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

July 24, 2024

ドル円　160 円オーバーやり過ぎだった

仏連立政権が成立すればユーロ下支えにつながるか＝MCP 嶋津洋樹氏

今回の FX Whisper は、MCPアセット・マネジメントのチーフストラテジスト 嶋津洋樹氏に、米・日・欧の経済・金融政策の行方や政治状況を踏まえた、為替見通しをうかがった。アメリカのファンダメンタルズのスローダウンからすれば、ここ 1 カ月ほどのドル円 160 円超えにはやり過ぎ感があったとの見方。ユーロは仏選挙が不透明要因となっているものの左派・中道による連立政権が成立すれば、下支えにつながるシナリオも描けるという。以下、インタビュー要旨。（為替情報部・関口宗己）

■DZH 関口：米 CPI（消費者物価指数）の伸び鈍化などドル円など為替を取り巻く状況も徐々に変化しつつありますが、まずは米・日の状況に関してお聞きしたいと思います。

■嶋津氏：前回のインタビューでアメリカの利下げはなかなか難しい一方で日銀の YCC（イールドカーブ・コントロール）解除は早い段階で行われる見込みとの話をしたがほぼそのような状況になったと考えている。また、YCC 解除により、円金利は米金利に連動して動きやすくなるので、為替（ドル円）は 150 円を中心に上下 5-10 円くらいの幅で動くという予想も以前のインタビューで話したと思う。

基本的にそのような動きで、Fed（米連邦準備理事会）の利下げも以前に考えられていたように簡単ではなく、一時は再利上げの話も出るぐらいだった。米経済の強さなどが背景にあったと思う。

一方で日本については、経済は強くないが植田日銀総裁が金融政策の正常化に並々ならぬ考えを持って走ってきた。そういった意味でいえばドル円が 160 円を超えるというのはオーバーシュートという印象を持っていた。

アメリカの経済指標もこの 1-2 カ月は弱めの結果が続いていて、さらに CPI がとどめとまでいわないがいよいよ利下げが正当化されるような段階にきたというところ。アメリカのファンダメンタルズにスローダウンの兆しがあって、インフレも Fed が利下げできるような 2%の物価安定の目標達成が視野に入ってきた状態で 160 円オーバーのドル高はやりすぎだったということだと思う。

最も背景にいろいろあって、直近で話題になっていたのは NISA（少額投資非課税制度）の影響で、円買い・ドル売りの底流にあったかもしれない。100%そうかというと私は懐疑的だが、金額的には決して無視できない額。影響はあったと思う。

ただ、みなさんオルカン（MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス）に連動するような形の投資をしており、あれは円建てベースだが、ドル建てでは今年 15%いかない程度のリターン。日経平均や TOPIX は 20%を超えている。円安の影響を除けば、決してオルカンが儲かっているというわけでもない。

円建てでみたオルカンは 20%強勝っている。日経平均や TOPIX と同じぐらい勝っているように見えるが、一時はリターンのほぼ半分を円安が作り出していた。そうすると本当は今年、日経平均など日本株を買っているのが正解だが、為替の影響もあってオルカンを買っているのが正解のように盛り上がっている部分があり、円安でその動きが加速したところもあっただろう。

足もとでも円高の後に戻す動きを見せるところがある。押し目だとみてドル円を売買している人や、オルカンを含む外国資産を買っている人たちからすれば、そのような円高局面を押し目とみているのかもしれない。

しかし先ほど申し上げたように下期のファンダメンタルズはどちらかといえばドルにはネガティブに作用してくるものが多く、実際にドルインデックスは 7 月から足もとまで下がっていて、ドル高を正当化しづらくなっていく。

そうなるとオルカンのリターンはドル高・円安で押し上げられていた分がはがれていく。ドル安が加速した場合は含み損を抱えることになる。なかなか、押し目、押し目を拾っていけなくなる局面が下期のどこかでくると思う。

その意味ではここ 1 カ月の 160 円を超えたあたりが今年の年末ぐらいまでいうと最もドル高・円安が進んだ局面で、ここから先はそれが修正される時間帯になっていくと予想している。

アメリカの利下げでいえば 9 月と 12 月の年内 2 回の可能性が最も高い。日銀は年内 2 回、今月 7 月と 10 月の 2 回利上げと、国債買い入れの規模縮小について比較的タカ派なものを見せられると思っている。

アメリカ経済に関しては、それほど弱くなるわけではないが陰りが見えてきて、さすがに短期的には、Higher for longer（より高く、より長く＝高金利の長

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.

期化）も修正されてくる。

一方で日本の方は、足元までの実体経済は決して強くない。しかし、日銀は下期に物価も消費も回復していくとの見通しを維持している。今後しばらく弱い経済指標が続いてもこうした見通しは多分変えず、今後は回復していくと言い続けて緩和の修正をしてくるだろう。

あとは直近の主な意見にも出ていたが、日銀内に白川日銀以前と同様の「上げられる時に上げないと、下げたい時に下げられなくなる」といった「のりしろ論」のような考えが復活した印象がある。無理に上げるような動きも想定され、アメリカ経済がスローダウンしていく下期でも日銀は強気な見通しを維持し、「上げられるうちに上げる」という考えにも助けられて、マーケットで予想されているよりもタカ派的な金融政策を選ぶのではないかと考えている。

■関口：日米経済、金融政策の全体像については、現時点でみて主にそのようなところでしょうか。

■嶋津氏：ただ、今年は米大統領選で混乱する可能性が大きい。ここ最近、下期の為替やマーケットの行方について多く聞かれるが、ファンダメンタルズからすればいま話したようなことが想定されるものの、大統領選があるため決め打ちが難しいのが正直なところ。

基本的には民主党が勝てばドル高。過去の経験からすれば民主党政権の 2 期目はドル高になりやすい傾向がある。

トランプ勝利の場合は、共和党の 1 期目は政策次第で為替はドル高にもドル安にもいく可能性はあるが、いま出ている政策からすれば経済は強めなものになるが、パウエル FRB（連邦準備理事会、Fed）議長を交代させる圧力というか、Fed への利下げ圧力によって、年限が長いところの金利は上がり 5-6%を目指すような展開もあり得ると思う。

一方で実際に退任させられるかどうかはともかく、任期が切れたパウエル議長が再任されないことがトランプ政権についてはほぼ固まっている。代替の議長はハト派的な人物が想定される。

そうなると短い方の金利はそれほど上がらず、高インフレで年限が長いところの債券は売られ長期金利は上がり、イールドカーブはスティープするような感じだろう。その時の為替はおそらくドル高よりはドル安になりやすいと思う。

アメリカ経済の強まりはドル高要因になるかもしれないが中央銀行の独立性の問題や、手前の金利があまり上がらないといったことでドルが買われにくく、安くなりやすい。パウエル議長がストレートに続投する場合よりドルは売られやすいと思う。

ただ、この 2 つのシナリオだけにとどまらないはずで、基本シナリオはそのように考えているものの、議会選がどちらへ転ぶか、上・下院の勢力がどうなるかといった組み合わせもある。政治のことを話し出すと決め打ちできず、かなり不透明性が高いというのがドル円の動きだと思っている。

■関口：大統領選の行方がリスク要因になり得るというよりも、大統領選自体がリスクイベントといってよいですね。

■嶋津氏：大統領が決まらない可能性もあるので、接戦になって訴訟合戦になった場合、1 月 20 日の就任期限まできまらないリスクもある。そうなると不透明感からドルが売られると想像しているが、実際のところは予想しづらい。

決まらなければ下院議長が大統領代行になるとルール上決まっており、決まらなければ 1 週間ぐらい前から下院議長が大統領代行になることを織り込みにいくと思うが、それまでは訴訟の行方がどうなるかわからない間は不確実性の高さを意識したマーケットになると思う。

■関口：相応に長い期間、不透明な状態が続くことになりそうですね。

■嶋津氏：11 月の大統領選の投票後、1 月 20 日までの間に大統領が決まらず、不確実性の高い状態が続くリスクは、今年については無視できない話だと思う。

■関口：大統領選のリスクも含めて見通しを立てないといけないですね。日米絡みの話はこの辺りに留意することになりそうですね。

一方で、欧州に関してはどのような点に注目すればいいでしょうか。

■嶋津氏：欧州についてもフランスの選挙を経て、難し状態が続くのではないかとみている。もっとも、フランスが連立政権を組むのはそれほど難しくないと思う。左派連合が第 1 党で、第 2 勢力がマクロン率いる中道で、3 番目が右派。日本では極右と呼ばれているルペンが率いる勢力。特に左派連合は細かい政党が連合している。選挙対策で集まった色彩が強く、そのままずっと連携していけるか不透明感がある。

そうするとマクロン大統領が呼びかける大連立はそれほど難しくなく、可能性はある。フランスの場合、財政政策は緊縮財政をせざるを得なくなる。ただ、EU（欧州連合）との交渉のなかで、フランスの政治事情もあるので緩やかな緊縮ということで落ち着くと思う。

その意味からすれば、独仏スプレッド（金利差）は（右派躍進が阻止された）選挙を受けていったん縮小したが、もう 1 度拡大して、その状態が続くと考えている。実際に財政状況についても、私もみていたよう

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.

で全然気づいていなかったのだが、フランスはユーロ圏で財政赤字が累積ベースで 3 番目に高い。1 位がギリシャで 2 位がイタリア、3 位がフランスで、名目 GDP 比で 100%超え。そうした状況も踏まえた上で、単年度の財政収支もみると、他の国より財政状況が劣っている状態といえ、格付け的にも課題評価されているし期待が高すぎて、恐らくスペインと位置づけが代わってくるようなイメージ。財政だけならスペインのほうがしっかりしてみえる。

今回の選挙で、フランスの財政政策を巡る波乱、フランスの財政が知らない間にかなり悪くなっていることにマーケットが気づかされた。格付けが過大評価されている可能性があるとなったことが、波乱要因として今年は続きそうに思える。

あとは為替に関するところでいえば、緊縮財政にしなければならず、もともと理想とされるペースで緊縮財政にできなかったのだが、今回の選挙で当初マクロンの判断は間違っていたとされていたものの、結果的に数少ない選択肢のうちベストの選択肢を選べた。欧州議会選で右派勢力が強まって自分の政党が大敗するなか、フランス国内でも EU 内でもリーダーシップを取りづらくなっていたが、最悪の状況は免れた。

これはドイツのシュルツ首相と真逆で、シュルツ首相は選挙しないことで彼のリーダーシップは大きく失われたまま。ドイツ国内でも支持率が低い。そうすると議会選で勝ったメローニ首相のイタリアと、弱くなったがドイツほどではないマクロンのフランス、独仏連合からイタリア・フランスの連合が EU で舵取りしていくことになると、やはり財政再建のペースは遅くなるだろう。

そうすると、そもそも財政安定協定の緩和をずっと続けてきて、相対的に昔ほど財政を厳しく緊縮しないというのが最近の EU の傾向。多分この傾向は変わらず、そうなるとユーロ圏の物価はそう簡単にスルスルと下がっていくイメージがない。

先月 ECB（欧州中央銀行）は利下げしたが、「本当に利下げしていいのか」というなかでの利下げだった。そうした状態が今後も続くと思う。

ユーロは政治的な不透明感、特にフランスの政治体制が固まるまではそれほど買われないかもしれないが、フランスの政治が落ち着いてきて、先ほど言ったイタリアのメローニを中心にマクロンがそれをサポートする形でドイツが大きく後退する政治状況が確定してくると、財政が緊縮されないなか ECB が積極的に利下げできないことが意識され、ユーロは少し持ち直してくるようなイメージがある。

■関口：フランスが連立を組んでいく過程で最善の選択ができれば、現在表面的には混乱や不透明感に包まれている状態から持ち直し、関連してユーロが持ち直す流れも見通せるということですね。

左派にも中道寄りの政党もありますし、むしろ左派の中での政策の差異の方が、中道左派と中道の政策より隔たりがある部分もあるでしょうね。中道寄りの左派と連立を組める可能性を残したというところですね。

■嶋津氏：楽観できる状況ではないがフランス選挙前、EU 議会選を受けてマクロンはだめだと言われていたところからすれば、読みとしては少し違ってきている。（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.