株式会社 DZH フィナンシャルリサーチ
東京都中央区明石町 8 番 1 号　聖路加タワー32 階

〔Fx Whisper〕

September 17, 2024

年内 0.75%の米利下げへ

ドル円は緩やかにドル安・円高方向＝ニッセイ基礎研究所・上野剛志氏

今回の FX Whisper は、ニッセイ基礎研究所 上席エコノミスト・上野剛志氏に、米・日など主要中銀の金融政策や為替に関する見通しをお聞きした。為替動向の鍵になるのはアメリカ経済の行方で、残りの FOMC で 0.75%の利下げが行われるとの見方。一方で日銀が利上げを模索するためドル円の上値は重くなるものの、足元の市場は米利下げを過度に織り込んでいるため、遠からず一旦円安方向への水準調整が入るとしている。以下、インタビュー要旨。（為替情報部・関口宗己）

■DZH 関口：米利下げの行方などに関する見方が中心になるのではないかと思いますが、為替動向について見立てをお聞かせください。

■上野氏：為替を中心とする市場動向を考える上で最大の鍵はアメリカ経済の行方だと思う。それが利下げペースも決めることになる。メインシナリオとしては足もとで景気の大幅な悪化懸念が高まっているが、アメリカ経済は緩やかに減速していき、4-6 月の GDP は年率 3%の伸びだったが、7-9 月以降は 1%台になりそうといったところ。年終盤にかけて潜在成長率をやや下回るペースに減速していくと思っている。

ただ、底割れする感じではなくソフトランディング。この場合、Fed（FRB、米連邦準備理事会）は 9 月に 0.25%利下げし、11 月、12 月も 0.25%それぞれ利下げ。年内 0.75%の利下げになると思う。

一方、日銀は 12 月に利上げすると思う。理由は、市場が落ち着けばという前提条件はつくものの、メインシナリオとして市場が落ち着いていき、さらに日本の景気は 12 月になれば秋の実質賃金のプラス定着がデータとして確認できるようになると思う。来春闘での高めの賃金の引き上げも見えてくるだろう。

物価目標達成の確度が上がったと言いやすくなる。結果的に日米金利差の縮小が意識されるので、このこと自体は円高ドル安に働く。

ただ、ドル円は、遠からず、一旦円安方向への水準調整が入ると考えている。理由は 2 つで、1 つは投機筋の円売りの状況。これは 8 月上旬にほぼ解消している。円売りの解消にともなう円の買い戻し圧力は燃料としてあまり残っていない。

では、投機筋が円をどんどん買い上げていけるかどうかというと、相対的に低金利な通貨を買うということは、日々その分の金利差のコストを払う側になる。買い上げていくのはコスト的に厳しい。

もう 1 つの理由は、市場が Fed の利下げを既に過度に織り込んでいることだ。具体的には、足元で、年末にかけて 1%強、来年末にかけて 2.5%程度の利下げを織り込んでいる。これから先、利下げの織り込みがさらに進んでいくのは、景気後退を前提としない限りは考えにくい。むしろ、遠からず、経済指標などから米景気に対する悲観が後退し、先々の利下げパスが修正されることで、一旦円安方向への水準調整が入ると見ている。長期的には円高基調となるが、円安への揺り戻しを挟むため、結果的に年末の水準として 1 ドル＝142 円前後と考えている。

さらに、これをベースに日米の選挙の影響が場合によってはプラスオンしてくる。ここはまだ不透明で、日本については、異次元緩和の副作用が大きかったこと、特に円安が行き過ぎた一因になっていて、それは困るというのが大方の候補者の共通見解と思われる。

従って、日銀が進める緩やかな正常化路線は多くの候補に許容されると見込まれるが、タカ派色・ハト派色が強い候補も散見されるうえ、植田日銀は政権の意向に強く配慮するふしがあるだけに、決め打ちは出来ない。

具体的には円高反応が出そうなのが石破氏。異次元緩和で財政と日銀の財務が悪化したと最近も述べていた。あとは茂木氏や河野氏も 7 月にタカ派的な発言をしている。彼らが自民党総裁になるのであれば円高で反応しやすい。

一方で高市氏はリフレ的な方々とのつながりがうかがわれるうえ、直近の討論会でも「低金利を続けるべき」と発言するなど利上げに否定的だ。高市氏であれば円安で反応しやすいだろう。

アメリカの大統領選については、大統領選と議会の上下院選挙の 3 種類あるが、上院選挙については改選議席数の少なさもあって共和党が優位なままだろう。

考えられるとしたら

・ハリス氏が当選して上院が共和党、下院が民主党といったねじれ

・もしくはトランプ氏が当選して上下院とも共和党が優位となるトリプルレッド

2 つのシナリオの可能性が高い。

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。　Copyright DZH Financial Research, Inc.

株式会社 DZH フィナンシャルリサーチ
東京都中央区明石町 8 番 1 号　聖路加タワー32 階

情勢は拮抗していて、どれがメインシナリオと言いづらいが、この 2 つのシナリオの可能性が高い。

ハリス氏が当選し、上院が共和優位となった場合は、議会のねじれで政策が進みにくく、現状のバイデン路線継続が見えてくる。市場の反応は薄そうだ。

一方トリプルレッド場合、トランプ氏の掲げている政策の実現性が高まるので、景気加速、インフレ懸念を受けて、アメリカの金利が上昇してドル高の反応になると思う。

リスクシナリオはアメリカが景気後退に陥ったり、もしくは後退懸念が急激に台頭したりする場合。Fed は年内かどうかわからないが急速な利下げをしてくるだろう。

実際に 2000 年以降、2001 年、2008 年、2020 年とアメリカの景気後退局面があったが、Fed はそれぞれ 0%や 1%といったところまで大幅に利下げしている。別の言い方をすれば現状の Fed は 5.5%もの利下げ余地があるため、これが大きく下がってくるようなら大幅な円高圧力になる。

日銀の利下げ余地は 0.25%しかないため、アメリカが景気後退となれば日米金利差が縮小して円高圧力が顕在化してくる。米景気後退により日米金利差が縮小してドル安・円高が進むような事態となれば、日銀は利上げ路線を撤回して利下げとの話にもなってくるだろう。

否定的な見解は多いが再び非伝統的な金融政策をとって、始めたばかりの国債買い入れ減額からまた増額へという話にもなってくる。ただ、マイナス金利はあまりにも評判が悪かった。効果があったとの話も聞かないのでハードルは高めだろう。

■関口：ようやく抜け出せたマイナス金利、効果が確信しにくいのなら舞い戻ることは回避されそうですね。

■上野氏：あと最近あまり触れられないが日本の実需の円売り、具体的には貿易赤字とデジタル赤字、企業の対外直接投資や家計の対外証券投資。ここは引き続き健在なので実需の円売りも一定程度は円高の歯止めになる。

先ほどの通り、いまマーケットはアメリカの利下げについて年内 1%強を織り込んでいる。弊社の予想としては 0.75%なのでいったんどこかで調整が入ってドル高方向になるとみている。ただ、日米金利差の縮小というテーマのもと、少し長い目で見たトレンドとしては円高へ向かうイメージだ。

■関口：少し大幅に利下げを織り込んだ分の見直しによる調整は入りそうだということですね。

■上野氏：しかしトレンドとしては円高ということだ。あとは解散総選挙もあるが、自民党総裁選の前の段階でそこにまで言及すると仮定に仮定を重ねることになると思う。ただ、野党の勢いのなさ、維新の会も失速しているので自公で過半数割れという可能性も低い。

■関口：であれば、自民総裁選の中の範囲で色合いの違いが出る程度にとどまるといったところでしょうか。その他 ECB（欧州中央銀行）の金融政策の行方についてはどのようにみていますか。

■上野氏：ユーロ圏の物価上昇率は鈍化傾向。先月公表された妥結賃金も伸び率が鈍化していた。6 月、9 月の利下げに続き、あと年内は 12 月も追加で利下げすると思う。

■関口：為替はユーロ安方向でしょうか。

■上野氏：ただ、Fed は 9 月を含めて 3 回利下げすると思われ、基本的に Fed も ECB も利下げ路線なので方向性に差は出ない。ペースの違いでややユーロが強含むのではないかとみている。

■関口：対ドルで底堅いぐらいのイメージでしょうか。

■上野氏：プラス、短期的にはあまり影響はないかもしれないが、収支の構造からすればユーロ圏は多額の貿易黒字と経常黒字を出していて、日米欧では唯一双子の黒字。それもユーロの追い風になりやすい。対ドルで若干強含むぐらいだと思うが。

■関口：あとは日本の投資家からしたらどうしても円高方向に目を向けることになるでしょうか。

■上野氏：対ユーロに限らず、これから 2 年ぐらいの時間軸で考えれば、持続的に利上げを模索している国は日本ぐらい。円はどの通貨に対しても強含みやすい。

■関口：これまでのいき過ぎとされた円安の修正の意味でも強含みやすくはなりますよね。かといって先ほど述べていたように円を買い上げ続けていくような絶対的な金利差があるわけではないのが歯止めになるのでしょうね。

■上野氏：もしその前提が崩れるとしたらアメリカが景気後退に入るということが条件になるだろう。

■関口：先ほど 140 円前後ぐらいのところまでを円高のレンジとしてみていましたが、米景気後退の見方が強まってきた場合のレンジの広がりはどの程度までみていますか。もう少しオーバーシュートすることになると思うのですが。

■上野氏：年内なら、ゼロ金利といったところまで利下げが進むまでには至らないと思うので、それでも 130 円割れとかいったところはあるだろうか。

■関口：相応に大きめな下落となりそうですね。大きく進んだ円安の反動の調整も入るとしたら、おかしくない範囲の動きかもしれません。リスクシナリオとして考えておいたほうがよいですね。そう考えると再度の円安加速のような状態は考えづらいとみてよいでしょうか。

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。　Copyright DZH Financial Research, Inc.

株式会社 DZH フィナンシャルリサーチ
東京都中央区明石町 8 番 1 号　聖路加タワー32 階

■上野氏：ただ、去年の年末あたりも現在と似通った部分のある状態だった。アメリカの景気が再び加速して、インフレ率が高まってくるといったシナリオもなくはない。その場合は円安方向への揺り戻しが入るわけだが、7 月に日銀が利上げした理由の 1 つに円安があったわけで、その意向が変わらないのであれば 160 円に戻るような円安はほとんど可能性がないと思う。150 円台に乗せる程度の円安は頭の片隅に置いていてよいかもしれない。完全に切り捨ててもよいシナリオとも断言できない。

逆にいえば投機筋の円売りポジションが解消されたが、なんで大幅に取り崩されたかというと金利差が縮小しそうだという観測が高まった上に、キャリートレードにおいて重要な相場の安定が見通せなくなったから。予想ボラティリティが上昇したからで、逆に金利差がなかなか縮小せず、相場が安定すれば、円安圧力はまたぶり返してくる。

あとは米政局でトリプルレッドが成立した場合。その時の相場の水準や事前の織り込み度合いにもよるが、前回 2016 年のトリプルレッド成立時は 10 円ほど円安にいった。

■関口：そう考えると 160 円にとどかずとも 150 円台で安定するような相場になることも考えられますね。

■上野氏：トランプ氏の情報発信にもよるだろう。掲げている政策がインフレ的なので結果的に利上げ・ドル高との連想が働きやすい。関税や減税、移民の強制送還などを進めれば、インフレ、利上げになってくるだろう。

しかし彼自身はそれを嫌だと思っている。口先介入とか為替操作国認定などを使ってくることになるかもしれない。

■関口：そのあたりの追及は厳しくなりそうですね。

■上野氏：相場は不安定になると思う。本人がやろうとしている政策の帰趨と、為替に対して臨んでいることが真逆なので上下しやすくなると思う。トランプ氏の情報発信を巡って変動が生じそうだ。

■関口：旧ツイッター（X）などでの言動により調整が入って、為替が振れるような場面が想定しやすいですね。

■上野氏：ハリス氏が勝利した場合もトランプ氏の出方が重要で、選挙結果を認めるか認めないか、恐らく認めないと思う。アメリカの共和党支持者の動きとかは大丈夫なのか不安にもなる。

■関口：国内がまた二分されて混乱に陥るような展開が懸念されますね。

■上野氏：トランプ氏は次の 2028 年大統領選時には 80 代で今のバイデン大統領の年齢を超えてしまう。年齢的に政権を取りにいく難易度は高まるため、今回僅差で敗れた場合、簡単に引き下がらないだろう。大差がついていればごねても徒労に終わりそうであるため問題にならないだろうが、僅差であれば強く主張しそう。社会が混乱に陥るリスクがある。

■関口：選挙結果を巡って政権運営が前へ進みにくくなることが大きなリスクになりそうですね。（了）

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。　Copyright DZH Financial Research, Inc.