

January 31, 2024

4-6 月期入り以降めどに緩やかにドル安・円高へ

米インフレ率低下で生じた余地を埋めるような「調整利下げ」へ＝MRA フェロー 深谷幸司氏

今回はマーケット・リスク・アドバイザー(MRA)フェロー 深谷幸司氏に、米・日経済状況・金融政策を受けた為替見通しについてうかがった。次の FRB の一手が利下げであることに間違いはないものの、ドル円は 140 円台後半でしばらくもみ合い、4-6 月期入り以降をめぐりとした緩やかな利下げでドル安・円高が進むとの見方。FRB はインフレ率低下で生じた利下げ余地を埋めるように「ゆっくり調整利下げすればよい」と考えているだろうという。以下、インタビュー要旨。(為替情報部・関口宗己)

■DZH 関口:年明け再びドル高・円安へ傾いてきた為替相場、米・日経済情勢・金融政策な受けたその継続性など見通しをお聞かせ願えますか。

■深谷氏:昨年末まではアメリカの 12 月 FOMC(連邦公開市場委員会) 会合で利下げも議論したとの話もパウエル議長からあり、マーケットは前のめりで利下げ観測を強め、米長期金利が下がるかたちになった、日本では逆に、もしかしたら 12 月会合にでも金融緩和解除へ動くのではないかと、12 月になくとも年明けにもとの話が出ていた。そうしたなか年末という要因もあってドル円は 140 円近傍までドル安・円高になった。

ところが年明け後は状況が逆転。まずアメリカの当局者から利下げ前倒しをけん制する発言が相次いだ。それに米経済指標がしっかりめだった。雇用統計や小売・年末商戦がしっかりだった。このあたりもあって早期利下げ観測が後退して米長期金利がリバウンドするかたちとなった。日本サイドは地震の影響もあって金融緩和の解除が遅れるのではないかと。以上のような材料で進んだ動きが揺り戻されているのが足もとの状況といえる。

ただ、次の一手が利下げであることは間違いない。追加利上げはまずないため、問題は最初の利下げがいつなのかということで、3 月はないにしても 4・5 月(4/30・5/1) 会合ではないかとの見方になるが、そうでもないかなと思っている。

インフレ率は伸びが低下もピッチは鈍って比較的高めな伸びで安定。一方で期待インフレ率は低下基調が続いており、雇用は底堅いが、鈍化傾向がページブックで伝えられている。ISM(米供給管理協会)のサービス業景況は直近で悪化しており雇用スタンスも鈍っている。先々に関していえば、インフレが落ち着きつつあるなか、もう一段の雇用緩和もありそう。利下げの環境は整ってくるだろう。

米 10 年債の利回りでいえば 5.5%水準の政策金利からすれば、中長期でみて FF 金利に対して下げることができるのは 1.5%から 1.6%ぐらいまでというのが過去の数値からみた限度なので、初回利下げまで

4%から 3.9%までの低下が目一杯ということになりそう。長短金利差が縮まるか広がるかということもあるが、金利を上げる方向ではないので、この水準でステイして利下げが始まるところで 10 年債利回りも下げ始めるといったかたちだろう。

10 年債の動きからだけドル円をみれば 4.5%で 150 円といったところだが、足もとの動きはドル高・円安気味に振れ過ぎていると思う。ここからまた 150 円という動きではなく、140 円台の後半でもみ合い、利下げのタイミングが近づいてくれば 140 円前半、140 円割れへ、4-6 月期に入ってから以降になると思うが、そういった流れになるだろうとみている。

一方で日銀は今回の金融政策決定会合の結果を見る限り、強気と断言するほどではないが強気な方向へ姿勢が修正された。春闘に関しても 3 月会合(3/18-19)の直前に状況が見えてくる。マーケットは 4 月会合の政策変更を見込み、3 月もあり得るとみているところかもしれない。

地震の影響で政策変更が難しいのではないかとその声もあったが、そこについては注視をしているものの強く気にしていないだろう。ハト派的な方向へ年初に傾いた見方は会合後の植田総裁会見で少し修正された。ドル円相場は 140 円台後半が重く、150 円台に再び乗っていく流れではなく、現水準付近でもみ合い、年度末 3-4 月にかけては 145 円近辺なのかと思う。そこからアメリカで利下げが実施されていくタイミングへ向かいレンジを下げていく流れになるのではないかと。

1-3 月の間はおそらくアメリカに動きがないと思う。弱い経済指標が出てくれば利下げ前倒しの観測が強まると思う。といっても 3 月会合まで時間は少なく利下げはなかなか難しいと思う。次の 4・5 月会合との見方が有力になるぐらいだろう。

後は利下げのピッチだが、いまのところ焦って連続的に利下げするイメージはない。景気の悪化具合次第になる。

■DZH 関口:FRB が繰り返し述べる「データ次第」の状況

ですね。

■**深谷氏**: データはここまで比較的しっかりでマーケットでソフトランディング見通しが強まっている。それを支えるようなデータだが、企業の景況感からすると少し懐疑的になる面もある。

■**DZH 関口**: 実体経済の動向を示すハードデータより、企業のマインドは少し腰が引け気味な感もあるようですね。

■**深谷氏**: 実際の景況や企業の活動からすれば雇用は遅行指標になるが、足もとでその辺りもそれほど強くない感じがある。

■**DZH 関口**: 企業のマインドの回復の有無が関係してきそうですが、データの状況を確認した上でFRB(米連邦準備理事会)が動いてくるといった手順になりそうですね。

■**深谷氏**: FRB は景気が一気に悪くなっていく恐れは抱いておらず、いまのところ慌ててはいない。インフレ率が下がっており実質金利が高くなっているの、いわゆる調整の利下げの余地はある。そこは粛々と進めていくと思う。

■**DZH 関口**: 水準調整の範囲の利下げで、予防的に利下げを進めるような感じではないですね。

■**深谷氏**: 金利を引き上げたことで景気が悪くなって慌てて利下げをする状況ではなく、利上げを進めた割に景気はしっかりしているものの徐々にスローダウンするなか、インフレ率が下がったので利下げ余地があり「ゆっくり調整利下げすればよい」といった感じだろう。

■**DZH 関口**: FRB にすればどうにかうまく経済をコントロールできたというところでしょうか。

■**深谷氏**: 景気が比較的堅調、インフレ率が低下、なおかつ利下げ余地もある。今のところ理想的な状況で、FRB に十分対応力があるといっていだろう。

■**DZH 関口**: インフレが高まっていく局面で景気を犠牲にしてもインフレを抑え込むと述べていたときもありましたが、その時のスピード感が脳裏にあるとマーケット参加者も前のめりに利下げを織り込みにいき過ぎてしまうかもしれません。しかし利下げを焦って行わなければならないといったような状態ではないということですね。

■**深谷氏**: 急激に利上げをからしてきたから利下げも急激に進める、といったことには今のところなりそうではない。

■**DZH 関口**: そうなると為替も緩やかにドル安や円高が進んでいくことになりそうですね。

■**深谷氏**: 1 四半期ぐらいもみ合って、そこからレンジを切り下げていく。今 140 円台後半なので 140 円台前半になり、140 円割れになりと、ただ、1 年でまとまるのは 130 円台前半までだろう。それでもかつてに比べ

れば全く円高ではない。今の水準からみれば 15 円ほどの円高だが水準的には中長期的にみればドル高・円安のまま。日本経済に大きな悪影響はないだろうし、輸出関連株などは円高に振れた分の影響が出ると思うがそれほど深刻な円高・ドル安ではない。むしろ輸入コストが低下するといったプラスの面も出てくる。

■**DZH 関口**: 輸入物価の高騰に悩む庶民からしたらありがたいかもしれませんがね。政府としても緩やかな円高なら問題なく、円高というより大きく進んできた円安の修正と受け止められそうですね。

■**深谷氏**: 理想的なシナリオかもしれない。なかなか理想的に進まないかもしれないが。あとは米大統領選が 11 月にあるものの、結果を受けて影響が本格的に出てくるにしても来年になってからだろう。トランプ氏が大統領になる確率が次第に高まっている。それに伴う不安感、不透明感による波乱は、年後半にも少し影響が出始める可能性がある。国際情勢やそれに絡んだ資源価格動向といったところ一波乱あるかもしれない。そうしたことを見越した動きが秋以降に出てくることも考えられるが今はまだリスク要因。現段階で述べるのは時期尚早かもしれない。

■**DZH 関口**: それはリスク要因というか、はっきりしない不透明要因として手が付けづらくなる材料かもしれませんね。

■**深谷氏**: 今の状態だけでいえばアメリカ経済はソフトランディングしそうでマーケットはリスク選好になっている。不透明要因が増えてくればリスク回避的になってくる恐れはある。

■**DZH 関口**: でも、突発的な材料が出てこなければ緩やかなドル安・円高にとどまりそうですね。(了)