T&Dアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第357号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部　チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー　浪岡　宏, CFA

2024年7月22日

～当面、ドル円は横ばい推移か？～

日本時間の7月17日に、米国サイドからは大統領候補のトランプ氏によるドル高けん制発言が報じられ、日本サイドからは河野デジタル相より円安けん制発言がなされ、これらの影響で、為替市場では急速に円高進行を見せた。もともと、為替介入と思われる影響で、ドル円は軟調さをみせていたこともあり、相応のスピード感を伴ってのドル円下落となった。

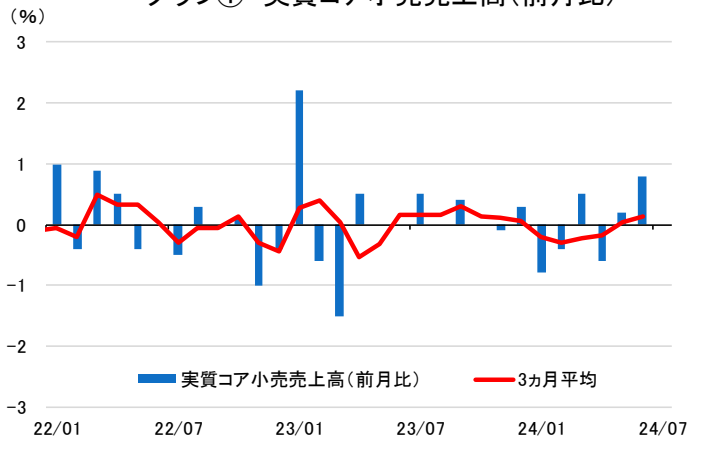
今後について、為替介入によって人為的に円高に推移させることは可能であるだろうが、そうした人為的な動きが限定的であるとすれば、現時点で筆者は、今後1～2カ月程度の期間において、ドル円が大幅に下落するとは予想していない。

その理由を、まずは米国経済指標から確認していきたい。

足許は、やや気がかりな指標が散見されているが、それでも悪い指標が相次いでいるという印象はない（表①）。むしろ、実質コア小売売上高については、足許で力強さも見られる（グラフ①）。

このような状況を踏まえると、当面は、米国経済は潜在成長率程度の成長をみせると予想している。景気後退に陥る可能性はおろか、そうした状況が意識される可能性も低いだろう。

グラフ①　実質コア小売売上高（前月比）



期間：2022年1月～2024年6月（月次）

注：実質コア小売売上高は、コア小売売上高をコアCPIにより、筆者がデフレート（実質化）している。

表①　米国の各種経済指標に対する筆者の判断

	2023年 7月	8月	9月	10月	11月	12月	2024年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
ISM製造業指数	△	△	△	△	△	△	△	△	○	○	△	△	
ISM非製造業指数	△	○	△	△	△	△	△	△	△	×	○	×	
耐久財受注	△	△	△	△	△	△	△	△	△	×	△		
小売売上高	×	○	○	△	△	△	×	×	×	×	×	△	
雇用者数	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	
中古住宅販売件数	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△		
新築住宅販売件数	○	○	○	×	×	×	○	×	○	○	×		
ミシガン大学消費者信頼感指数	○	○	○	○	×	△	○	○	○	○	△	×	×

期間：2023年7月～2024年7月（月次）※ただしレポート執筆時に取得可能なデータに限る

注：各指数の移動平均ないし各指数の前月比あるいは前月差の移動平均を算出し、筆者の判断に基づいて項目毎に閾値を設定し、特定の閾値を上回った場合は○、特定の閾値間にある場合は△、特定の閾値を下回る場合は×と表記している。

（次頁に続く）

出所：グラフ①、表①はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがいまして、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものですが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

次に、米国の政策金利の動向に着目したい。7月のFOMC（連邦公開市場委員会）を控えるなか、7月の利下げについては、市場参加者の多くの見方と同様に筆者も見込んでいない。そして、そうした前提のもとで、9月の利下げについて筆者なりの考え方を整理した（表②）。

なお、FF金利先物市場では、年内に約2.5回の利下げが予想されているが、筆者の見通しでは年内2回程度の利下げを予想している。インフレ率が大幅に加速しない限りは、9月と12月に利下げをすると見込んでいる。

前述の通り、筆者は景気後退を見込んでいないので、利下げのペースについても緩やかなものになると予想している。毎回のFOMCで利下げをするとは考えにくい。2回のFOMCで1回利下げをする程度と予想している。利下げを行う中で、もしも、インフレの再加速が見られれば、更にペースを緩やかなものにするとも考えられる。

米国の政策金利の動向が長期金利に与える影響を考察すると、今後1～2カ月という期間であれば、その影響は限定的なものとなろう。9月に利下げをしたとしても、先物市場では既にかなり織り込まれているため、利下げの影響で長期金利が大幅に低下する可能性は低いだろう。

一方で、日本の長期金利は上昇しつつあるが、それでも日米金利差は非常に大きく、キャリートレードに投資妙味を見出す投資家も多いだろう。足許は、介入の甲斐もあって、こうした投資スタイルは減少するとみているが、日銀が相応に利上げする姿勢を見せず、介入を頻繁に行わないとすれば、再びキャリートレードが拡大する展開となろう（グラフ②）。

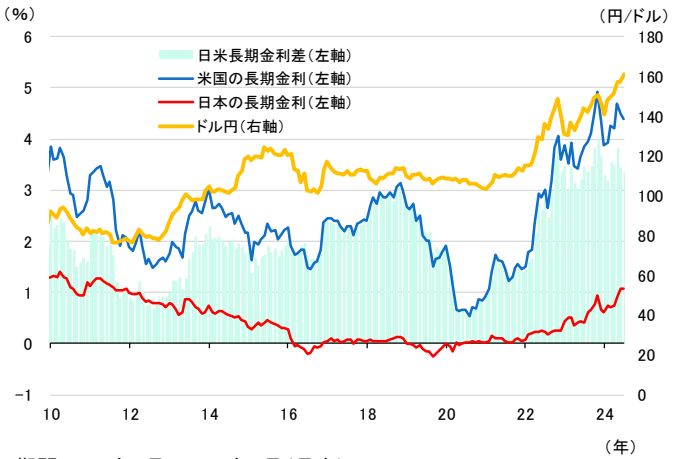
このような状況を背景に、今後1～2カ月という期間においては、ドル円が大幅に下落するとは予想していない。

表②　9月の利下げについての考え方

		雇用市場	
		急速に悪化	急速な悪化を免れている
物価動向	大幅再加速	このような状況は予想し難いが、9月の利下げは見送りとなる可能性（発生確率：5%）	9月の利下げは見送られる可能性がかなり高い（発生確率：15%）
	大幅な再加速を免れている	9月に利下げする可能性がかなり高い（発生確率：15%）	9月に利下げする可能性が高い（発生確率：65%）

注：発生確率は、各ケースが起こる可能性について、筆者の予想に基づき主観的に数値化したもの。
注2：7月のFOMCでは利下げは行われず、臨時のFOMC等による政策変更もない、という前提条件のもとでの予想。
注3：それぞれの色合いは、暖色が強いほど9月の利下げが見送られ、寒色が強いほど9月の利下げが行われる、という予想を示している。

グラフ②　日米長期金利および長期金利差とドル円



期間：2010年1月～2024年6月（月次）

出所：表②はT&Dアセットマネジメントが作成、グラフ②はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがいまして、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものですが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。