

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

節目を迎えつつある円安サイクル

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

masashi_hashimoto@iima.or.jp

<要旨>

- 7月以降、ここ数年の円安に転換の兆しがみられている。直接の相場材料としては、米消費者物価の下振れや、本邦通貨当局の為替介入、要人発言、さらには日銀の予想外の利上げなどがあった。8月以降は、米景気減速懸念による市場のリスク回避地合いの高まりから、円キャリー取引の巻き戻しに拍車がかかった面もあった。
- もっとも大局的にみれば、円相場は過去より世界の景気・金利サイクルと逆相関にある。2024年3月のスイスを皮切りに欧米諸国は利下げ局面に転換し始めており、9月には米FRBの利下げ開始も有力視されているなど、世界の金利サイクルにピークアウト感が強まって来たことが円安一服の底流にあるとみることができる。
- 今後FRBの利下げ局面入りなどを経て世界の金利サイクルの下落局面がさらに進捗すれば、円高方向への動意もより明確になって来るとみられ、ここ数年の円安が7月で一旦節目を迎えていた可能性が高まろう。

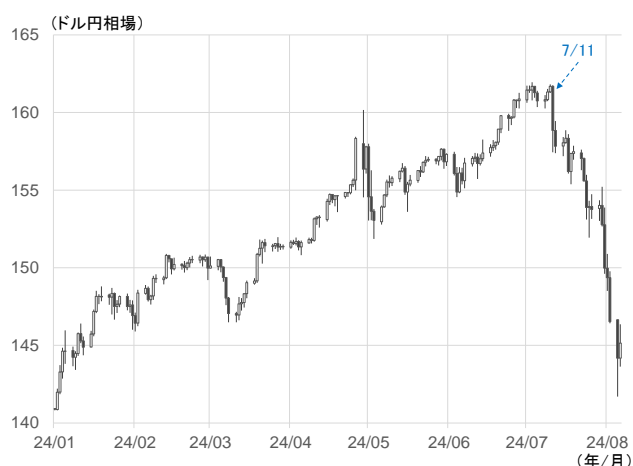
<本文>

1. 7月から急激に進行した円高

外国為替市場では、ここ1ヵ月大幅な円高がみられて来た(第1図)。切っ掛けは7月11日に発表された6月分米消費者物価指数の下振れであった。春先以降、米消費者

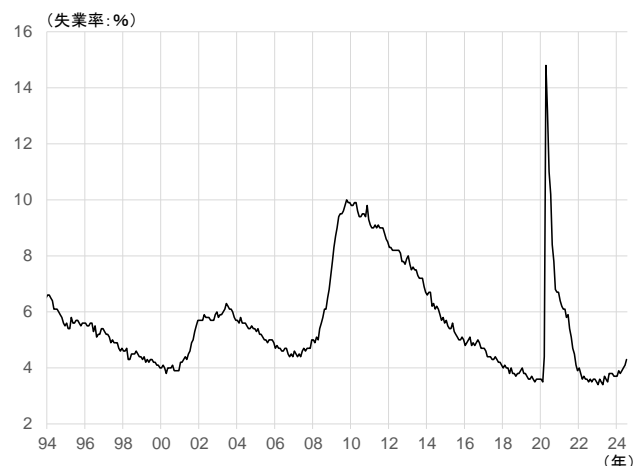
物価指数にはインフレ沈静化の動きがみられつつあったが、そうした流れが変わらないことが改めて確認されたことで、市場では FRB による利下げが近づいていることがさらに織り込まれ、米金利がもう一段低下。それに合わせて 11 日、12 日と 2 日間に亘って本邦通貨当局による円買い為替介入が入った模様で¹、ドル安円高が大きく進み始めた。その後、トランプ前米大統領による対ドルでの円安を問題視する発言（16 日）の他、河野デジタル大臣（17 日）や茂木自民党幹事長（22 日）から日銀による利上げを求める発言もあり、円が買い戻される流れが続いた。7 月 30～31 日の日銀金融政策決定会合で日銀は実際に予想外の利上げを実施し、会合後の定例記者会見でも植田総裁が、先行き追加利上げに含みを持たせるタカ派スタンスを示した。一方、31 日の 7 月 FOMC 後の記者会見では、パウエル FRB 議長から次回 9 月 FOMC での利下げが視野に入りつつあることが示されたことから、対ドルを含む円キャリー取引の解消が進んでいた。

第 1 図：ドル円相場(2024 年初以降)



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 2 図：米失業率



(資料) Bloomberg より筆者作成

そうしたところに 8 月 2 日に公表された 7 月分米雇用統計が市場予想を下回るものとなった。既に最近の米経済指標には下振れが目立ち始めており、これまでの FRB による大幅な利上げの影響が顕在化し始めることに一定の警戒感が燻っていたが、労働市場が堅調である限り個人消費を中心に米経済は下支えされ、インフレ沈静化とも両立させてソフトランディングを達成できると期待されていた。ところが雇用統計では、非農業部門雇用者数の前月比増や賃金上昇率の減少・低下傾向が続いただけでなく、特に最

¹ 財務省の 7 月 31 日の公式発表では、6 月 27 日～7 月 29 日の間に 5 兆 5,348 億円の外国為替平衡操作が行われたことのみが示されている。もっとも、短資会社による日銀当座預金の財政要因等の予想値と実際の日銀による公表値との乖離から、7 月 11、12 日に円買い為替介入が行われた可能性が高く、実際のドル円相場も、同日に為替介入らしき値動きを確認できる。

近緩やかに上昇し始めていた失業率が、前月の4.1%から4.3%へと予想外に大きく上昇した（第2図）。過去米国の景気後退期には、失業率が急速に上昇する傾向があり、最近市場で話題になっている失業率に関するサム・ルール²による景気後退入りの基準にもついに達したことから、米景気が景気後退の変曲点に達しているにも拘わらず、FRBが金融緩和への転換で後手に回っているのではないかとの見方が市場で俄かに浮上。折からのイスラエルとイランの対立激化という中東情勢の緊迫化も手伝って、市場のリスク回避地合いが大幅に高まり、株式を始めリスク資産が急落した。

為替市場では、既に進んでいた円キャリー取引の巻き戻しに拍車がかかった模様で、円は全ての通貨に対して急上昇し、5日の東京時間にドル円相場は一時2024年1月以来となる141円台まで急落するに至った。その後5日米国時間に発表された7月分米ISM非製造業景気指数が51.4と前月分（48.8）から回復し、拡大・縮小の分岐点である50を再び上回るなどしたこともあり、米景気後退を過度に警戒する動きは一先ず緩和しており、為替市場でも急激な円高は一旦一服している。幸い金融システム不安定化のような大事にも至っていないようだ。もっとも、本稿執筆時点でも市場はボラタイルな状況が続いており、先行き不透明感は強い。

2. 円安サイクル一服の底流には世界の金利サイクルのサイクルトップ

こうした7月からの急速な円全面高は、既述の通り本邦通貨当局の介入や要人発言などの材料が支援材料になっていたが、大局的にはやはりグローバルな金利環境がサイクルトップを迎えつつあることが大きいのではないかとみている³。

筆者がこれまで2023年1月13日付国際通貨研レポート「日銀金融政策修正観測と円相場の行方～円相場と日銀金融政策の大局的な関係に基づく検証～」⁴などで指摘して来たように、円相場（円の名目実効為替レート）は、安全通貨としての傾向を強めた2000年代半ば以降、米長期金利を中心とした世界の長期金利サイクル、延いては世界の景気サイクルと大局的に逆相関で推移して来た。例えば米景気を含む世界景気が拡大する局

² サム・ルールとは、元FRBエコノミストのクラウディア・サム氏が考案したルールで、米国の失業率の直近の3ヵ月移動平均値が、過去12ヵ月の3ヵ月移動平均値の最低値より0.5%以上高くなった場合、景気後退のシグナルになるというもの。

³ [2024年5月1日付国際通貨研レポート「今回の円安を大局的にどう考えるべきか？～インフレ・競争力低下・変動相場制から考える大幅な円安の評価～」](#)などで示したように、筆者はこれまで為替レートの変動構造を、構造要因などに基づく長期トレンド要因と、世界の景気・金融政策サイクルなどに基づくサイクル要因に分けて分析して来たが、今回の円高への動きは、このうちサイクル要因が転換して来たことが作用していると整理できる。

⁴ [2023年1月13日付国際通貨研レポート「日銀金融政策修正観測と円相場の行方～円相場と日銀金融政策の大局的な関係に基づく検証～」](#)

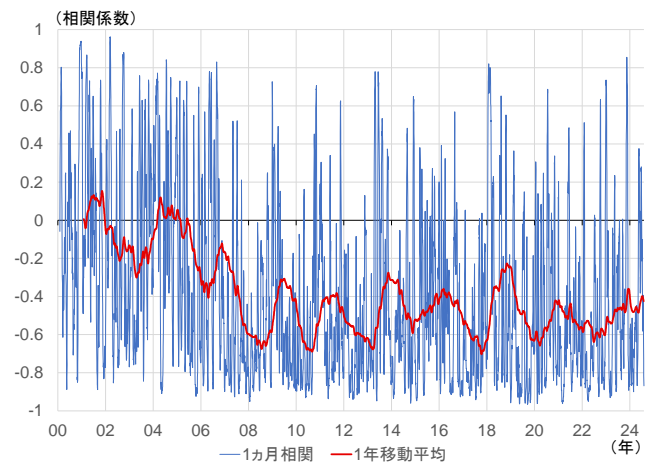
面では、米金利を含む主要国の金利が上昇し、日本の金利も通常上昇傾向となるが相対的に小幅に止まるため、日本と主要国の金利差が拡大。また景気拡大で世界的に株価が上昇し市場のリスク選好度が強まることもあり、円は大局的に下落する傾向にあった。逆に米景気を含む世界景気が後退する局面では、こうした流れが逆転するため、円は相対的に上昇する傾向にあった。第3図は円の名目実効為替レートと米10年金利(逆軸)の推移をみたものだが、2000年代半ばくらいから、両者は逆相関(この図では同じ方向)で推移している。第4図は第3図でみた両者の日次データの相関係数をみたものだが、2000年代半ば以降主にマイナス領域での推移となっており、両者の逆相関が高まっていることをここからも確認できる。

第3図：円名目実効為替レートと米10年金利



(注)円の名目実効為替レートは、BIS公表の狭義ベースの名目実効為替レート
(資料)Bloombergより筆者作成

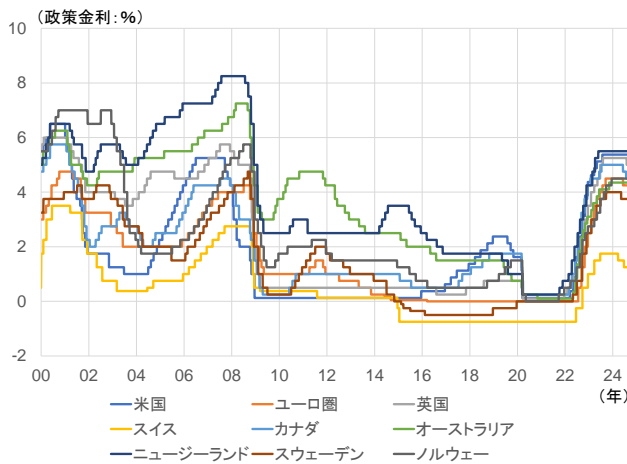
第4図：円名目実効為替レートと米10年金利の相関係数



(資料)Bloombergより筆者作成

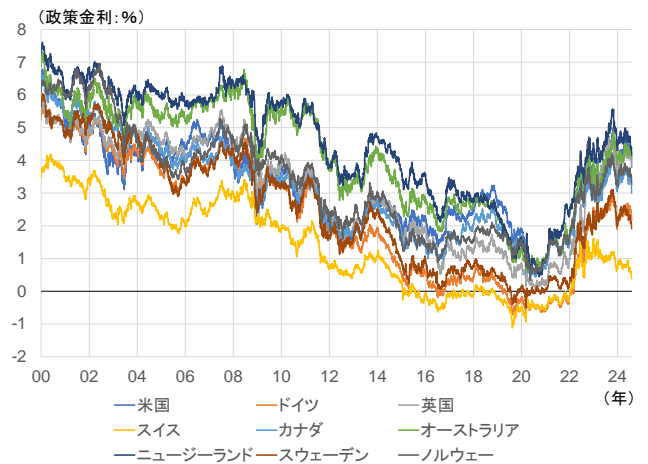
この点、足元をみると、主要国の金融政策サイクルは、数十年來のインフレ率の上昇が漸く沈静化し、利下げサイクルに入りつつある(第5図)。2024年3月のスイスの利下げを皮切りに、5月にスウェーデン、6月にカナダ、ユーロ圏が利下げ局面入りし、8月には英国も利下げに転じた。既述の通り、米国FRBも9月には利下げに転じる可能性が濃厚となっている。これを受けて主要国の長期金利も下落局面入りしつつある(第6図)。これまで、米国を中心に経済は比較的底堅く推移しており、インフレ沈静化を強く確信できるまで粘り強く利下げ転換の適切なタイミングを待つとされていたことや、金利水準も過去に比べて高く、低金利を維持していた日本との内外金利差が大きく開いていたことから、円安モメンタムが強く残っていたとみられる。しかし、景気の方角感も含めて金利サイクルのピークアウト感が一定以上強まったことで、ついに円相場も円高方向へ転換し始めた可能性があるだろう。

第5図：主要国の政策金利推移



(資料) Bloomberg より筆者作成

第6図：主要国の10年金利推移



(資料) Bloomberg より筆者作成

3. 日銀の金融緩和巻き戻しも円高転換を支援

さらに7月31日の日銀による予想外の利上げと、植田総裁の示したタカ派スタンスが、今回の円高転換の動きを後押ししたとみられる。2024年6月24日付国際通貨研レポート「日本経済の長期低迷・国力低下と円安の今後」⁵でも指摘したように、ここ数年の大幅な円安は、数十年來の世界的なインフレを受けて、主要国が大幅な利上げを行ったにも拘わらず、日本は低い潜在成長率やデフレのノルム、政府債務残高の大きさなどが制約となってそれに追随することができず、内外金利差の大幅な拡大が当面常態化するのではないかとこの思惑が、背景の1つになっていたと考えられる。7月会合でみせた日銀のこれまでから一步踏み込んだタカ派スタンスは、こうした市場の思惑に一石を投じた可能性はあろう。

但し、本邦経済のモメンタムなどからすれば、日銀の利上げペースにも限界はあろう。主要国の景気が減速に向かい、金融政策も緩和方向に向かう環境は、内需牽引力が強くない日本経済には相応の向かい風になるとみられる。今後仮に主要国でより景気減速感が強まれば、日本経済への下押し圧力と、主要国のさらなる利下げによる円高圧力から、日銀による金融緩和巻き戻しの動きも一服するのではないかとみられる。ただその場合でも、主要国の金融政策が緩和方向に向かうことで内外金利差が縮小するため、世界の金利サイクルに沿った円高の動きは継続すると考えられる。

⁵ [2024年6月24日付国際通貨研レポート「日本経済の長期低迷・国力低下と円安の今後」](#)

4. 円安サイクルは節目を迎えたか？

当面は米景気を中心とした世界景気の先行きに対する警戒感が熾るとみられ、米金利などへの下落圧力が続く中、円相場は底堅い（ドル円相場の上値は重い）推移が続くそうである。その上で、今後さらなる円高進行があるかどうかは、大局的には米国を中心とした金融政策・金利動向に左右される。現時点ではこれまでの利上げ効果がさらに顕在化し、FRB が利下げ局面入りして米金利がもう一段低下するとみられ、その場合さらなる円高動意につながり、ここ数年の円安サイクルも 7 月で一旦節目を迎えていた可能性が高まろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>