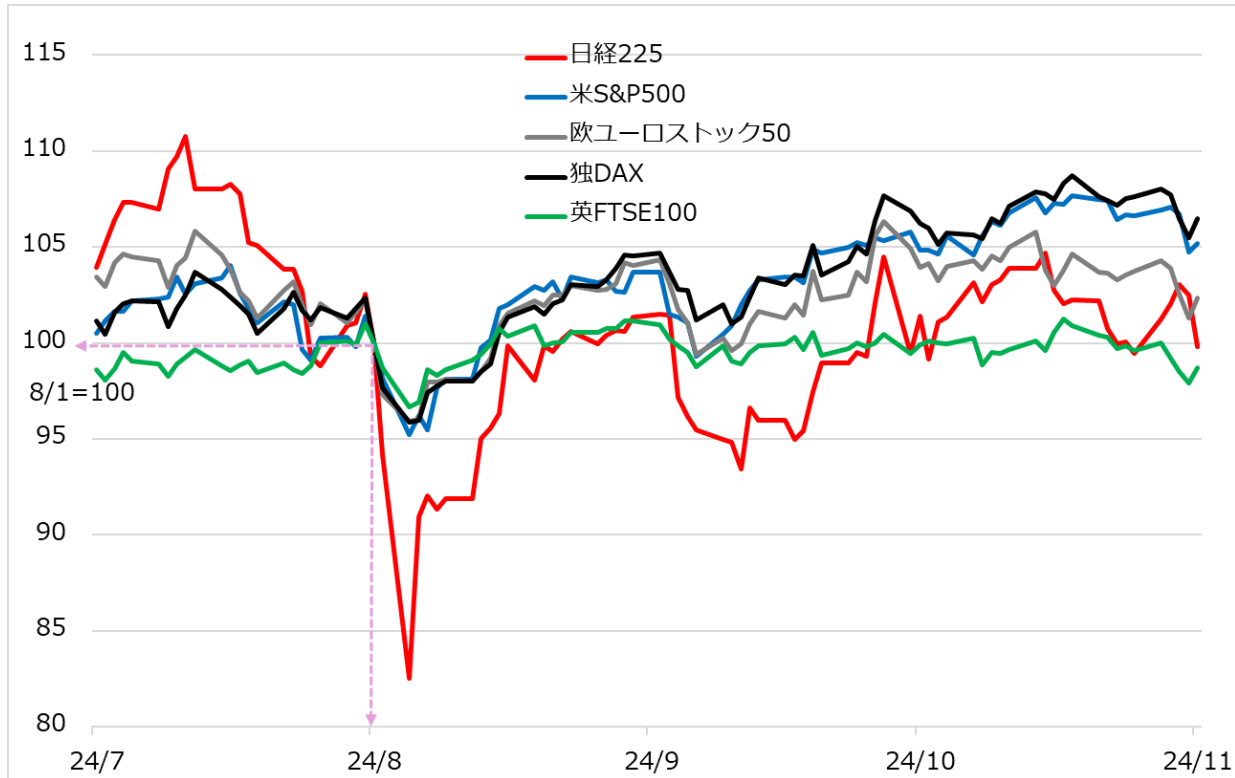
## 日本株（円建てとドル建て）vs 米株



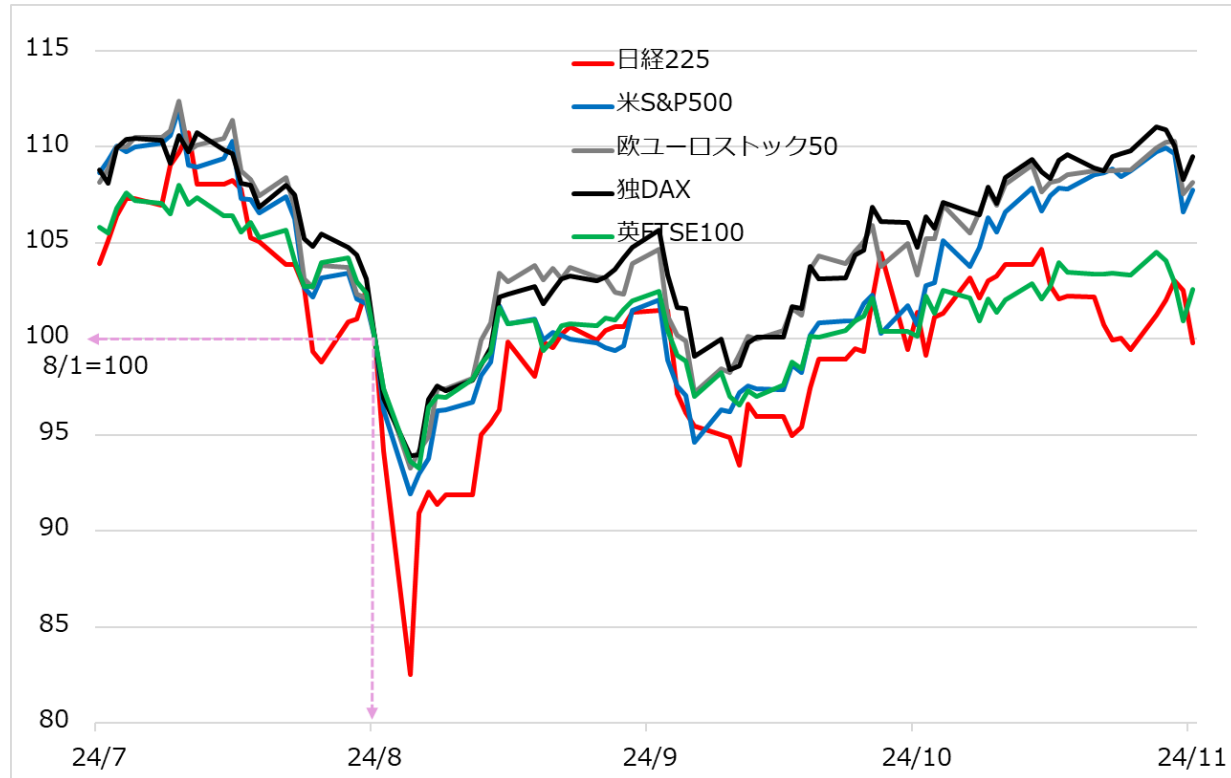
- 日本株高≒「米株高×円安」  
⇒「米株安×円高」リスクを注視

# 日本株 (3) 為替リスク

## 主要国株の自国通貨建て変動



## 主要国株の円建て変動



### ● 日本株は国内資産

→しかし、海外資産以上の二重リスク（資産そのものの相場変動と為替変動）



# 経済 (0) まとめ

## ● 米景気は10月以降一転して「しっかり」観

- ・ 米国は数カ月しっかりの可能性

米レッド・ウェーブの後押しも→しかし来年半ばから再び陰る？

- ・ 中国は景気対策による浮揚 →持続力は疑問、不良債権処理は？

- ・ 日本は米国次第。円高一服、経済対策、米中堅調なら、しばし安堵

⇒中期マクロ3シナリオ：8月(1)(3)が10月から当面(1)(2)へ揺らぎ

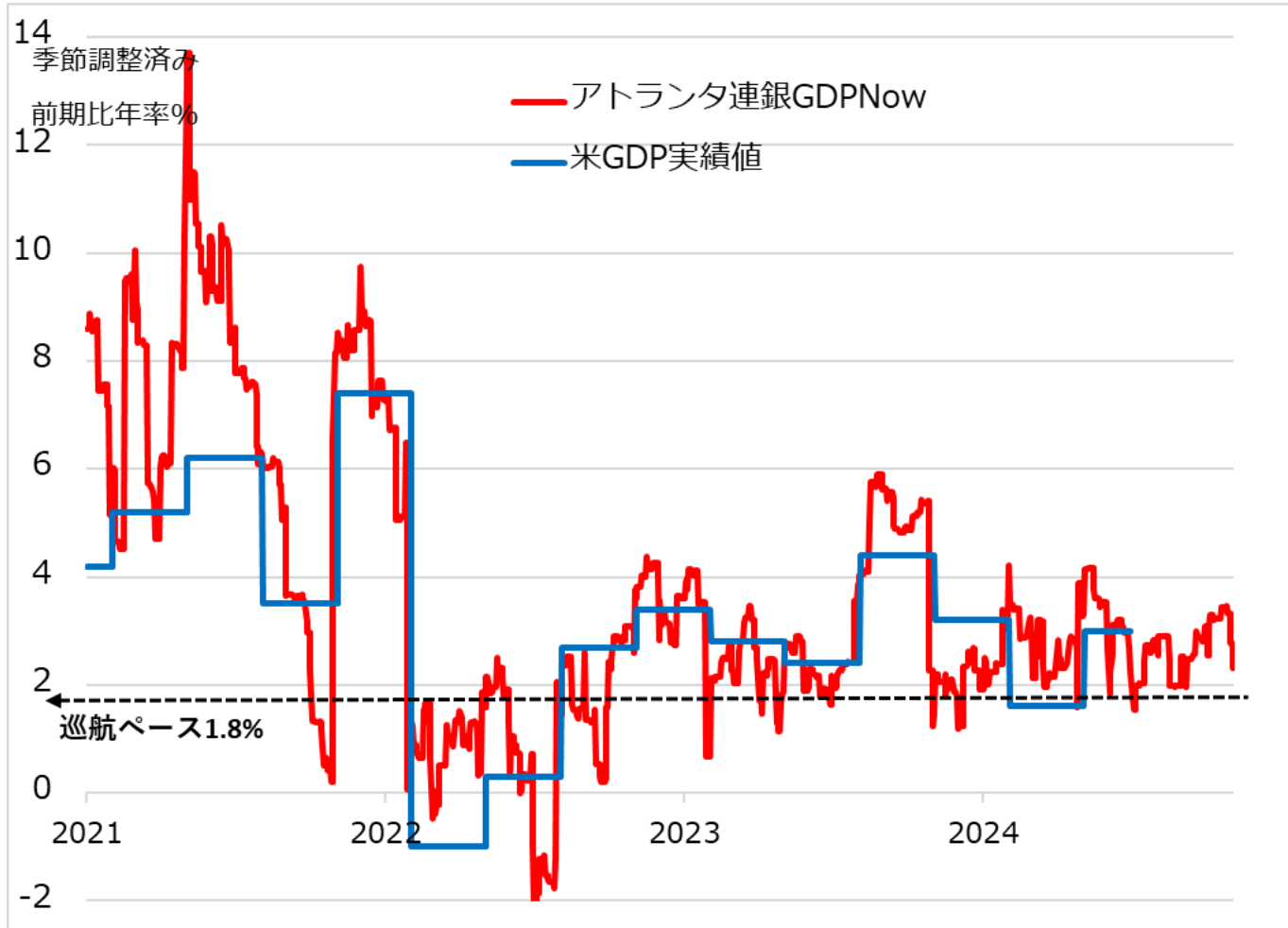
(1)景気軟着陸：インフレ控えめ、金利軟化、株はしっかり

(2)景気堅調：インフレ高め、金利高止まり、株は金利警戒

(3)景気下降：インフレ鈍化、金利低下、  
株は金利低下好感から逆業績懸念

# 経済 (1) GDP

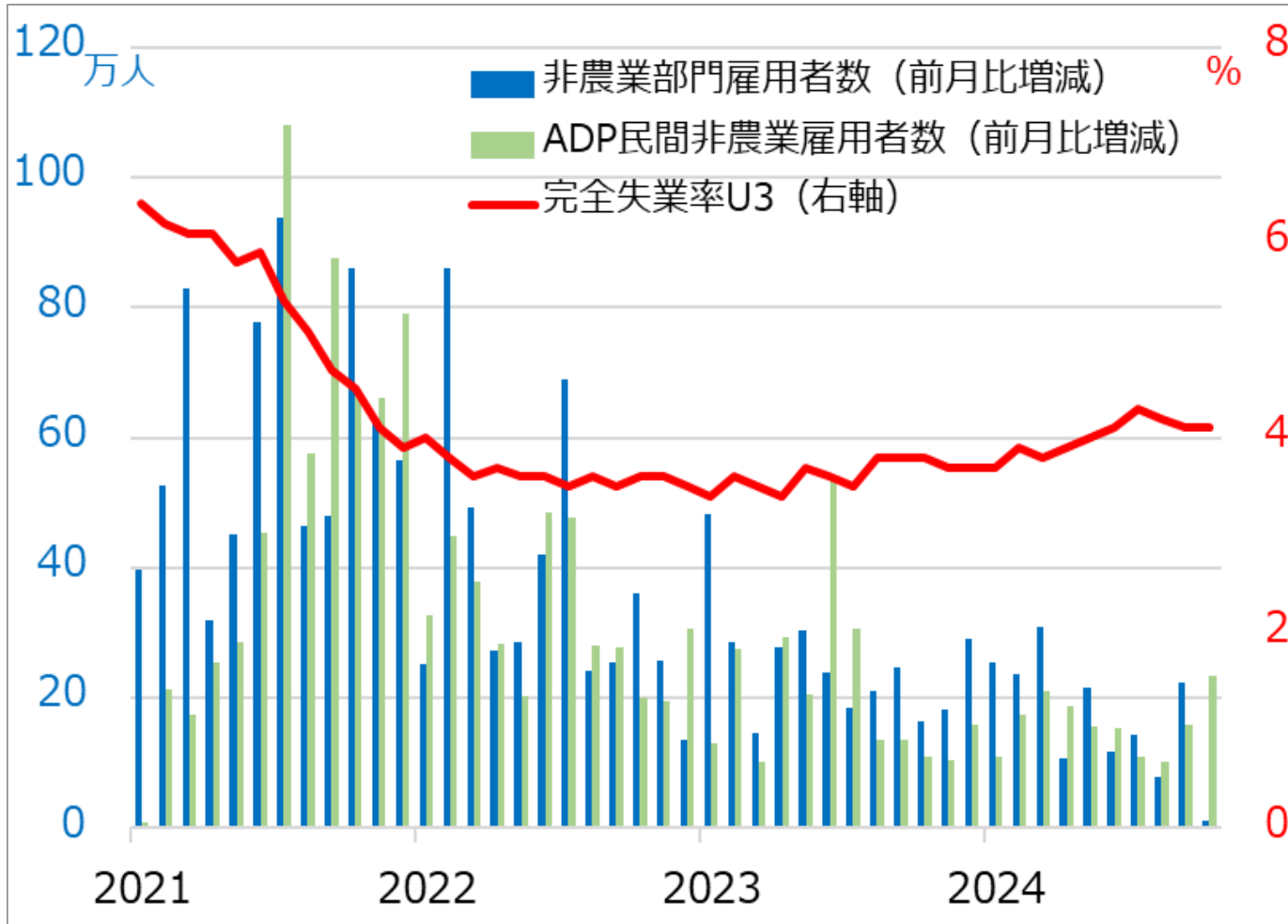
## 米GDPNowは依然しっかり



- 8月の景気悪化懸念時、  
経済指標は陰りが見えても  
水準はしっかり

# 経済 (2) 雇用

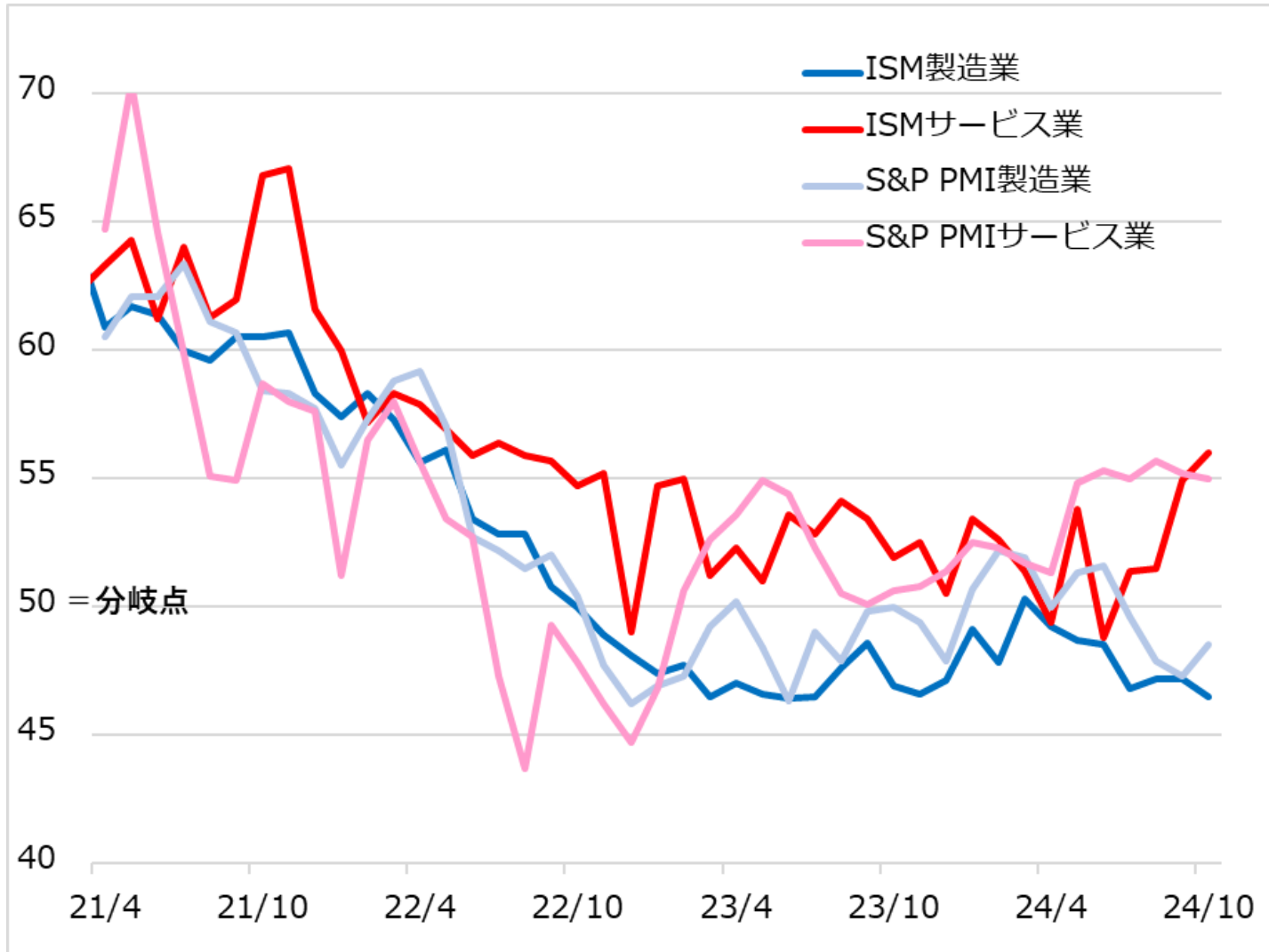
## 雇用者数の月次変化と失業率



- 雇用は8月下振れて景気悪化懸念
  - 10月全面強振れ
  - 11月災害・ストで鈍化
  - 12月揺り返しか

# 経済 (3) 企業景況

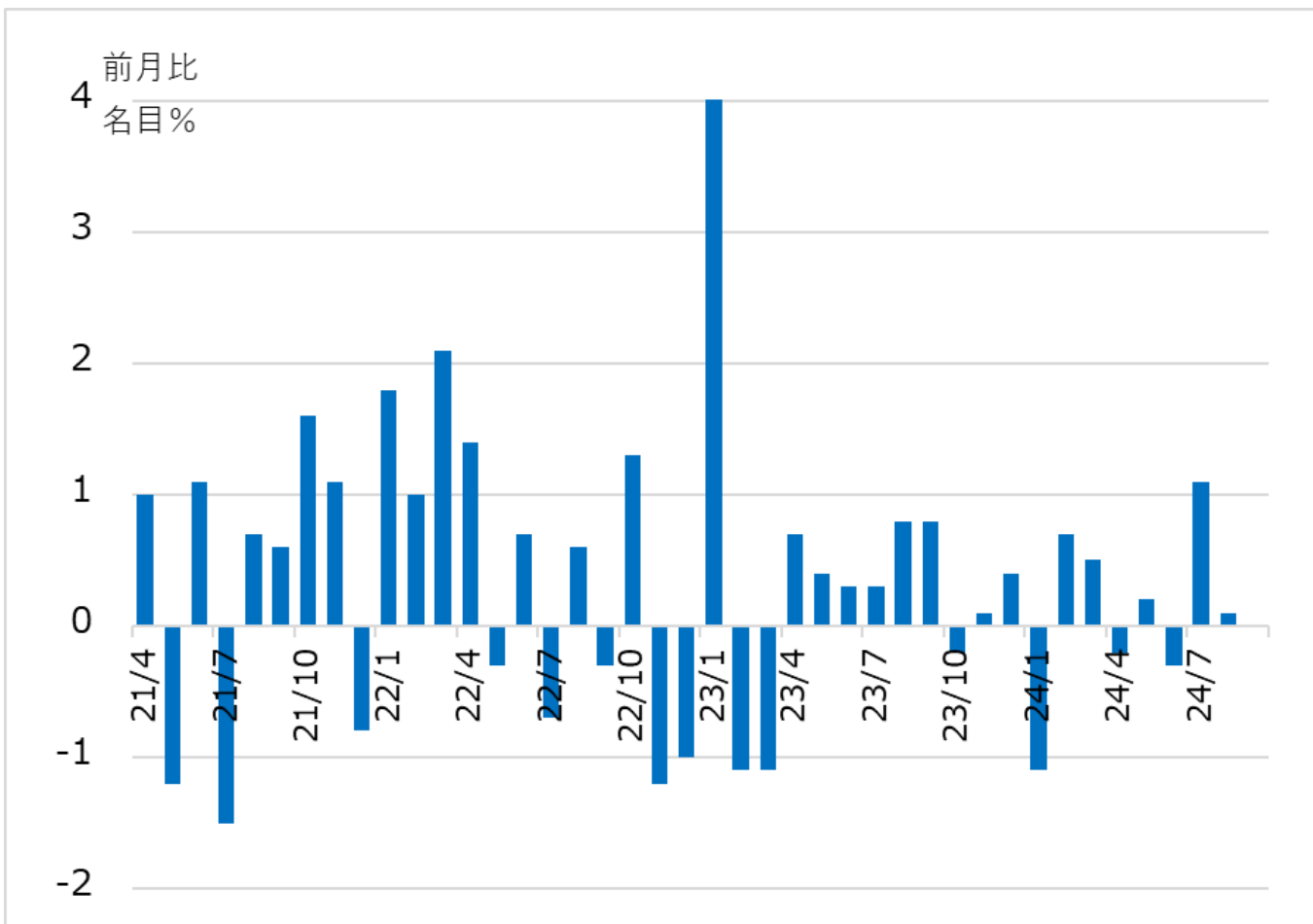
## 企業景況感



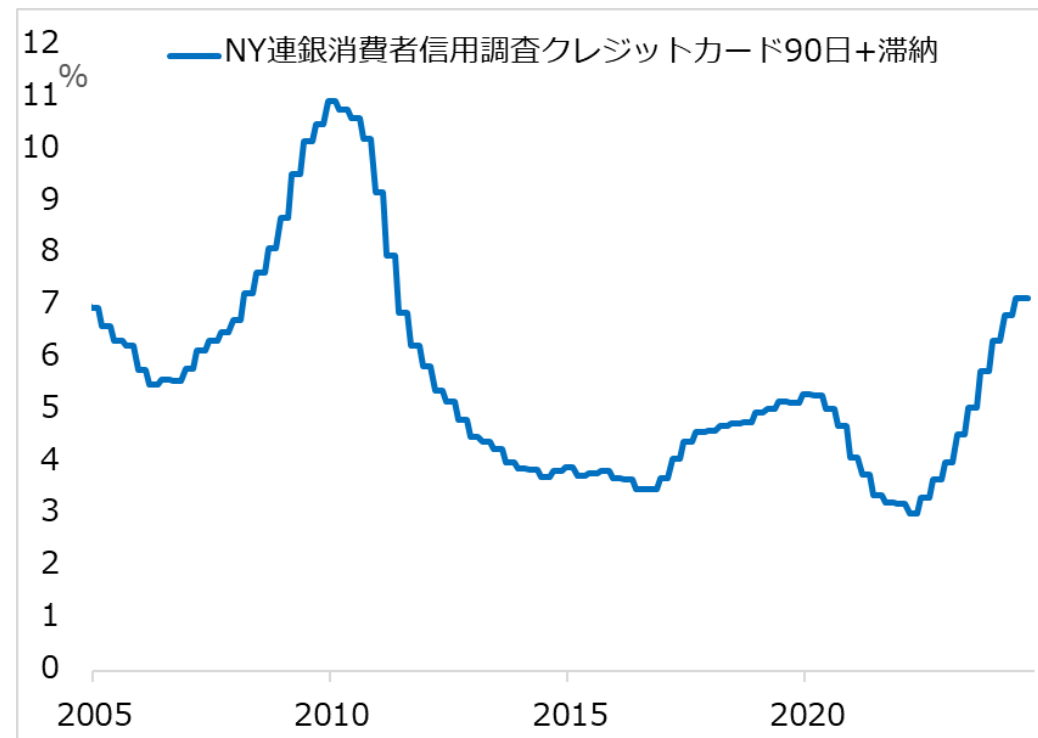
- ISM企業景況感は製造業低迷の一方サービス業が直近で急反発

# 経済 (4) 消費

小売売上：給付金使い切り、学生ローン返済の影響は？



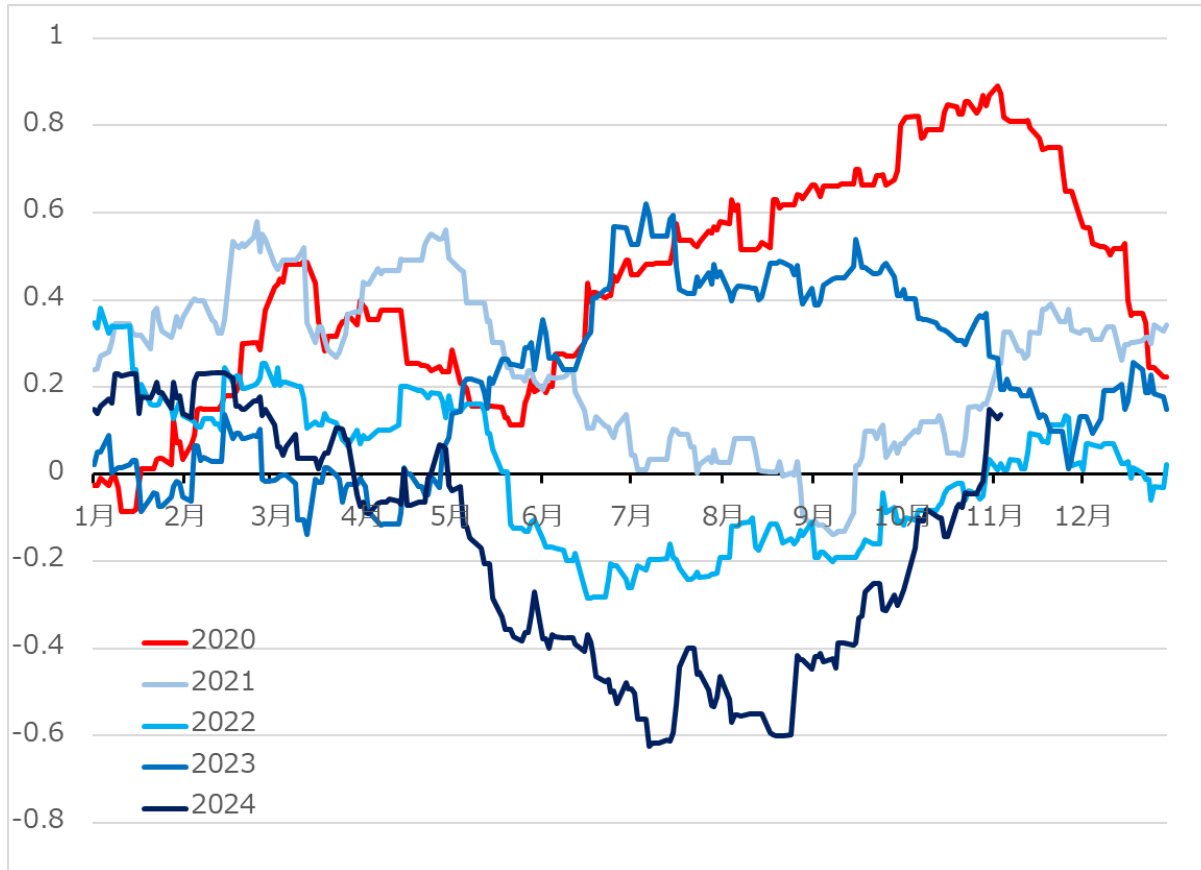
クレジットカード延滞率じわり上昇



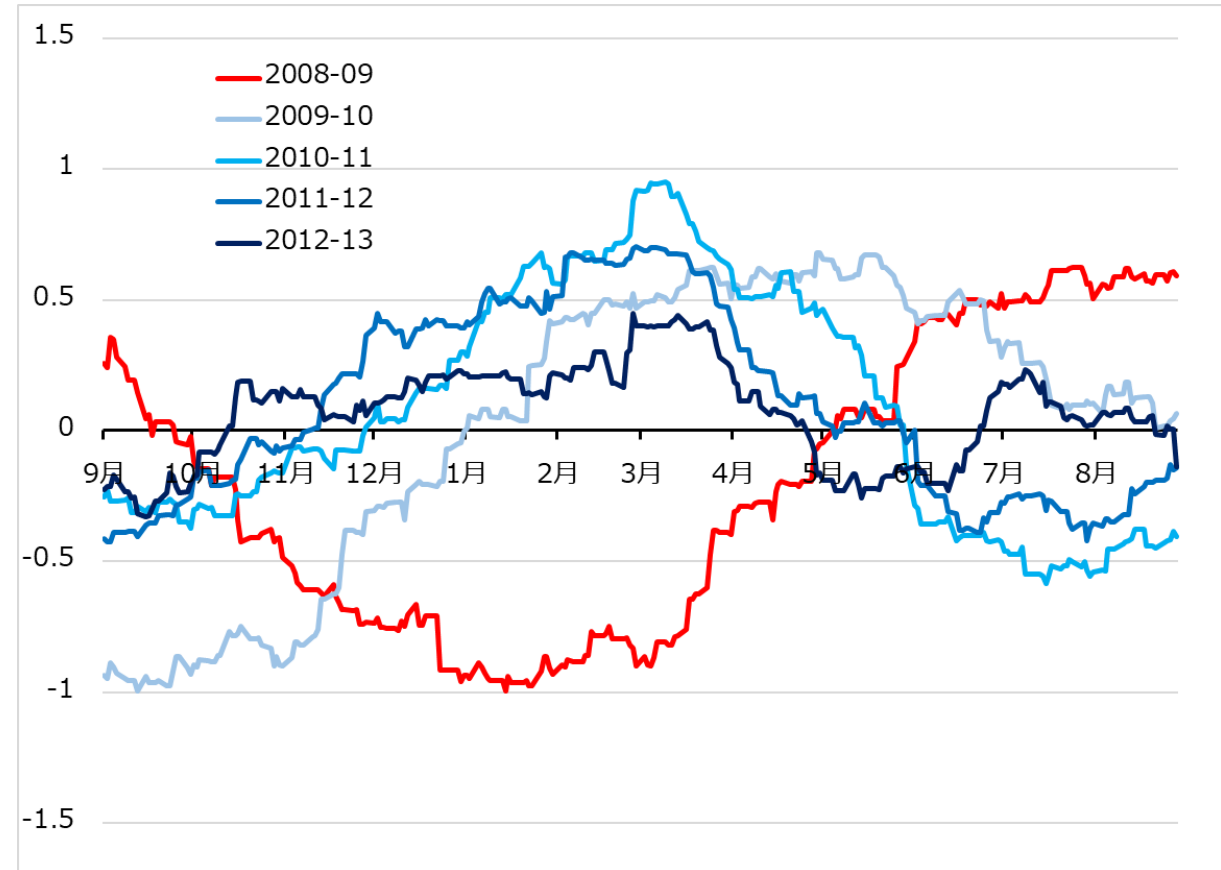
- GDP7割強の個人消費は最近まで陰りが指摘  
→足元では堅調とか...

# 経済 (5) サプライズ指数

## 米経済サプライズ指数 (2020~2024年)



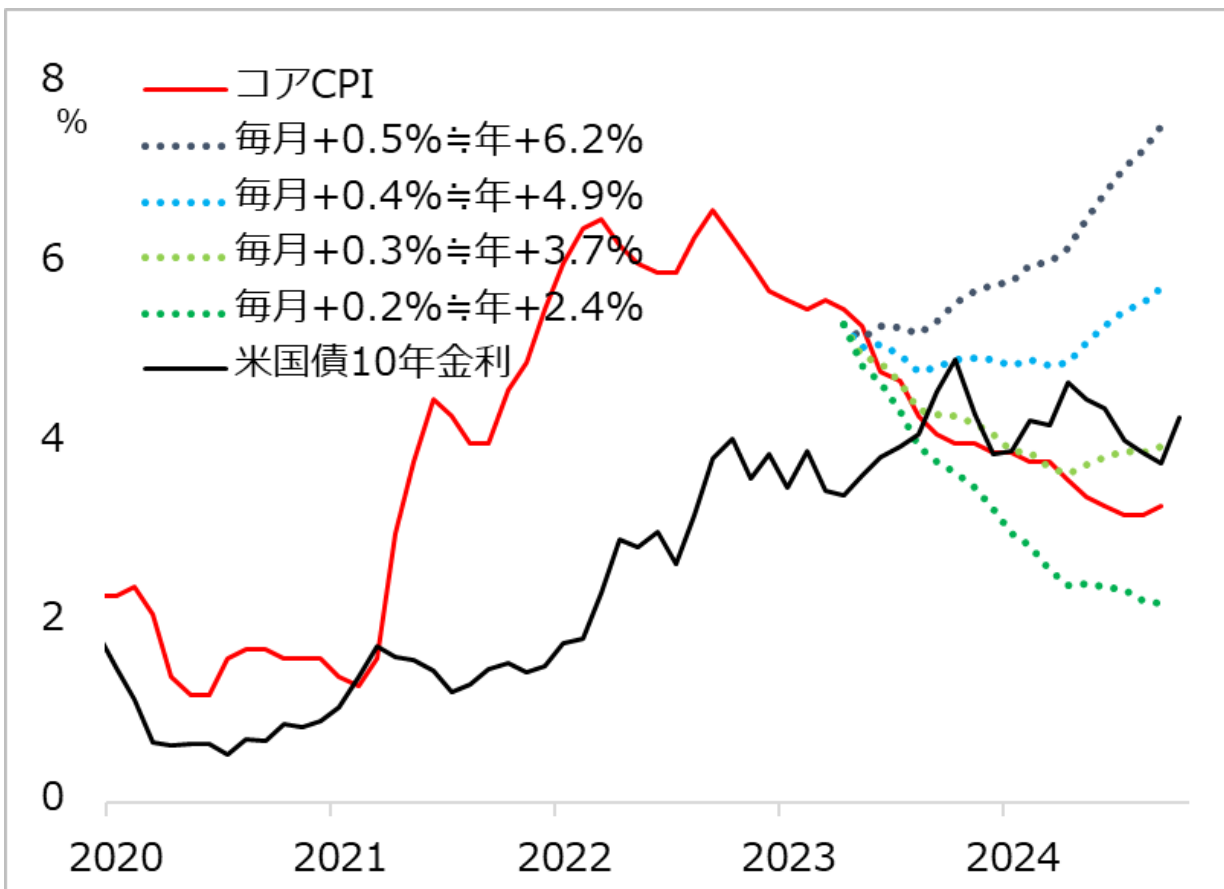
## 米経済サプライズ指数 (2008~2013年)



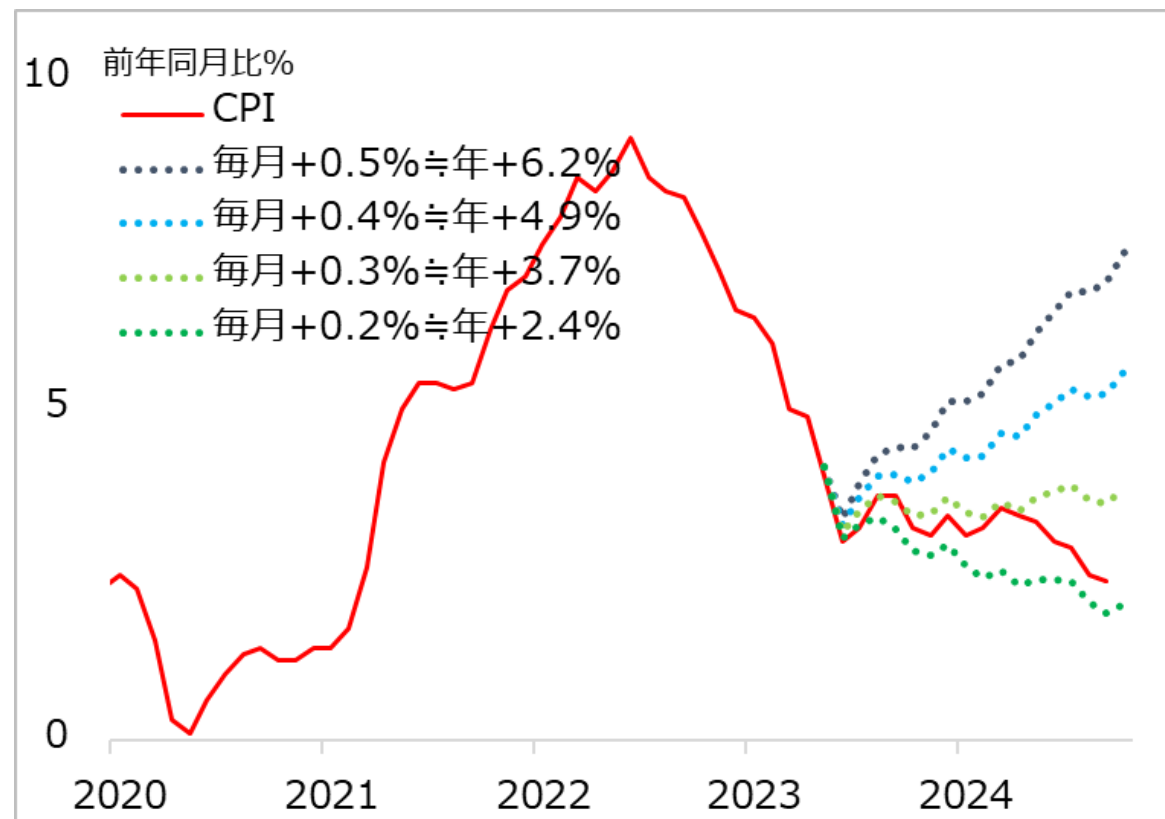
● 足元の米景気指標の強さは季節調整のゆがみが原因？

# 経済 (6) インフレ

## コアCPI：下げ渋りから減速へ



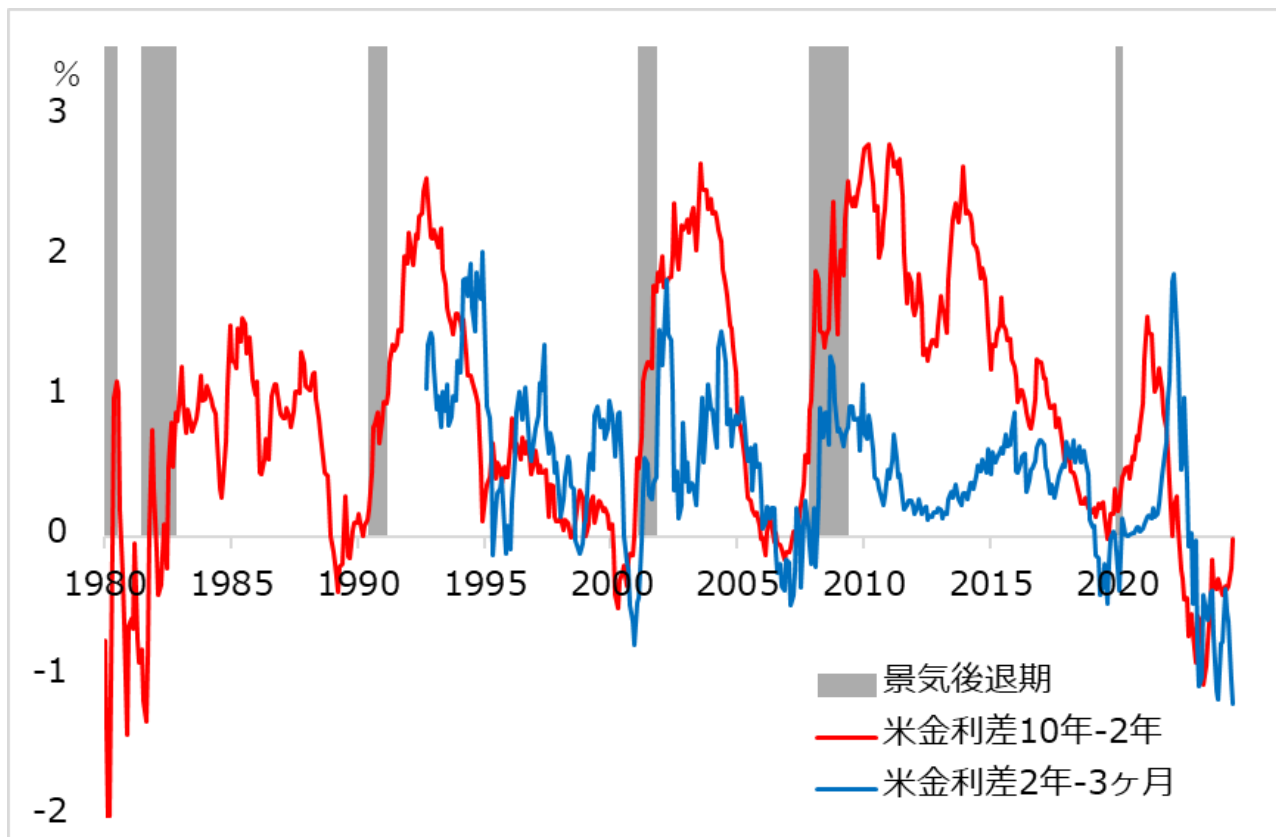
## 全体CPI：下げ渋りから鈍化へ



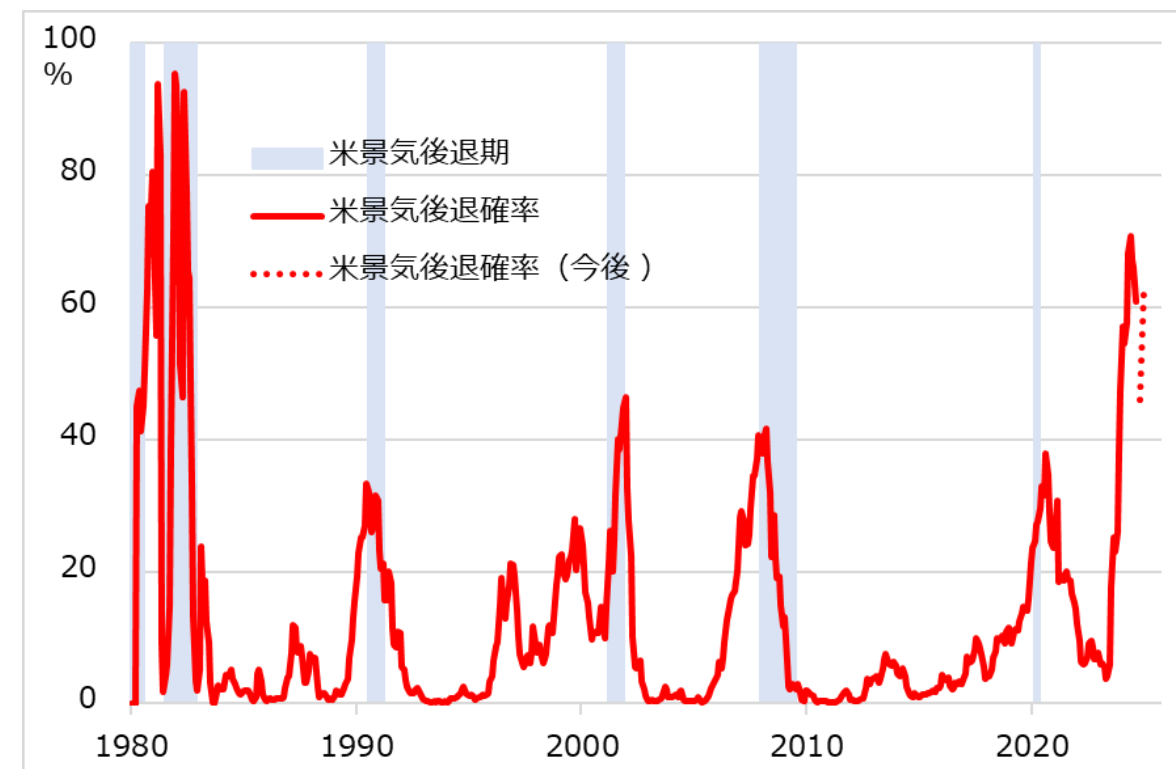
●FRBはインフレから雇用にリスクバランスをシフト →しかし景気堅調ならインフレは下げ渋る？

# 経済 (7) 景気不安指標

## 逆イールドの景気後退示唆



## 景気後退確率 (NY連銀算出)

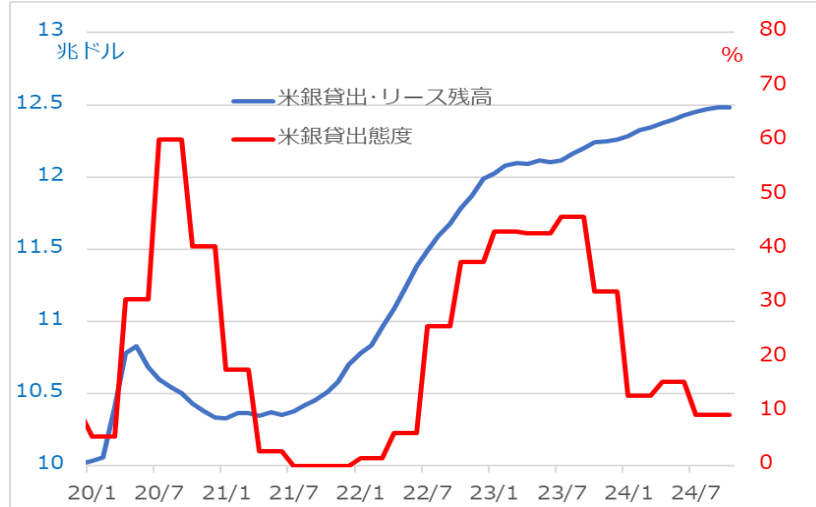


● 逆イールドの景気後退シグナルは引き続き点滅 →しかし景気悪化観測は後退

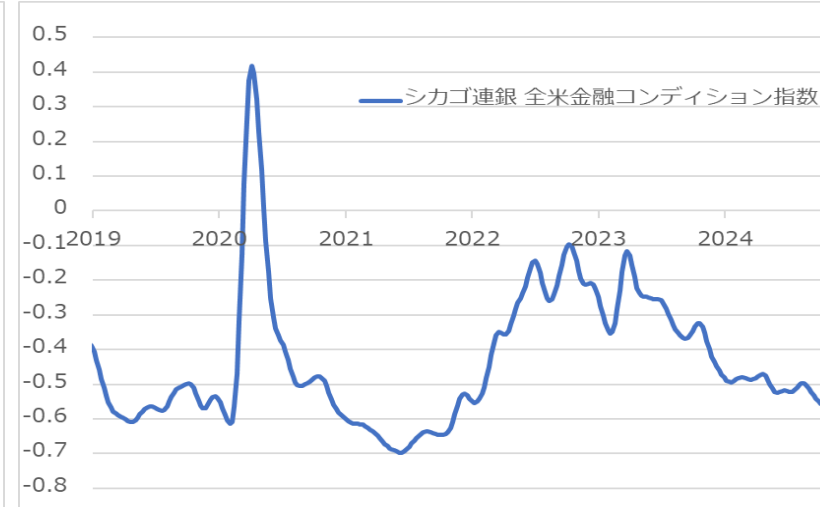


# 経済 (8) 金融不安指標

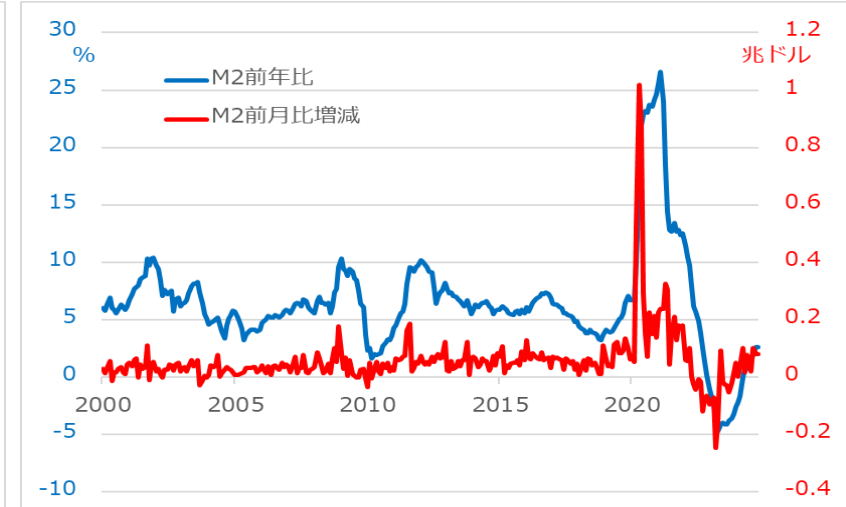
## 米銀貸出の引き締め一たび緩和



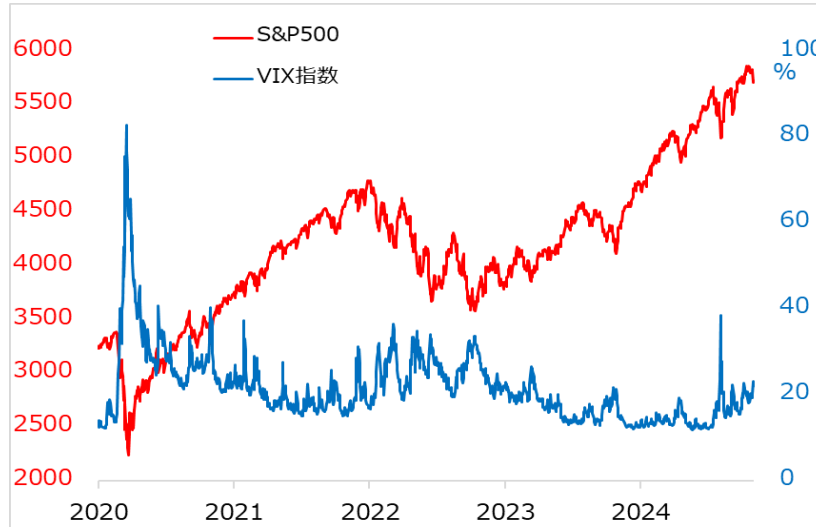
## 米金融条件も緩和 (シカゴ連銀)



## M2低下も一服



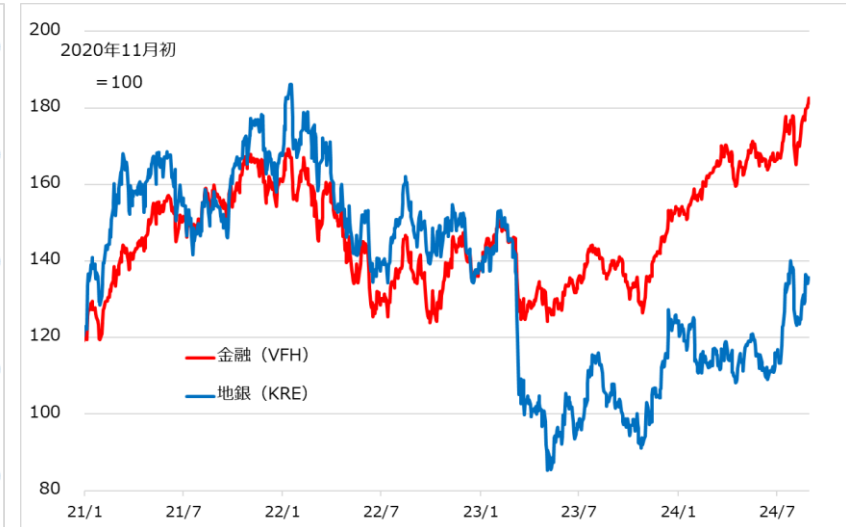
## VIX指数



## 社債信用リスク



## 地銀、商業用不動産リスク緩和?

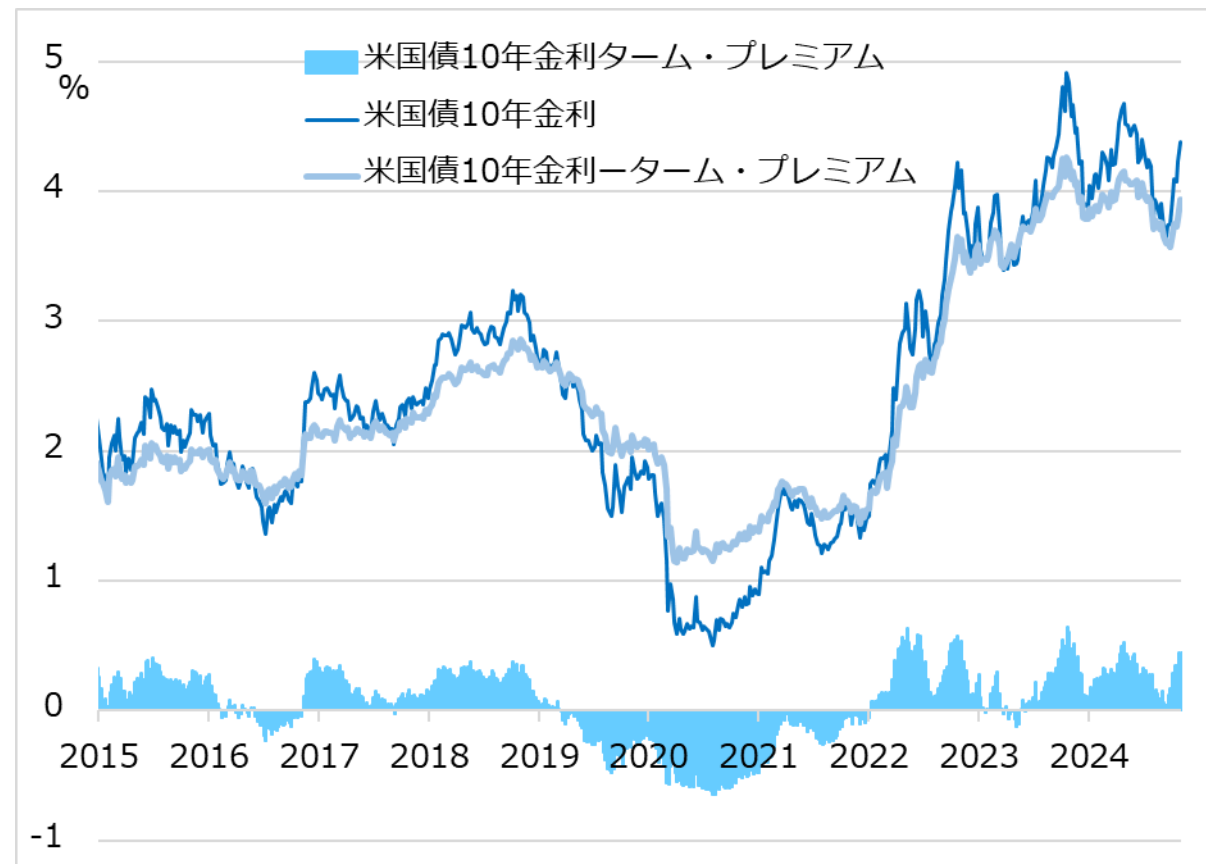


# 経済 (9) 米財政赤字

米財政赤字拡大への懸念のはずが…



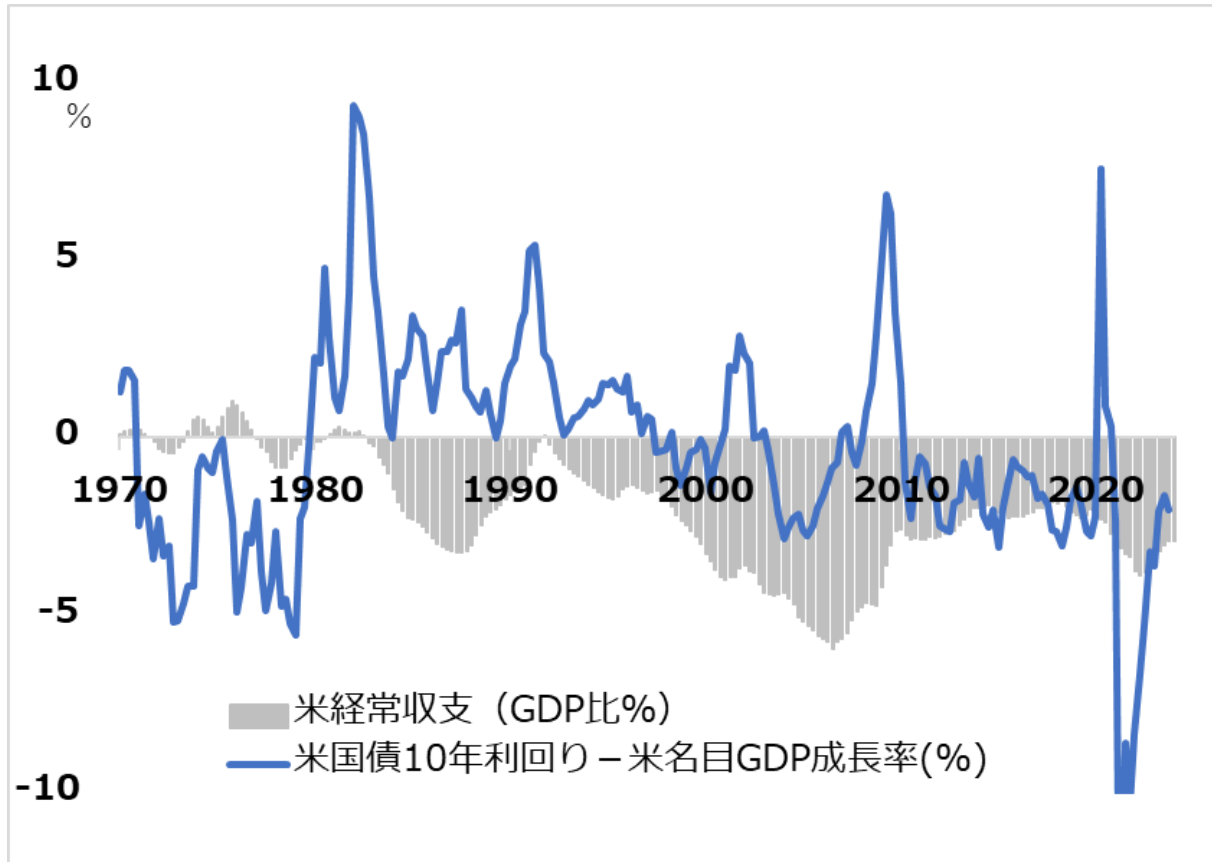
米長期金利とターム・プレミアム



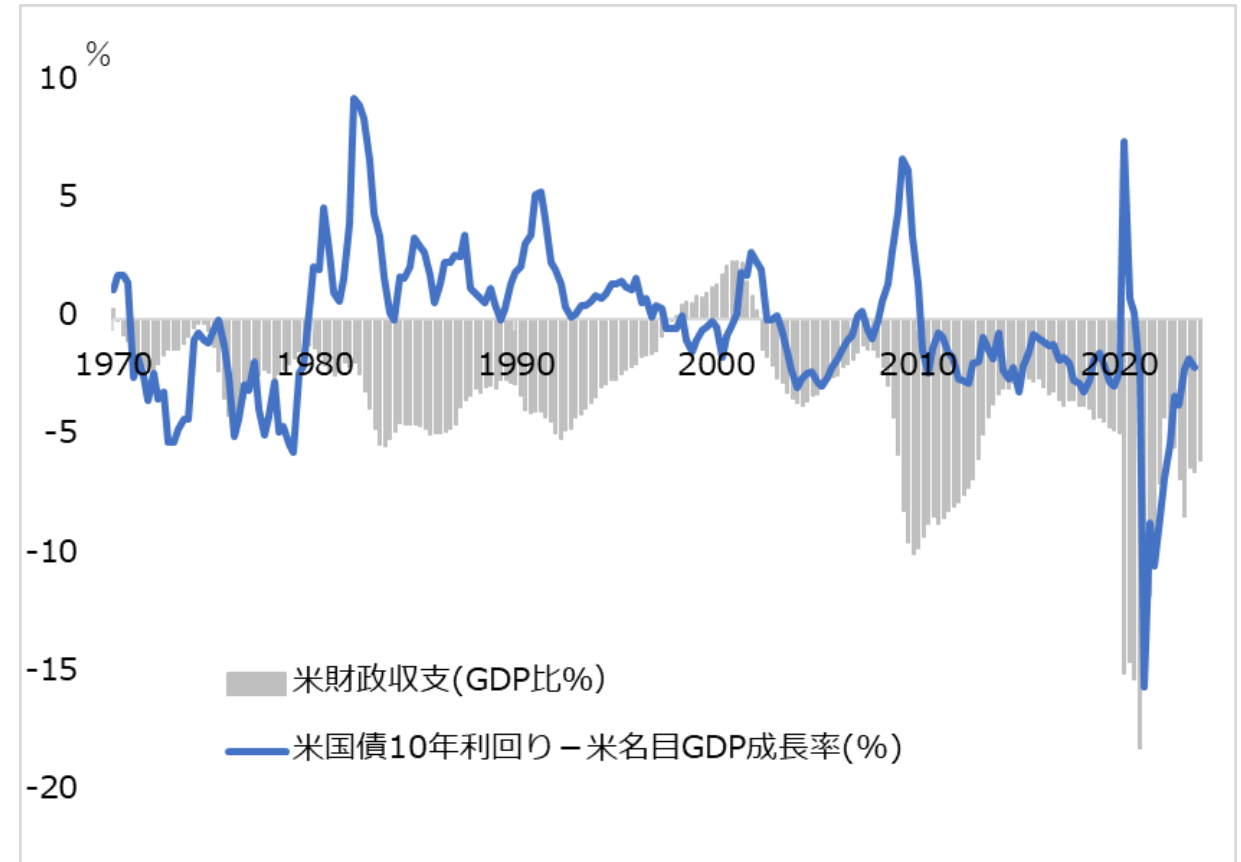
- コロナ禍からの財政赤字 → インフレに伴う名目経済拡大 → 増収増税でここまでは問題にならず → 今後は新大統領下で拡大観測 → 長期金利タームプレミアム上昇の一因

# 経済 (10) ドルの信認

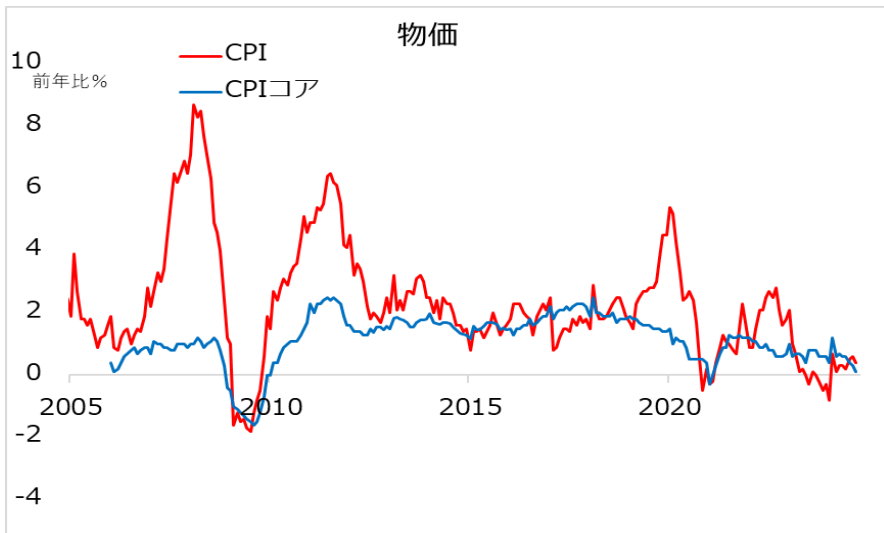
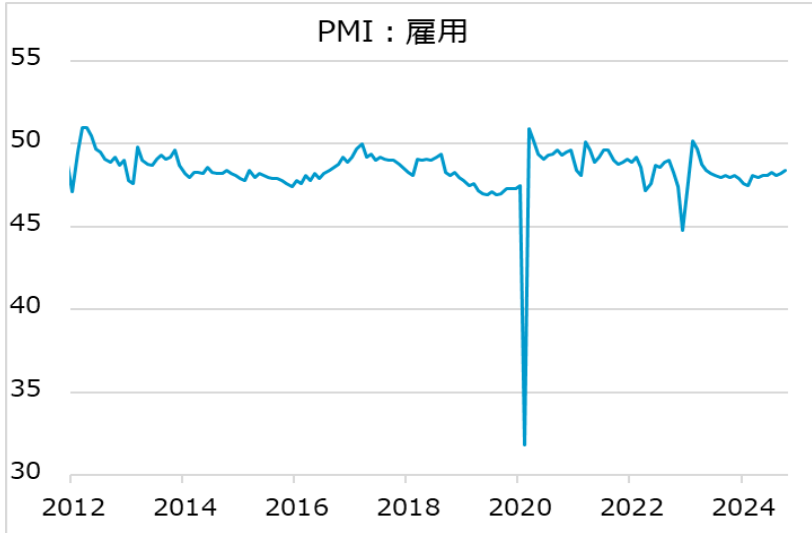
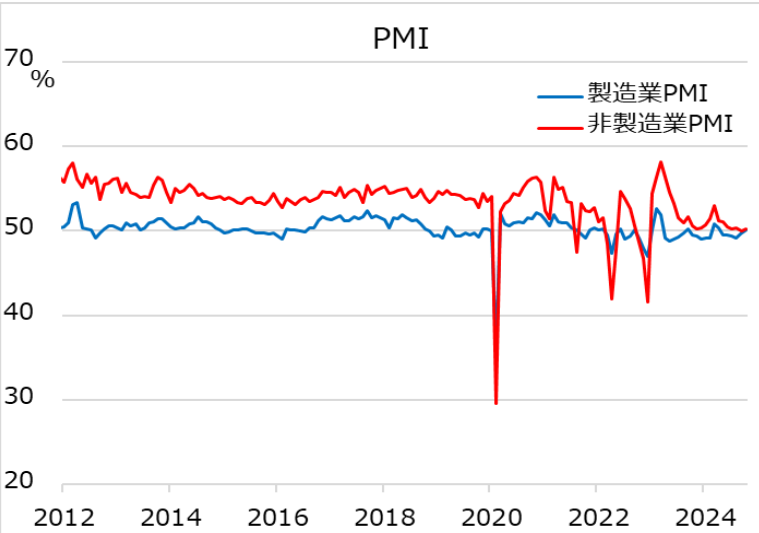
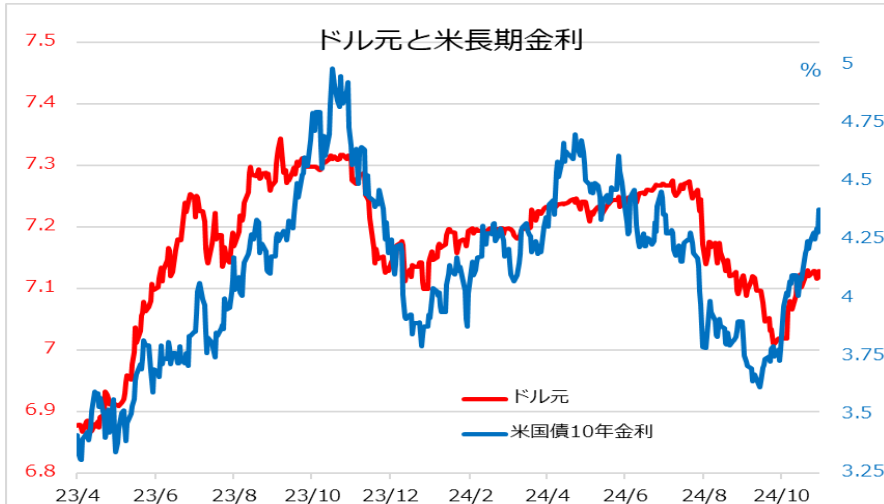
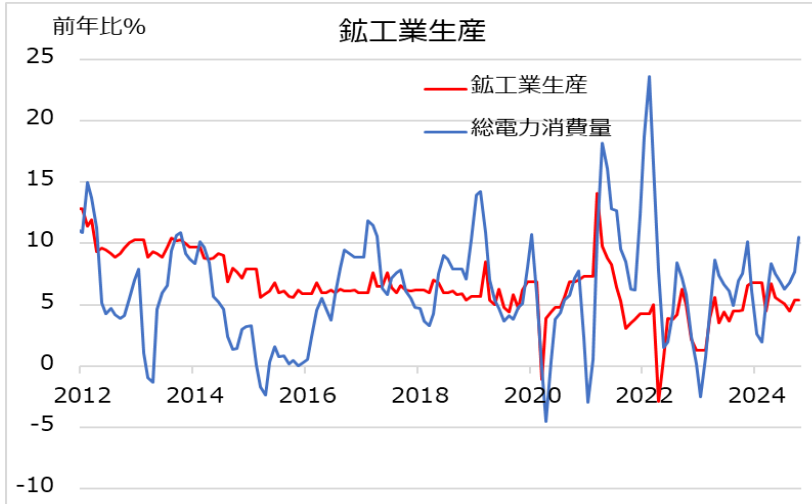
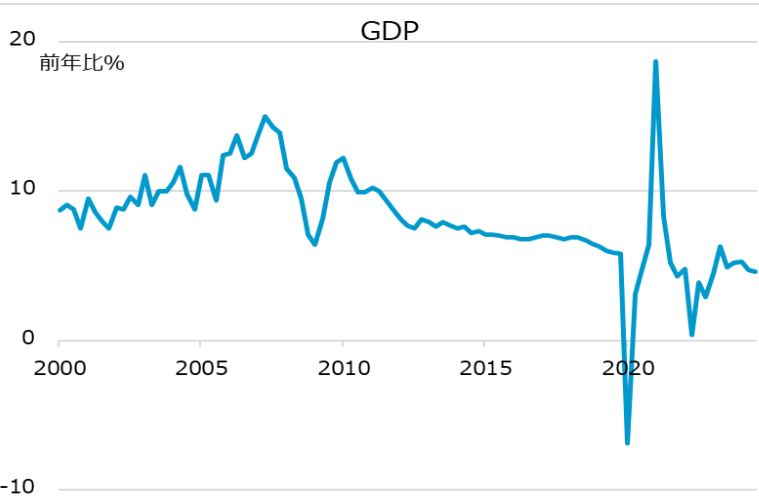
## 米国は経常赤字を賄えるか



## 米国は財政赤字を賄えるか



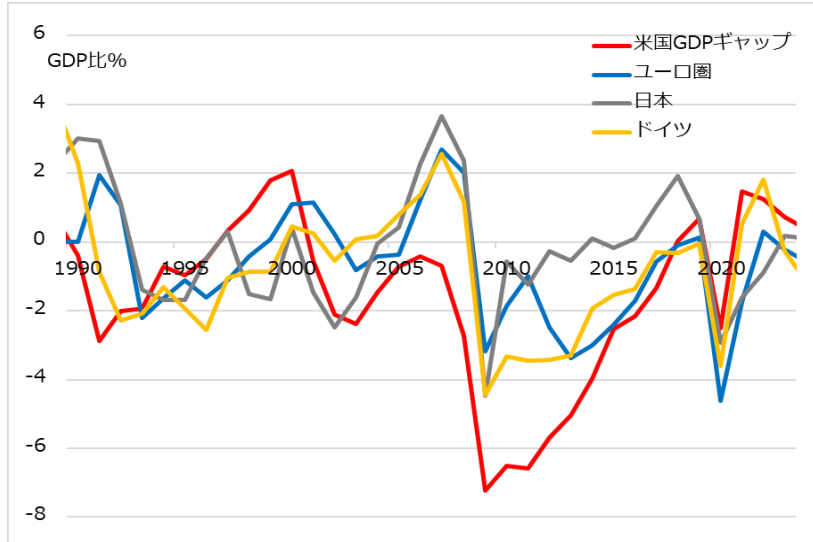
# 経済 (11) 中国



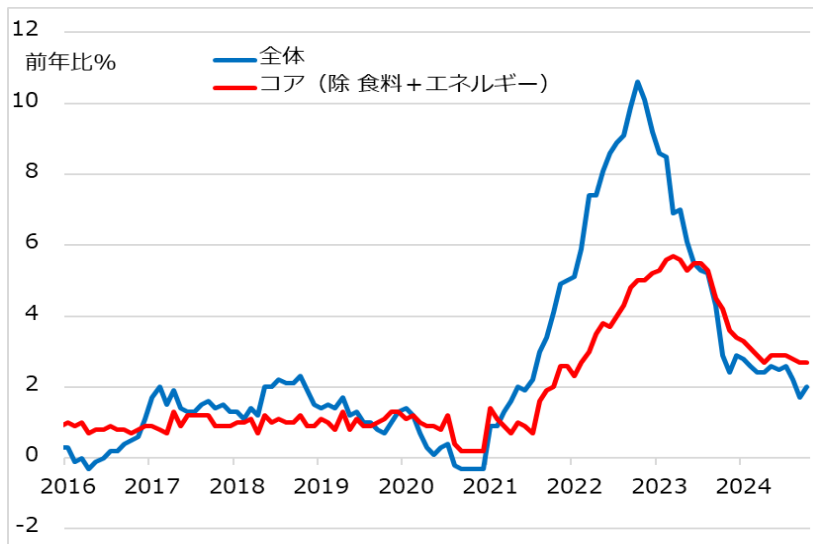
● 中国 → 不良債権処理の進展は未知数 → 経済対策による回復の持続性チェック

# 経済 (12) 欧州

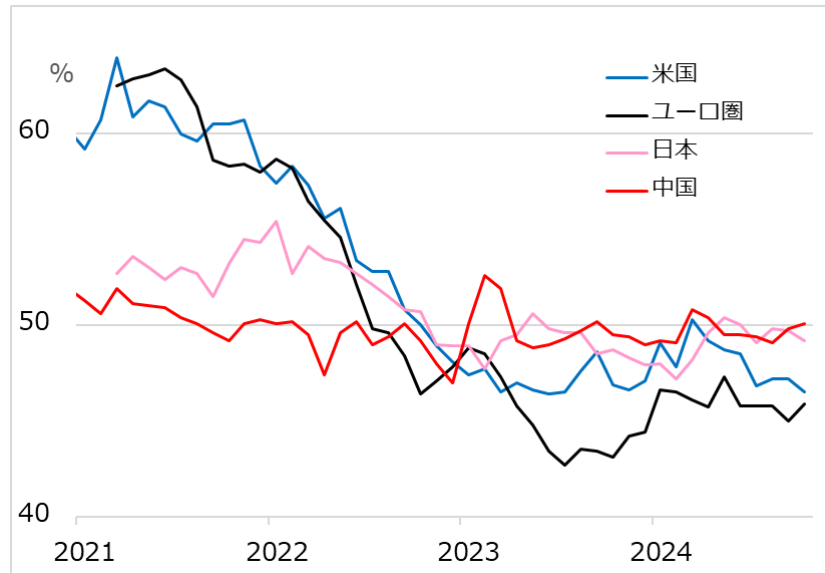
## 米欧日 GDPギャップ (IMF算出)



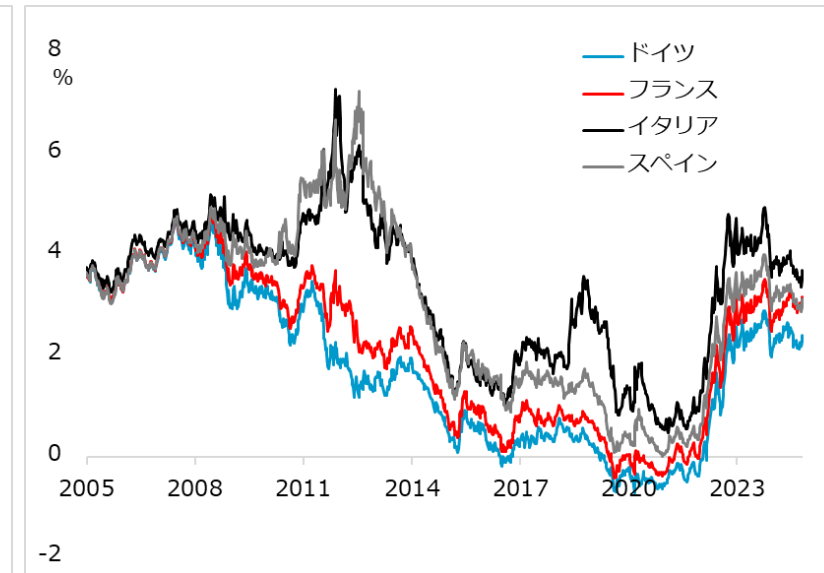
## ユーロ圏CPI



## 米欧日中 製造業景況感



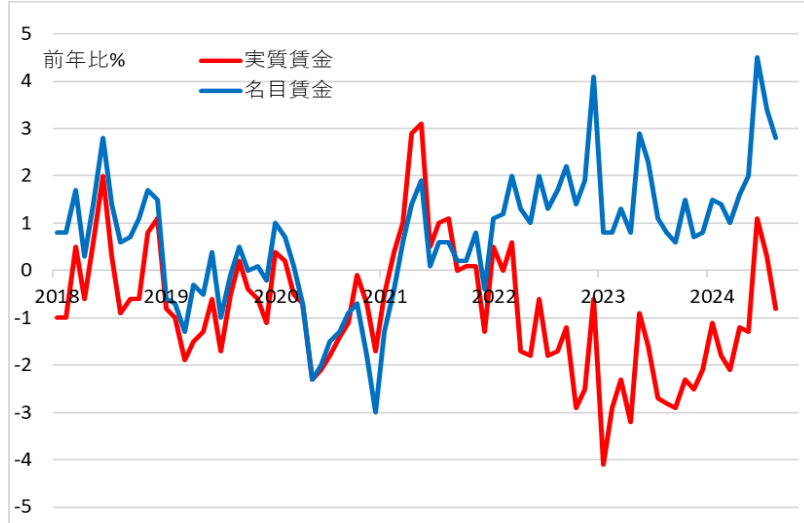
## ユーロ圏主要国長期金利



● インフレ鈍化、景気の足踏み (特に独) で利下げを志向

# 経済 (13) 日本

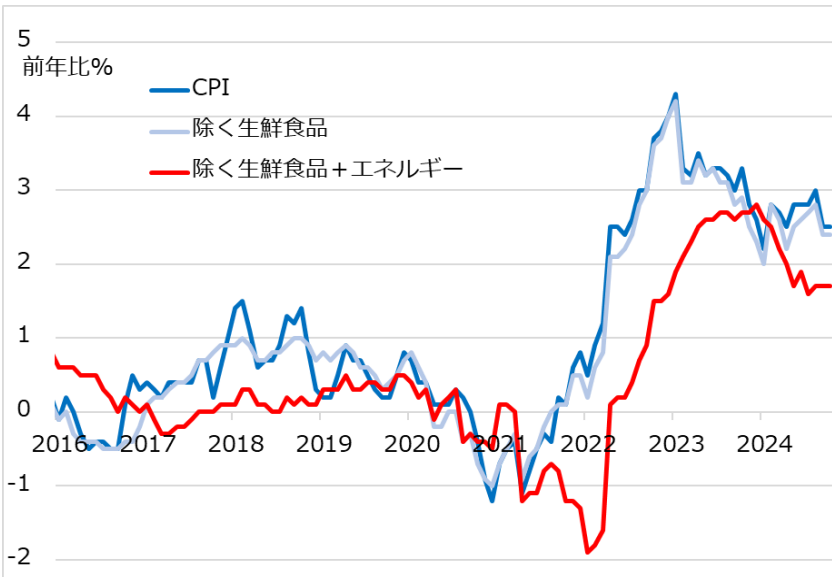
## 実質賃金



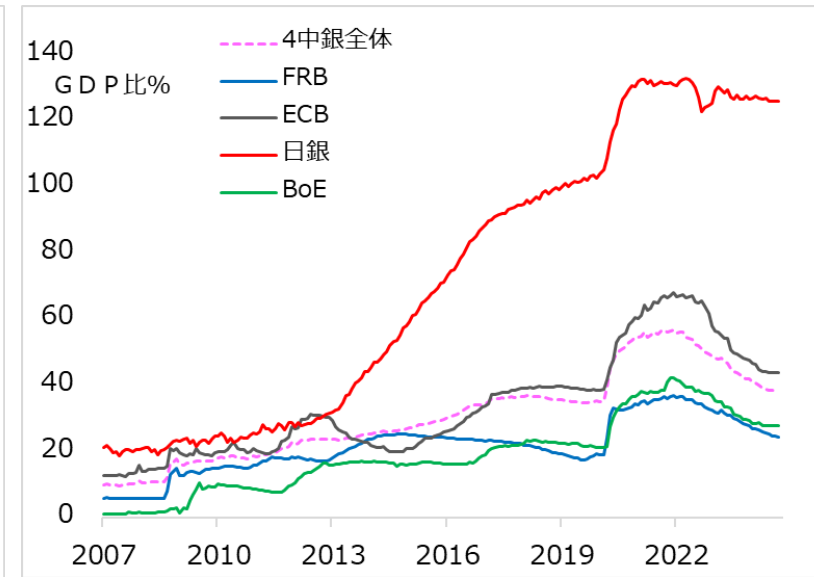
## GDPギャップ



## CPI

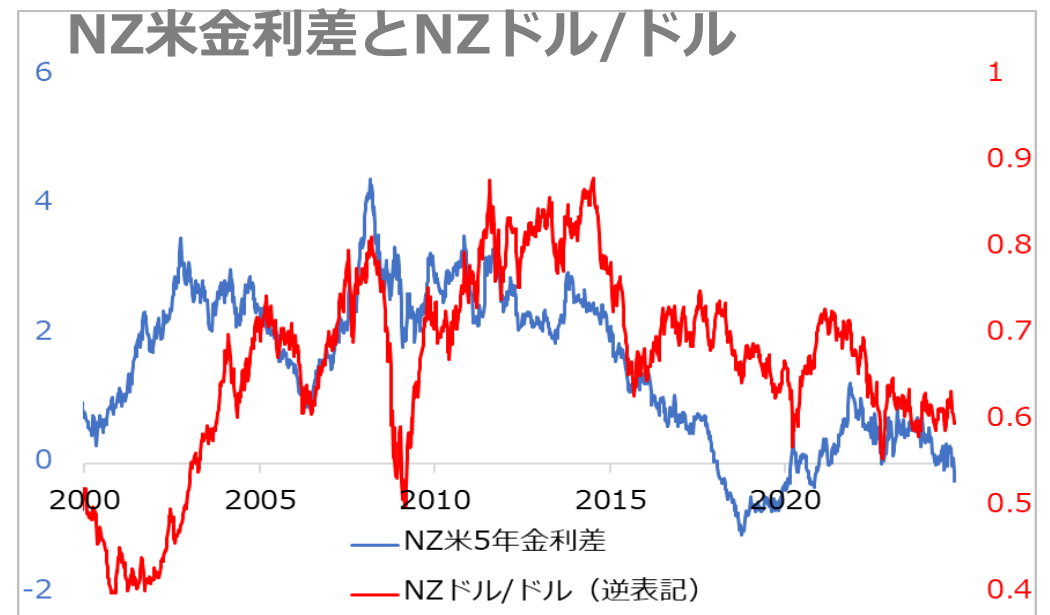
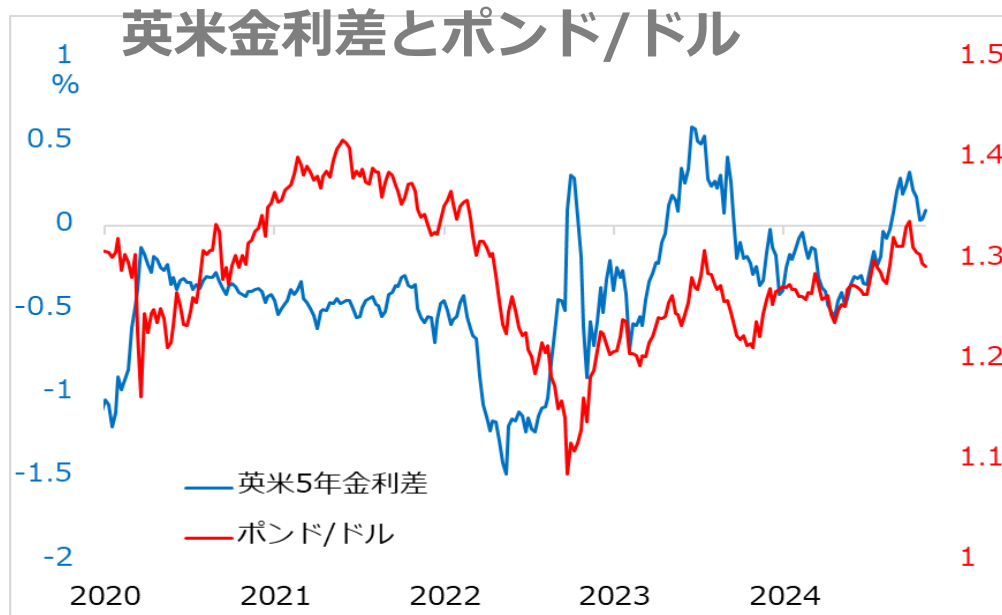
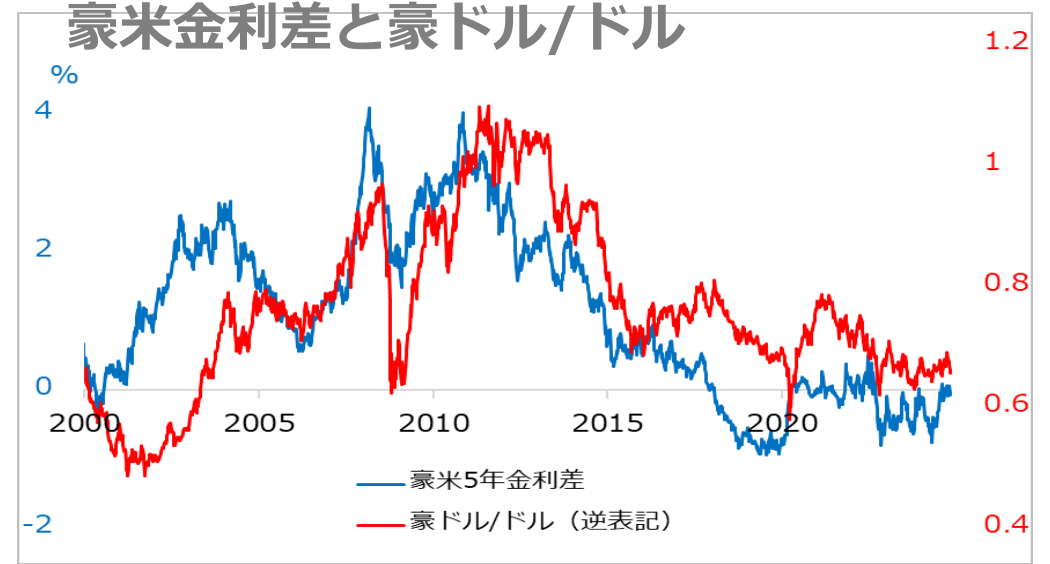
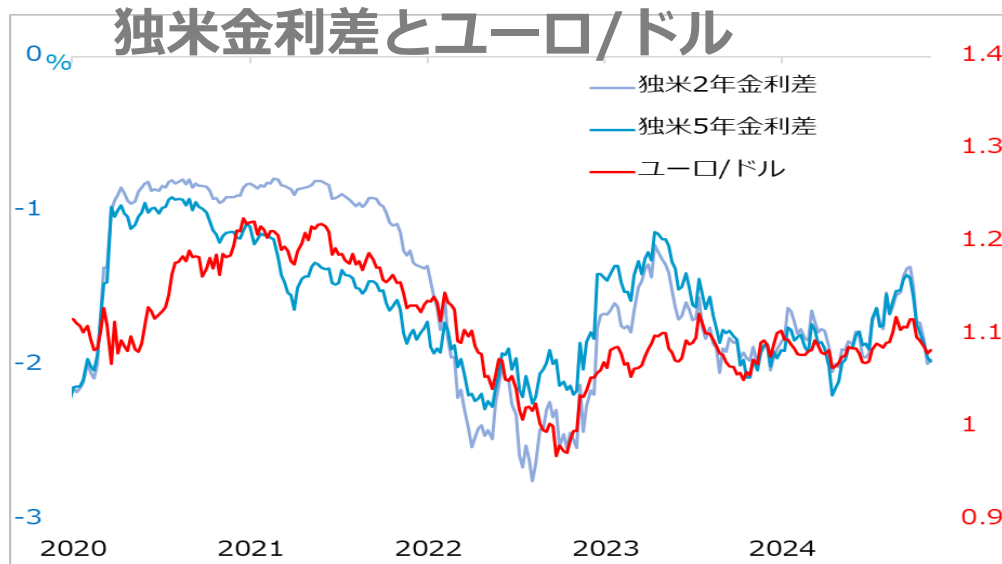


## 中央銀行資産



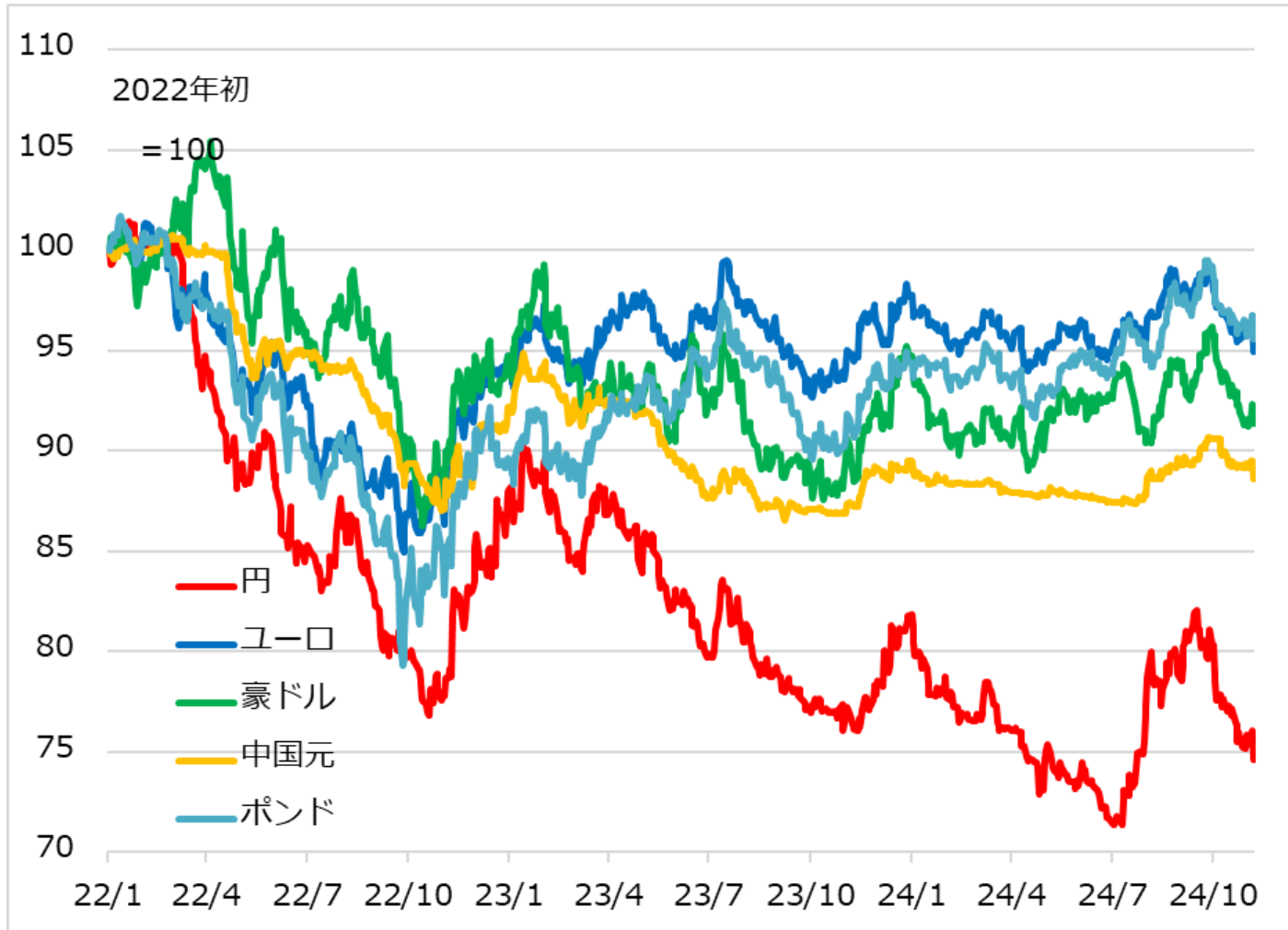
- 日本は、米景気次第で円高・株安リスク  
→ 石破政権はレームダックか、当面観察期間

# 他通貨 (1) 主要通貨と金利差



# 他通貨 (2) 主要通貨

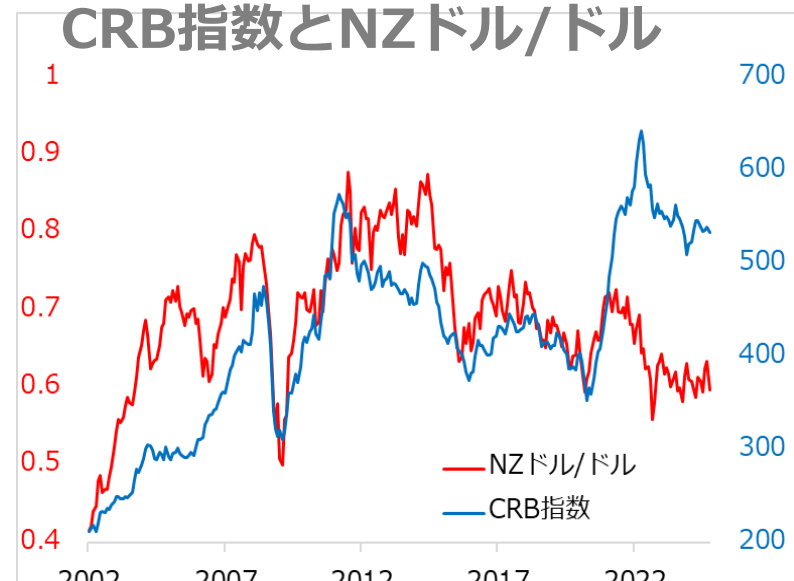
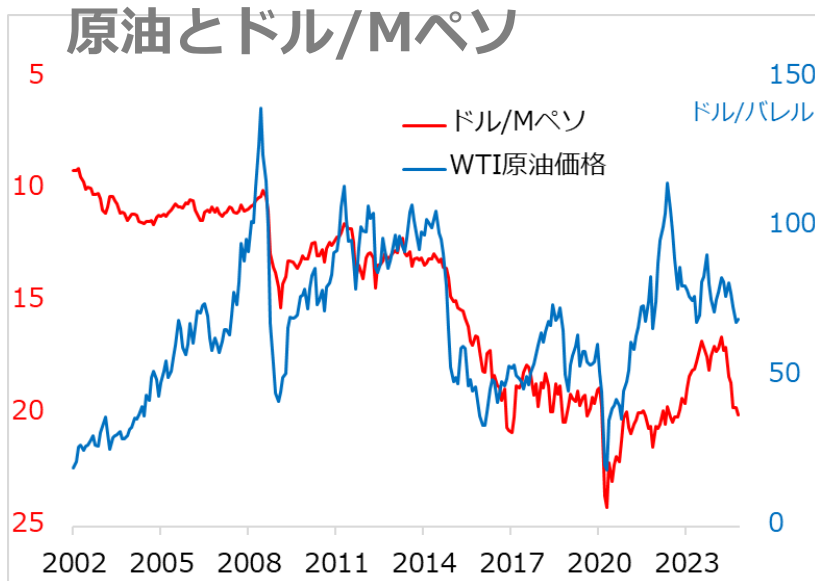
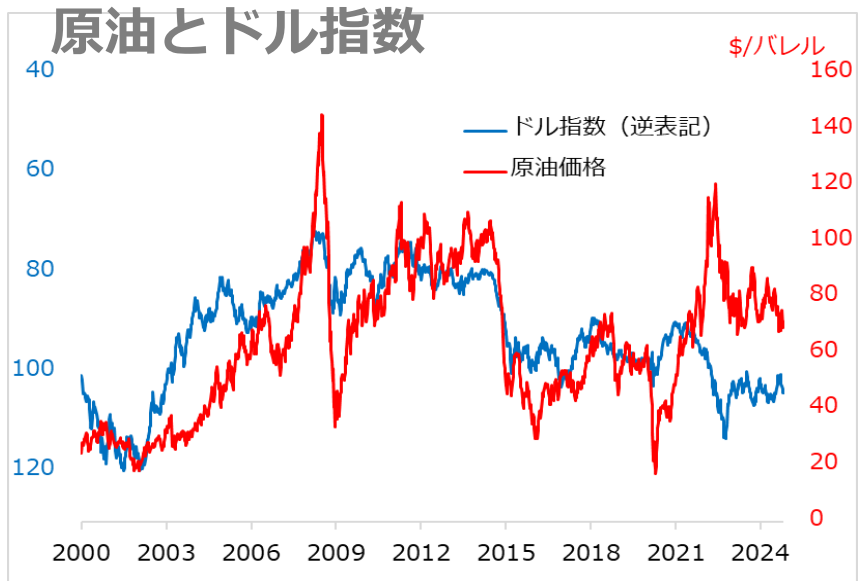
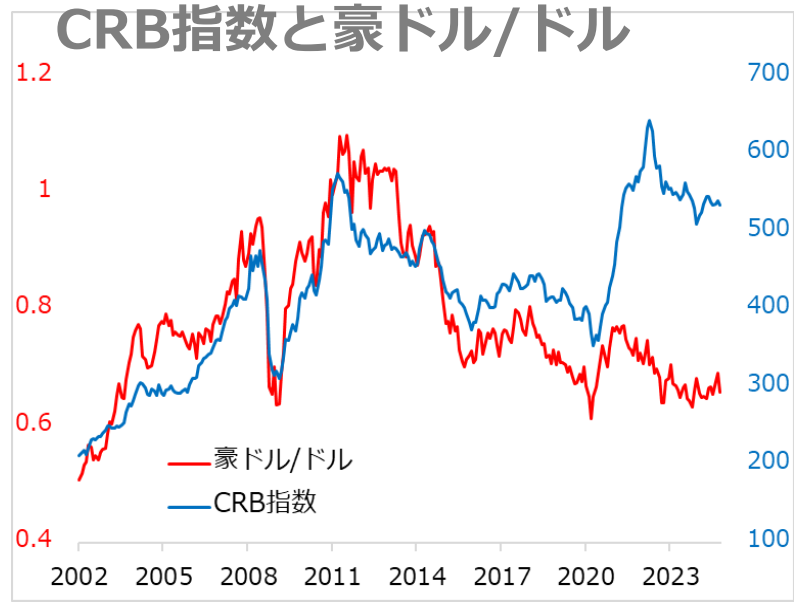
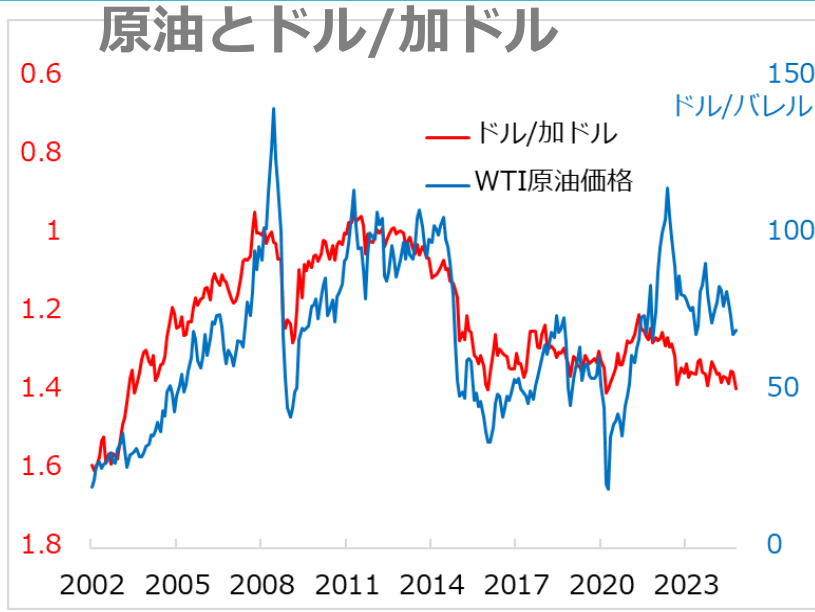
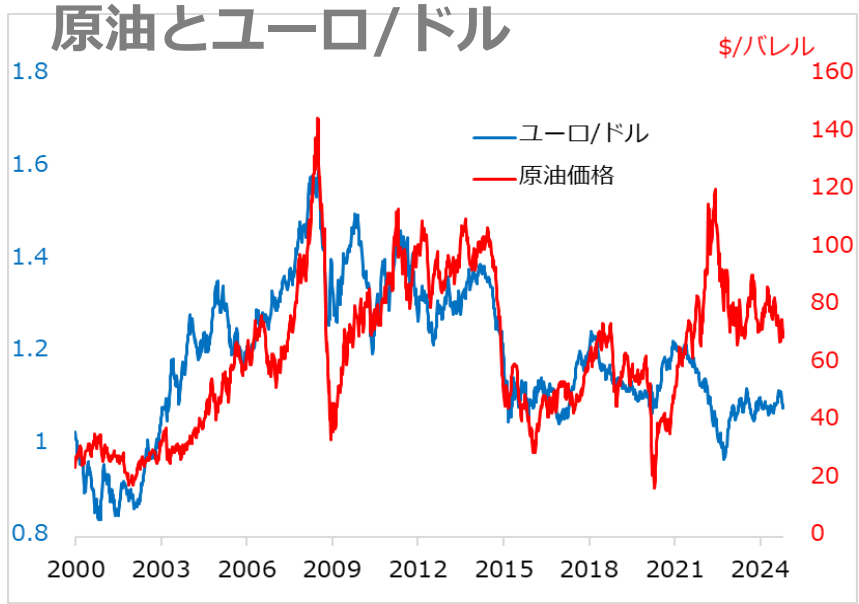
## 主要通貨の対ドル推移



- 金利のない日本円が  
キャリー取引の増幅役

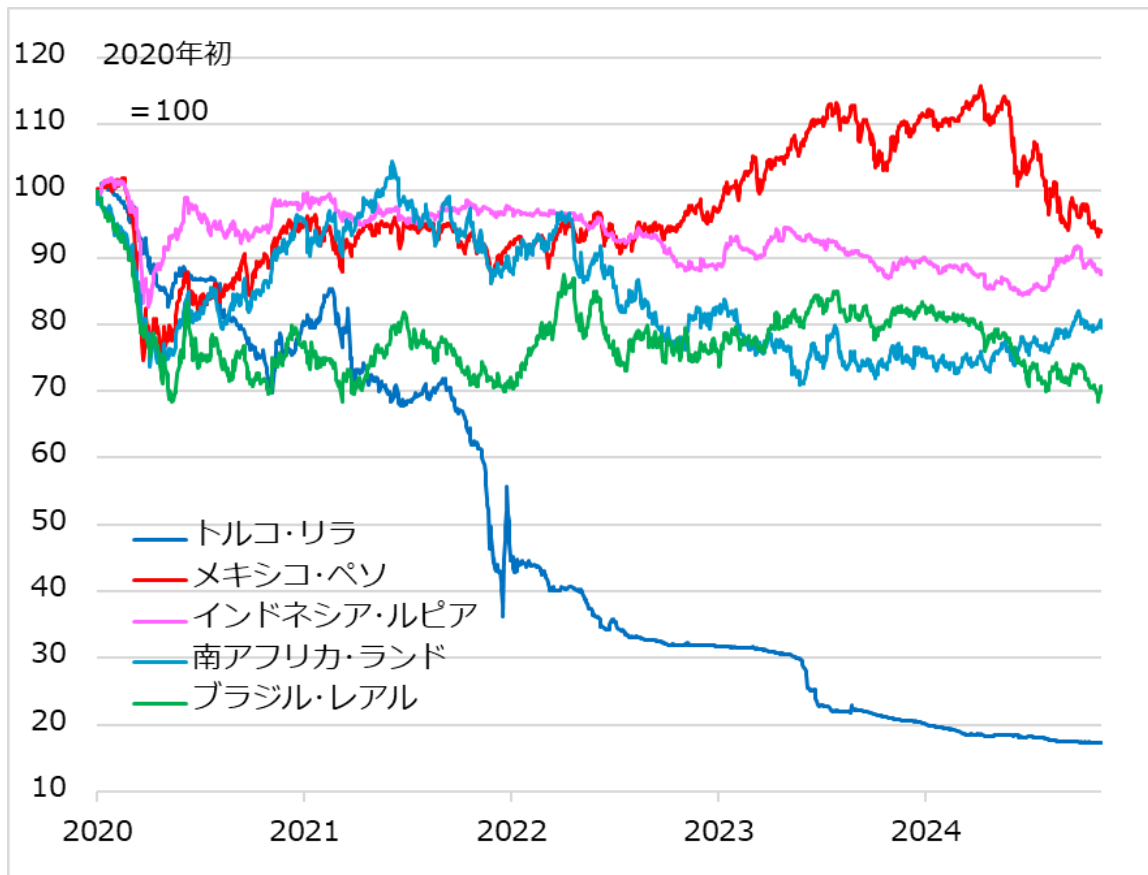


# 他通貨 (3) コモディティと通貨

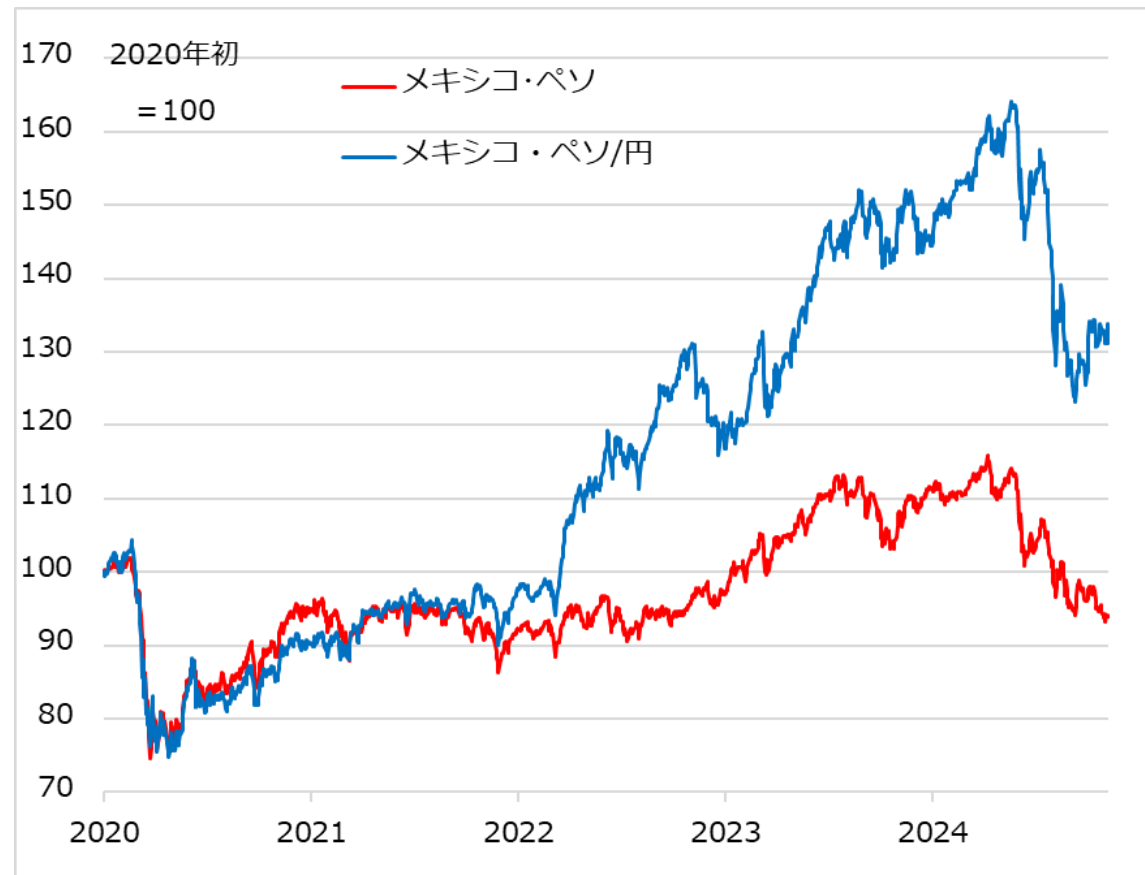


# 他通貨 (4) 新興国通貨

## 主要新興国通貨 (2020/1~)



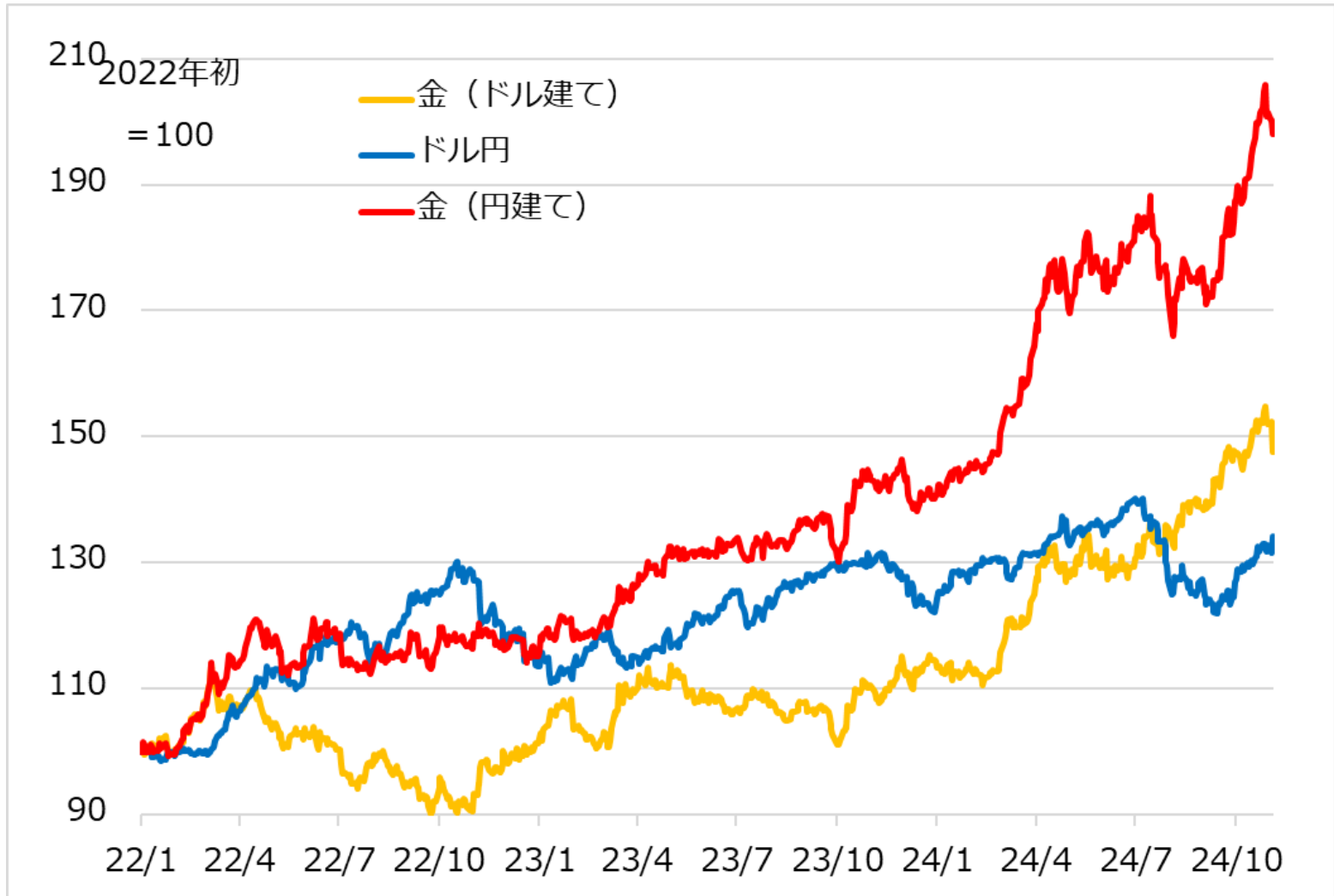
## メキシコ・ペソ (2020/1~) 円キャリーの煽り



- 新興国通貨 : ドル安は新興国の債務負担を軽減する支持要因 ⇒ 世界景況悪化なら脆弱化
- : ドル高は新興国の圧迫要因

# 他通貨 (5) 究極の安全通貨

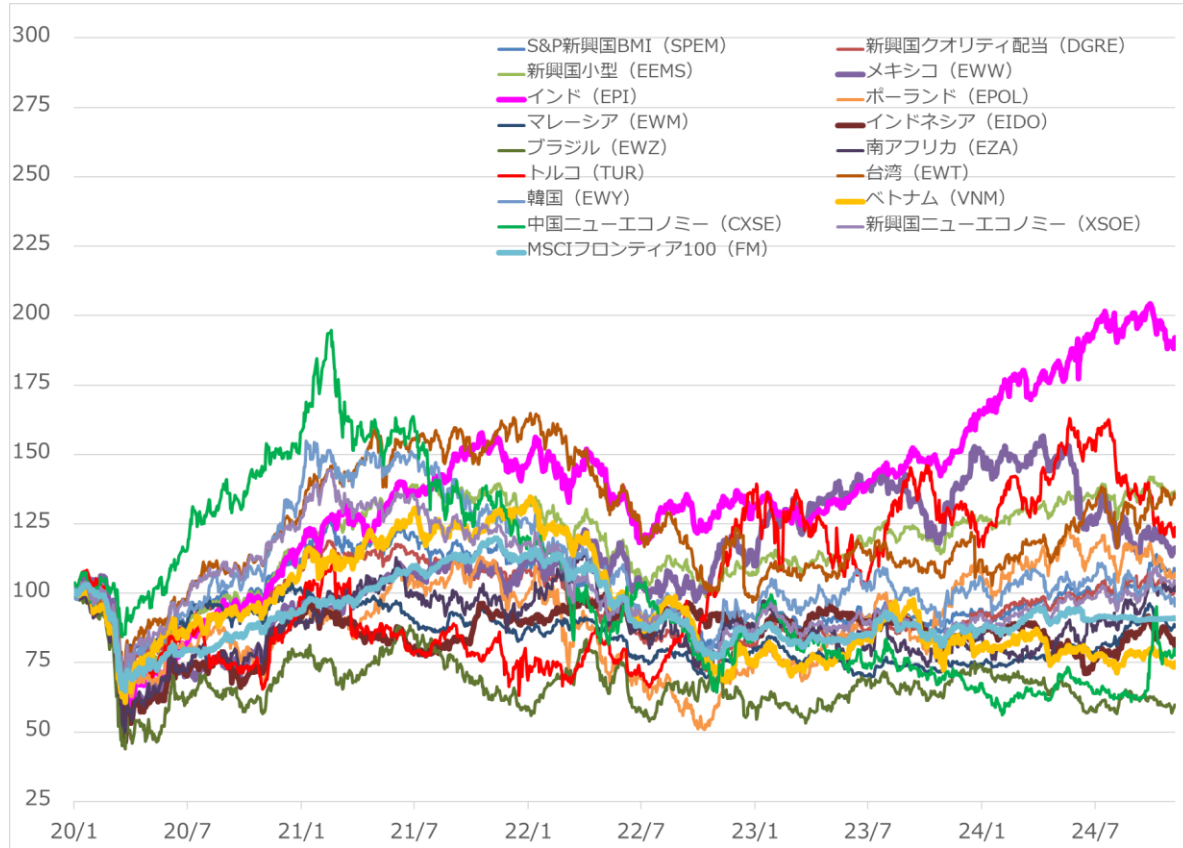
## 金のドル建てと円建ての評価



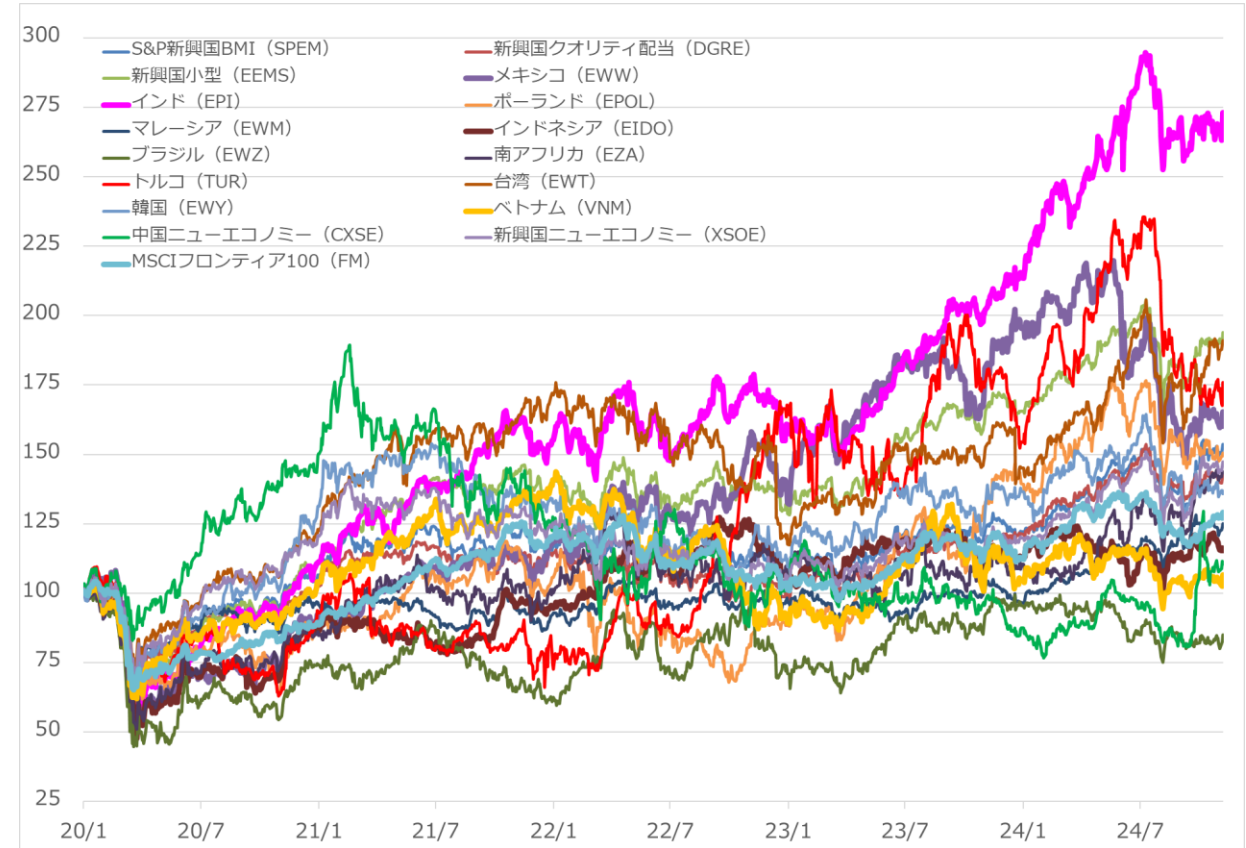
- 分散投資の資産として妙味
  - 金価格の上昇要因は
    - ・米金利低下
    - ・ドル安
    - ・リスクオフ
- ⇒ 円の上昇リスク判断  
⇒ 金の円建て評価に注意

# 他通貨 (6) 参考：新興国株

## 新興国株ETF ドル建て (2020/1~)



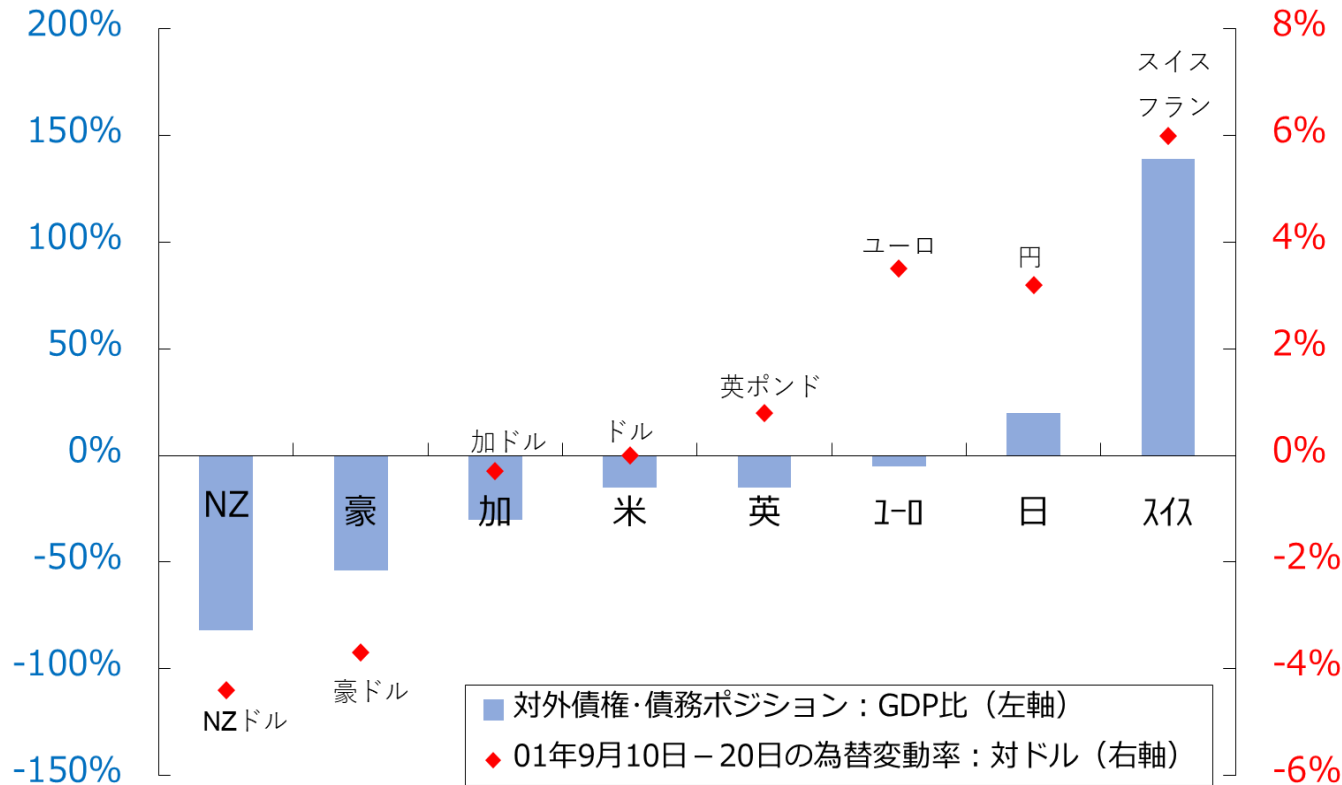
## 新興国株ETF 円建て (2020/1~)



- **新興国株** 自国通貨建て？ドル建て？円建て？
- 2000～2008年の債券投資一辺倒でなく、株式投資が活況

# 他通貨 (7) 有事

2001年9月11日米同時多発テロ時の為替相場



## 第1段階 逃げる (避難する)

- ・リスク投資の削減
- ・安全資産へ避難：現金、国債、金
- ・**平常性バイアス**：致命的かチャンスか

## 第2段階 止まる (動けない)

- ・債権ポジション vs 債務ポジション

## 第3段階 ファンダメンタルズ次第

- 円は、債権国通貨として、かつてのような「有事買い」は限定的  
⇒「有事のドル」との見合いで膠着後、米金利低下に沿って軟化を想定するが…

# まとめ

1 米景気・金利で読むドル/円と日本株 →リスクは2025年後半?

2 ドル/円しっかりの間は、内外資産の投資に妙味が残るが…  
→米景気サイクル天井を踏まえた警戒継続

3 冷静に米景気・地政学など諸リスクを踏まえた資産物色  
→ドル/円は悩ましくもリスクに最も過敏なバロメーター

## ポイント

- A 相場要因の軽重を意識する ⇒使えない正論あり
  - B 別の時間軸で考える ⇒短視眼注意
  - C 円だけで考えない ⇒国際比較する
  - D 情報は偏向が常態 ⇒逆手に取る
- ⇒予想より、予想のロジックで対応する

## 田中泰輔プロフィール

株式会社田中泰輔リサーチ代表 米欧日メガ金融機関9社\* にて35年、トレーダーからマクロ・ストラテジストを歴任  
内外主要アナリスト調査で20年以上トップ・ランカー、日経ヴェリタス金利・為替部門5年連続1位  
著書「逃げて勝つ 投資の鉄則」「相場は知的格闘技である」「マーケットはなぜ間違えるのか」など  
楽天証券経済研究所グローバルマクロ・アドバイザー、ピクテ・ジャパン客員フェローなど  
投資の教育プログラム・情報発信で複数企業と提携  
投資助言業 関東財務局長（金商）第3367号、一般社団法人 日本投資顧問業協会会員  
1983年 慶応義塾大学（経済）卒 日本金融学会会員

## 発信中

- ・ダイヤモンド・オンライン「マーケットフォーカス」（毎月）
- ・日経ヴェリタス「田中泰輔の通貨儀礼」（隔月）
- ・楽天証券情報サイトのトウシル「マネーは語る」（レポート：隔週、動画：毎週）
- ・ピクテ・ジャパン「Pictet Market Flash」（毎週）
- ・IncomeUp 田中泰輔マーケットゼミ（レポート）、YouTube など
- ・田中泰輔リサーチ HP <https://www.tt-research.com> X @tanaka\_taisuke



\* 日本長期信用銀行、バークレイズ銀行、ABNアムロ銀行、クレディスイス銀行、クレディスイスファーストボストン銀行/証券、モルガン・スタンレー証券、リーマン・ブラザーズ証券、野村証券、ドイツ証券

## 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ピアンタイプの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