

米利下げと日本利上げ、一旦の織り込み進捗 双方「最終地点」制約意識、円高抑制や円安の要因に

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2024/11/11 (月)

米国の利下げと日本の利上げに関して、一旦の織り込み進捗が見られつつある。米FRBは11月7日に利下げを行い、今後も利下げ継続の姿勢を示したが、政策金利FF(翌日物)に先行性のある米2年債金利は9月利下げ後のような低下が限られ、9月に「先行きFF3.5%方向」を織り込む3.5%にまで低下したあとは足元4%超えに上昇している。日銀にはまだ利上げ織り込みの余地が残されているが、最短12月等に0.25%の利上げを行うと、その後は利上げ余地と最終地点の制約が意識されていく。円高抑制や円安の要因となりやすい。

ドル/円、3カ月・1年・2年平均が上向き回帰

「来春の春闘での賃上げ水準の見極めや実質賃金の安定的なプラス定着まで、日銀は利上げを急ぐべきではない」、「(その結果)円安が進展しても、米国の経済や金融政策などが絡む問題であり、一国だけでは解決できないことに右往左往すべきではない」、「為替介入のような小手先対応の効果は短期的で、日銀も過度に為替を意識して金融政策を動かすべきではない」――。

10月末の衆院総選挙で与党が過半数割れとなつて以降、政権協力で重要な鍵を握る国民民主党の玉木雄一郎代表は、このような主張を行っている。そのうえで目先の政策対応は、円安に振り回されるよりも、「安定的な賃金上昇を実現させるための金融政策、財政政策を優先すべき」、「円安にはデジタル貿易赤字の是正や原発再稼働(資源輸入の高止まりと貿易赤字の是正)など、構造的なアプローチをとる必要」といった構造改革を訴えている。

その中であって「米国の金融政策が絡む」為替ドル/円に関しては、足元で米FRBの利下げと日銀の利上げに一旦の織り込み進捗が見られつつある。米国ではトランプ政権の復活による需要刺激やインフレ再上昇などの問題、日本は政権不安定化と国民民主党のような利上げ慎重意見、来夏の参院選要因もあり、米国は最終的な利下げ水準、日本は最終的な利上げ水準に関して、それぞれ制約が意識され始めた。先行きドル安・円高の余地抑制や、上下動を経ながらの円安・ドル高の基調が支援されやすい。

おりしもドル/円の月足テクニカルでは10月以降、3カ月、12カ月(1年)、24カ月(2年)の各移動平均線について、トレンドを示す方向角度が上向き化に転換している。7月以降は米国の利下げと日本の利上げを織り込む動きもあり、2020年以来となる下向き場面が見られてきた。しかし足元ではこうした政策変更や金利差縮小の一旦の織り込みもあり、各

ラインが再びドル高基調を示す上向き化に回帰している。

当座のドル/円は150―160円前後への取引レンジの再移行や、ドルの下値切り上がり基調が注目されそう。暦年ベースでの年間ドル高値でいえば、2021年から日本の貿易・サービス収支の赤字が定着して以降、前年比ドル高や前年比と同水準が続いている。来年にかけては今年の現状ドル高値161.95円前後を超えたり、同水準への接近余地が残されている。

過去20年における「年間ドル高値での前年比ドル下落幅」が大きかったのは、リーマン・ショック時にあたる2008年の―12円幅であった。来年に最大―12円幅のドル安があっても、150円前後のドル高余地は残されている。直近の最大ドル下落幅は、2016年と2018年の―4円幅であった。今年の現状ドル高値161.95円前後との比較では、来年に―4円幅でも158円方向のドル高余地がある。

最近ではFRBが11月7日のFOMCで0.25%の利下げを行い、今後も利下げ継続の姿勢を示した。しかし、政策金利FF(翌日物)に先行性のある米2年債金利は、低下が限定的となっている。今年の2年債金利はFRBの利下げ開始を織り込む形で5月の5%前後から、急低下に移行。FRBが9月20日に0.5%の大幅利下げから利下げをスタートさせたあとも、先行き利下げ幅拡大の織り込みなどで金利の低下が続いた。

FF利下げ幅の累計、先行指標は拡大方向が一服

しかし、9月25日に「FFの先行き3.50%(11月7日の利下げで現状上限は4.75%)」を織り込む形で3.5%前後まで低下したあとは、2年債金利が反転上昇に転じている。一旦の利下げ織り込み進捗を示唆するもので、7日の利下げ後も足元では4.1―4.2%前後に切り上がっている。

FF金利の先行き累計利下げ幅で参考になる米2年債金利の低下幅でいえば、「月間最低金利の前月比変化幅」が12カ月間の累計で11月7日に―0.54%幅となっている。最近では5月の+1.05%幅が直近最大のプラス幅となる形で、今後1年間における累計利下げ幅の拡大を織り込む動きが進展。10月には、―1.35%にまでマイナス幅が拡大した。

10月時点でのFF政策金利といえば、9月の0.5%利下げを経たあとの5.00%となっている。その意味で2年債金利は、10月段階で先行して「今後1年間の累計―1.35%幅の利下げ」を織り込む状況となっている。単純にFF金利でいえば、「1年後の来年10月にかけて3.65%方向(5.00%―1.35%)までの利

下げを織り込んだ」という参考指標や先行指標となる。

ちょうど2年債金利が、9月に先行きFF3.5%方向を織り込む形で3.5%前後まで低下したのと近い水準だ。過去実績として、こうした2年債金利の前月比変化幅・12カ月間累計は、FF金利の前月比変化幅・12カ月間累計(=12カ月間における利上げ幅や利下げ幅の累計)に先行性を有してきた。同時にFF金利の水準自体にも、密接な先行実績がある。

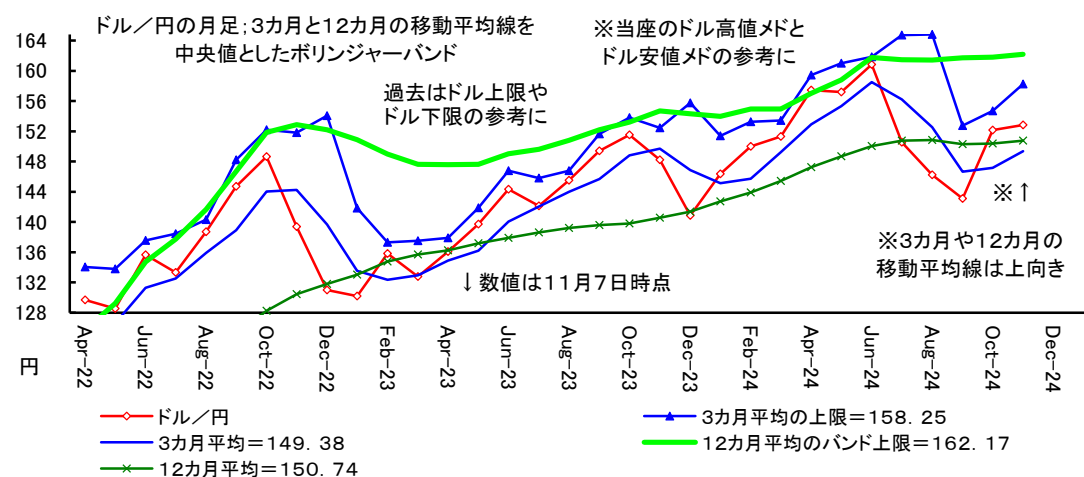
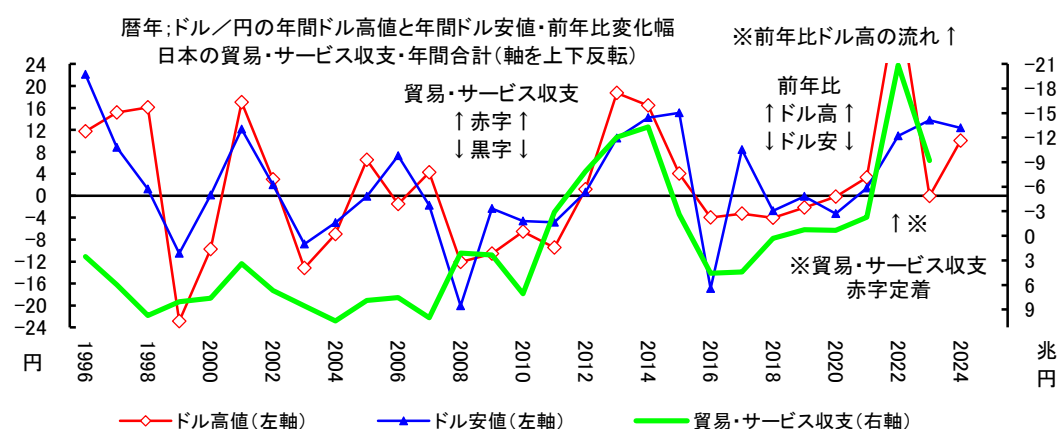
その点、足元の2年債金利の変化幅・累計は、10月の-1.35%が最大のマイナス幅となる形で、11月は7日時点で-0.54%に縮小転換となっている。過去実績に沿えば先行き1年後の来年10月から11月にかけて、FF金利の利下げペース鈍化や利下げ終盤入りの先行シグナルとなる。

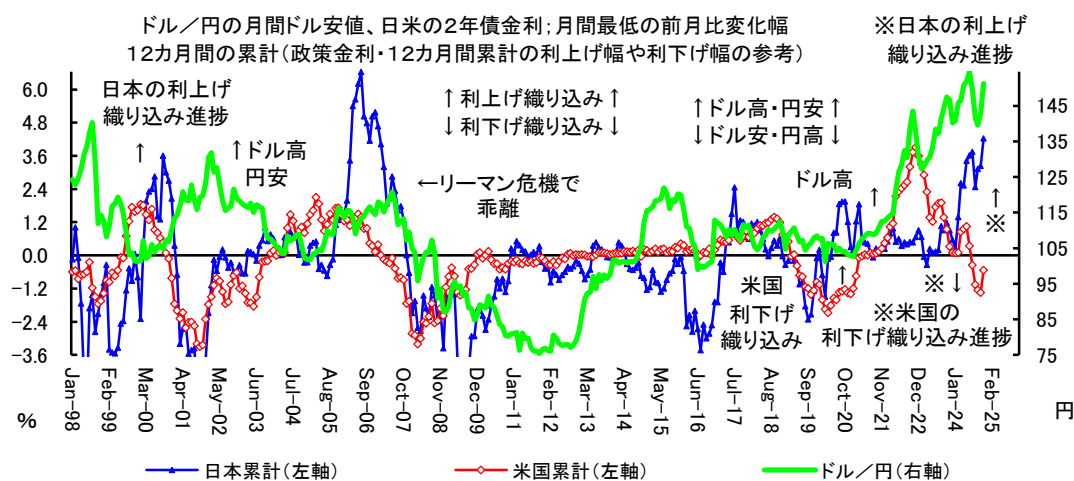
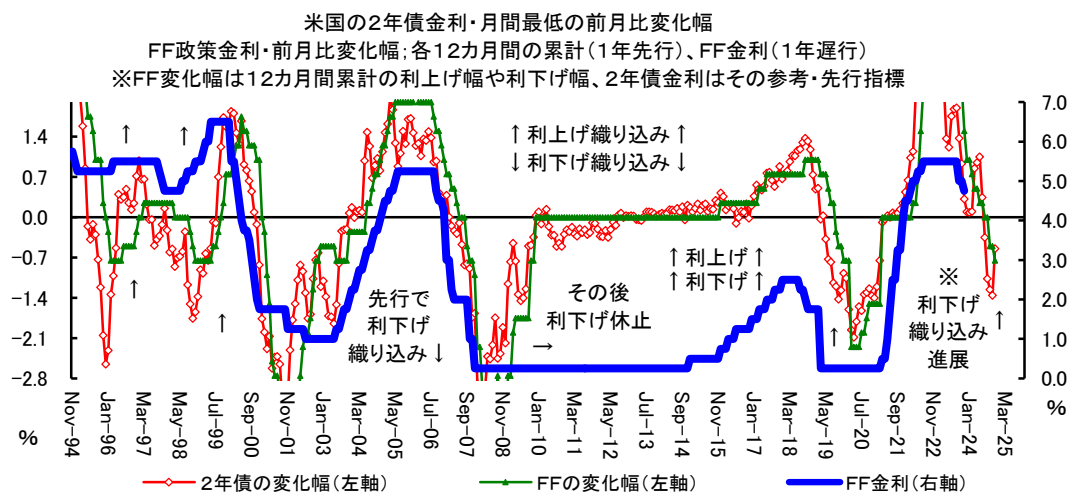
こうした先行指標の動向もあり、為替ドル/円は9

月に139円台までドル安・円高が進展したあと、過度な利下げ幅拡大予測の縮小修正のほか、1年後にかけての利下げの「一旦の織り込み進捗」もあってドルが再上昇となっている。

かたや日銀は、まだ利上げの織り込み余地が残されたままだ。政策金利に先行性のある2年債金利については日本の場合、9月27日の0.32%を直近最低に上昇基調へと移行し、11月には8日にかけて0.51%方向への上昇が続いている。

それでも日銀が最短12月などに0.25%の利上げを実施し、政策金利を0.50%に引き上げると、その後は利上げ余地の狭まりが意識されていく。ブルームバーグによるエコノミスト調査などでは、現状段階で政策金利の水準予想の中央値は、2024年末が0.50%、2025年末は0.75%という慎重見通しが目立っている。





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、複写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。