

対円のドル安、一旦の利下げ「織り込み」進捗

前期比ドル安の下限－20 円前後、当座は 140 円前後がメド

2024/9/25 (水)

米 FRB の利下げ転換をテーマとした為替ドル/円でのドル安は、一旦の利下げ織り込み進捗が示唆され始めている。18 日の米 FRB・FOMC では FF 政策金利の予測中央値が来年 2025 年末に 3.4%とされ、前回 6 月時の 4.1%から下方修正されたが、先行で織り込んできた米 2 年債金利は、6 月の 4%超えからの低下を経て、16 日以降は「来年末 FF 予測」と近い 3.5%前後で下げ渋りとなっている。過去 FRB の利下げを含め、ドル/円でドル安が加速される局面は「四半期前のドル高値比－20 円前後」が下限となってきたが、足元 7－9 月期のドル高値は 161 円であり、当座は 140 円前後が下値メドとして注視される。

前期比－20 円超のドル安進展、過去下限ゾーンに

「向こう数年間に政策金利を引き下げていく米 FRB 当局者の見通しについて、予想されている水準にまで実際に引き下げようとすれば、(緩和効果などで) インフレ高進を招くことになり、緩和の進行が阻まれる公算が大きい」――。

米国の元財務長官であるサマーズ米ハーバード大学教授は 9 月 19 日、このような懸念を示した（ブルームバーグ・テレビジョン）。

FRB の FOMC では 18 日、当局者による金利予測分布図（ドット・プロット）で、来年末時点の FF 政策金利（翌日物）見通しが中央値で 3.4%とされた。前回 6 月時の 4.1%から下方修正されている。しかし、サマーズ氏はインフレ上昇が再燃となれば、ドット・プロットの見通しほどの「金利低下はないだろう」と指摘している。

実際の行方には不透明感が強いが、足元の米国株市場は先行き利下げ継続の期待感などにより、改めて過去最高値圏を上抜けてきた。単純に株価上昇は家計への資産効果やインフレ期待と設備投資の刺激、消費へのプラス効果などを通じ、インフレ再上昇の一因となる可能性は無視できない。

その中で為替相場のドル/円は短期スパンとして、米利下げをテーマにしたドル安に一旦の織り込み進捗が示唆されつつある。米国債市場で FF 金利と相関性や先行性のある 2 年債金利は、6 月以降、利下げ時期の前倒しや先行き利下げ幅の拡大を織り込む形で急低下してきたが、9 月 16 日からは下げ渋りとなっている。ドット・プロットにおける来年末見通しの下方修正に即した金利の低下が一服となり、来年末の FF 予測 3.4%に近い 3.5%前後で横這い化となってきた。

連動する形でドルについても、一旦の下げ渋りや短期調整的な反発が焦点となる。為替ドル/円は 7

月以降、FRB の先行き利下げを織り込む形でドルが急落となってきたが、9 月 19 日時点では四半期ベースでの「期中ドル安値－前期ドル高値」によるドルの下落幅が、前期比－21.7 円前後の大幅ドル安となっている。

一方で過去リーマン・ショックやコロナ危機などの市場混乱時を除くと、FRB の利下げ織り込み相場などを含めたドル急落ケースは、前期比－20 円幅から－25 円幅が下限ゾーンとなってきた。この点でも、一旦の米利下げ織り込み進捗が示唆されている。

先行きドル安余地は残るものの、年末 10－12 月でいえば「前期のドル高値」が足元の 7－9 月に 161.95 円前後となっている。年末にかけては「前期比－20 円」のドル安としても、140 円前後がドルの下値メドとして注目されやすい。

年間変動幅は平時の上限接近、ドル安余地制御

過去実績としてドル/円の四半期ベースでは、「2 四半期前比」でも－20 円安から－25 円安がドル下落の下限ゾーンとなってきた。これから 10－12 月時のほか、来年 1－3 月時にかけて参考になる「2 四半期前」のドル高値は、今年 4－6 月が 161.27 円前後、7－9 月が 161.95 円前後となっている。やはり－20 円幅をドル下落の下限メドとした場合、140 円前後がドルの下値メドとして注目される。

過去には前期比や 2 期前比で－20 円安や－25 円安を超える大幅なドル安オーバーシュートもあったが、いずれも日米を始めとした金融不安や信用不安、リスク回避の激化が影響してきた。その点、現在は米国の銀行株が堅調な推移となるなど、世界的に金融不安は制御されている。

米 2 年債金利の利下げ織り込みでいえば、「2 年債金利の月間最低－FF 金利」の金利差が 9 月は 19 日時点で－1.48%という 2 年債の下振れとなっている。8 月は－1.85%という過去最大幅の下振れ拡大となり、利下げ織り込みの行き過ぎ過熱が見られていた。そこから 9 月は下振れ一服という利下げ織り込みの進捗が示唆されており、過去実績に沿えば時間差ケースを含めて、ドル/円でのドル安一服につながりやすい。

さらに先行き一段のドル安・円高が進行した場合は、日本の当局による政策的な目配りが注目される。最新 6 月の日銀短観における大企業・製造業の想定レートは、142.84 円となっていた。今後、想定レート比で実勢相場が大幅なドル安・円高に下振れ乖離となれば、企業の為替差損や収益悪化、賃上げ悪影響などに配慮した政策対応の強化余地が残されている。

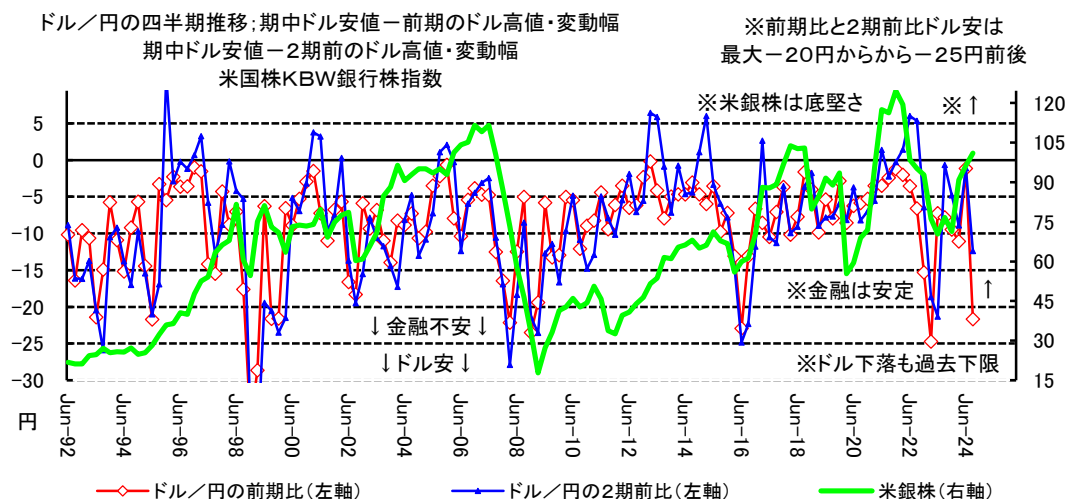
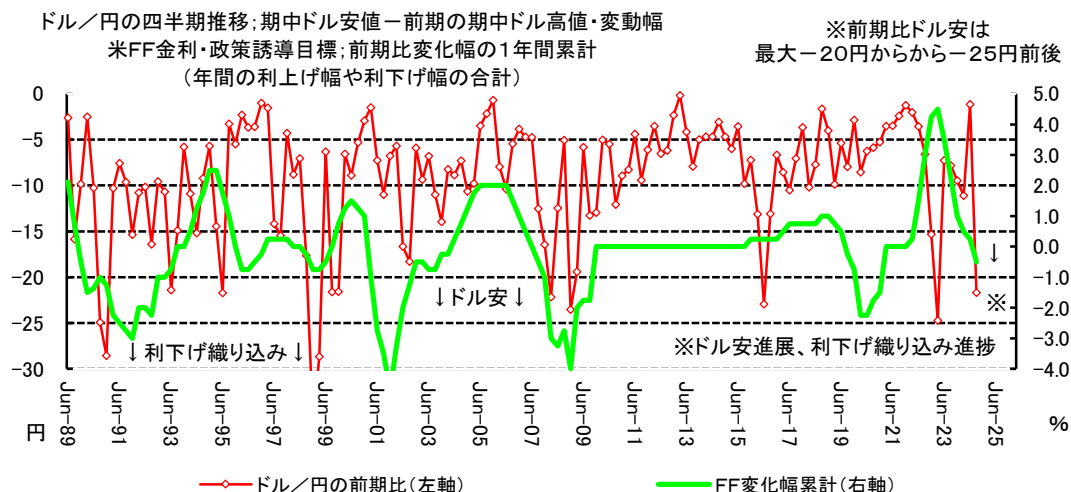
る。

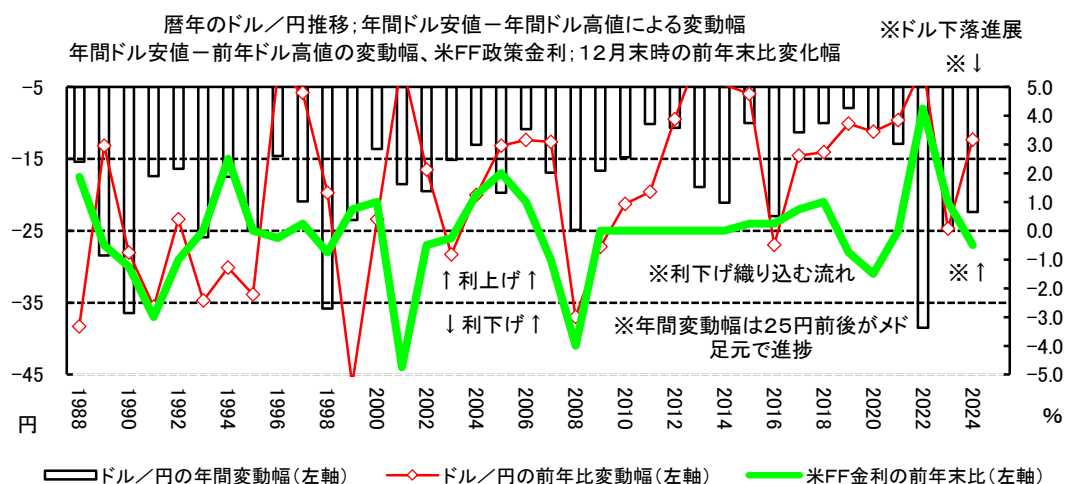
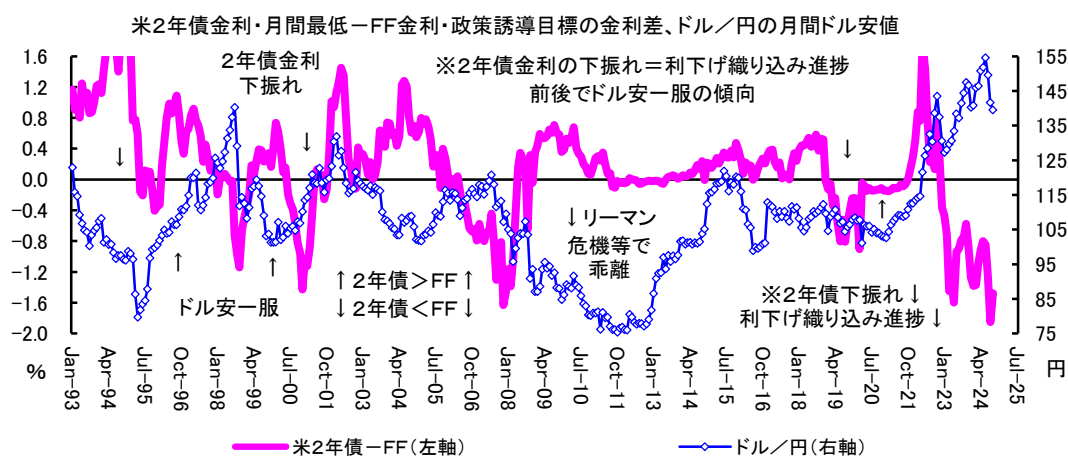
ドル/円の年間変動幅でいえば、年間ドル安値と年間ドル高値が形成された時系列は別にして、単純な「年間ドル安値－年間ドル高値」の値幅は 9 月 19 日時点で今年が－22.4 円幅となっている。市場混乱時を除いた平時では、昨年が－24.7 円幅、その前の最大が 2016 年の－23.0 円幅であり、基本的には最大でも－20 円幅から－25 円幅となってきた。すでに今年はずり前の上限に接近しており、年内でいえば現状の年間ドル安値 139.58 円前後からのドル下落幅は限られる可能性がある。

また、過去の FRB による利下げ局面では、FF 金利

の前年 12 月末に対しての年末時・前年比変化幅（年間の利下げ累計幅）が－4.00%となった 2008 年に、ドル/円の年間変動幅は－24.9 円幅となっていた。その前では－4.75%となった 2001 年が－18.5 円幅、－3.00%となった 1991 年が－17.4 円幅となっている。その点で今年の－22.4 円という変動幅の拡大幅は、「利下げ織り込み」の一定進捗も意識される。

しかし今回の場合、実際の利下げが始まったのは、まだ足元の 9 月からだ。来年にかけての累積の利下げ幅拡大では、「前年比」でドルの下落幅が拡大となる可能性は消えていない。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複製もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。