

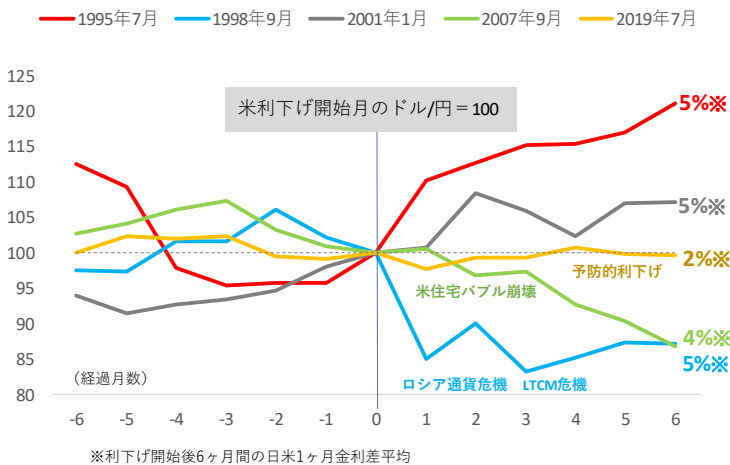


米利下げ開始後の円安は想定通り

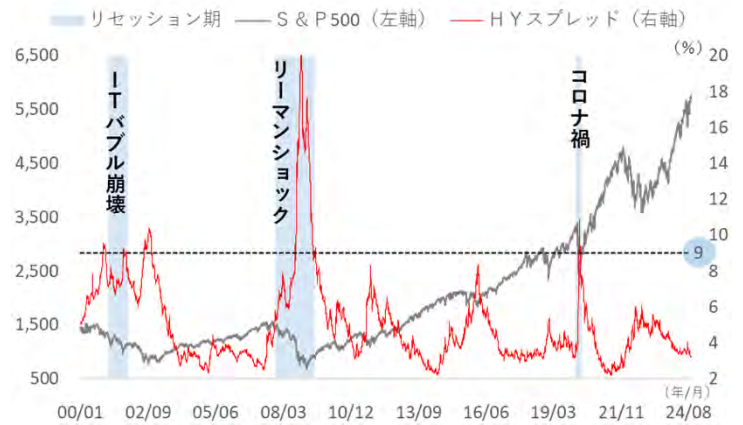
米利下げ開始後の円安予想は想定通り

- 9/11のテレビ東京モーニングサテライトで「米利下げ開始後は140円台後半程度を目途とした円安に揺り戻す」と予想したが、想定通りの展開だ
- この予想の背景は過去の利下げ開始局面で「(1) 日米1ヶ月金利差が5%越え+ (2) 金融危機なし」なら利下げ開始後は円安への揺り戻しが見られたから (図①)
- 今局面の日米1ヶ月金利差は4.6%で四捨五入すると約5%、金融危機についても危機勃発の閾値と目されるハイイルドスプレッド9%越からほど遠い (図②)
- つまり、今利下げ開始後は上記 (1) (2) の条件に該当するため円安方向 (140円台後半が一つの目安) への揺り戻しがあるとした

【図表1】米初回利下げ前後のドル/円
日米1ヶ月金利差約5%以上+金融危機無し⇒円安



【図表2】「金融危機・株価暴落」の閾値は
ハイイルドスプレッドの9%越え



米年内追加利下げ幅0.75%の市場織り込みは妥当か？

- 市場は年内追加利下げ幅0.75%を織りこむ一方、FEDは0.5%に留まる、筆者はFED寄りだが、FEDよりもややタカ派目線で見ている
- この背景として挙げられるのは雇用市場の粘り強さ、失業率に約6ヶ月先行する新規失業保険申請件数はピークアウト、失業率上昇を示唆していない (図③)

【図表3】新規失業保険申請件数4週平均に
約6ヶ月遅れ失業率は推移



(図表1~3) Bloombergのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

※本稿に記載された意見、推定、見通しは、本稿の日付時点における執筆者の分析・判断に基づいています。それらは必ずしもニッセイアセットマネジメントの意見を反映しているとは限らず、また予告なしに変更される場合があります。



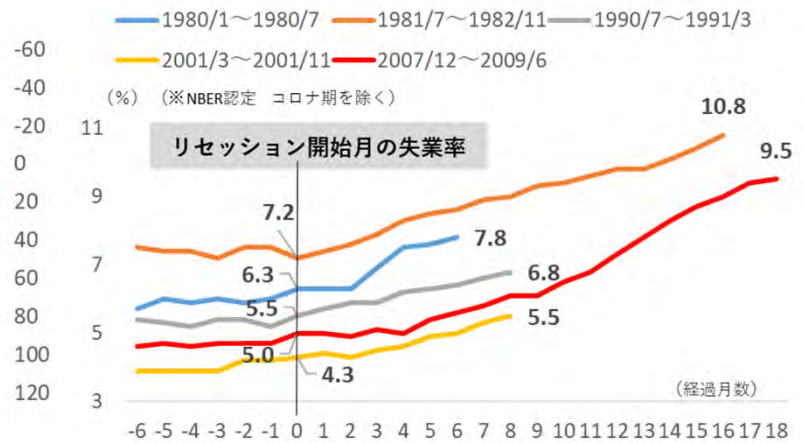
21 00 10 01 00 01 01 01 01 01
01 01 01 01 01 01 01 01 01 01
01 01 01 01 01 01 01 01 01 01
01 01 01 01 01 01 01 01 01 01
01 01 01 01 01 01 01 01 01 01

- 雇用者数に約2四半期先行する銀行の融資基準も今後の雇用市場の粘り強さを示唆（図④）
- 足元の失業率4.2%は過去のリセッション入り該当月の最低失業率4.3%よりも低く、過去平均5.7%よりも大幅に低く、利下げの緊急性を感じない（図⑤）
- 以上を踏まえると、市場の利下げの織り込み幅は行き過ぎ⇒円安方向への揺り戻しが視野に入る

【図表4】融資審査基準は雇用市場の持ち直しを示唆



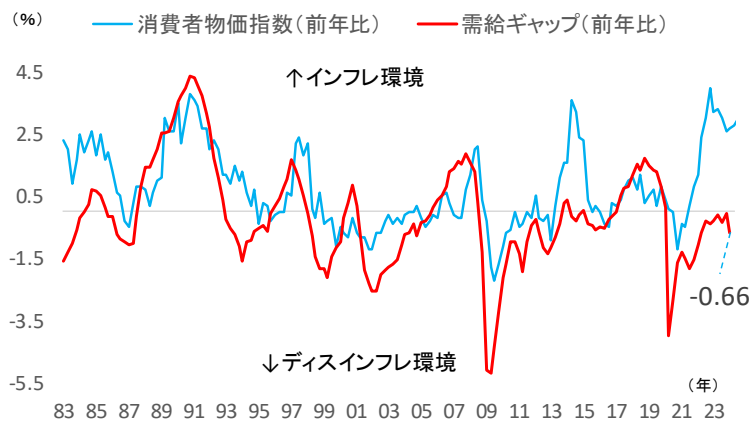
【図表5】リセッション期※（景気の山）の失業率～経企の谷までの推移



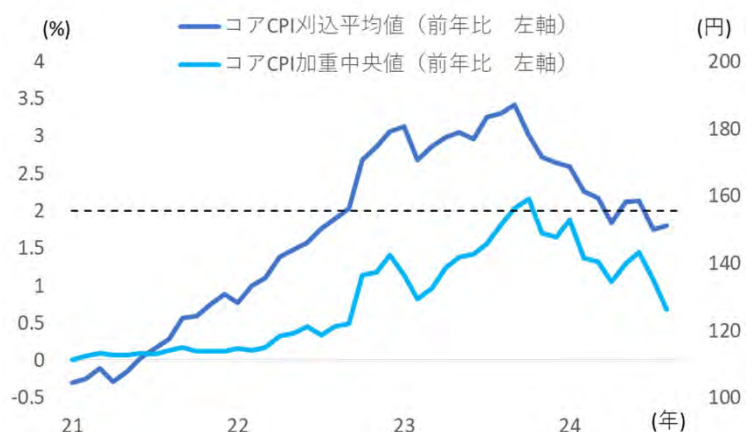
日本の利上げは「やりたくても、できなくなりそう？」

- 燻り続けている日本の追加利上げはドル/円の重石になっているが、「追加利上げの妥当性」は薄れてきたと見ている
- 日本の需給ギャップはマイナス域で「供給>需要」の状態、つまり「デイスインフレ的環境」にあることを示唆している（図⑥）
- 日銀が重視しているコアCPI基調指数も既に2%の大台を割れている（図⑦）

【図表6】日本需給ギャップ^① マイナス幅拡大 ⇒追加利上げには懐疑的



【図表7】日銀が注目するコアCPI基調指数（前年比）は既に2%割れに転じた



（図表4～7） Bloombergのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

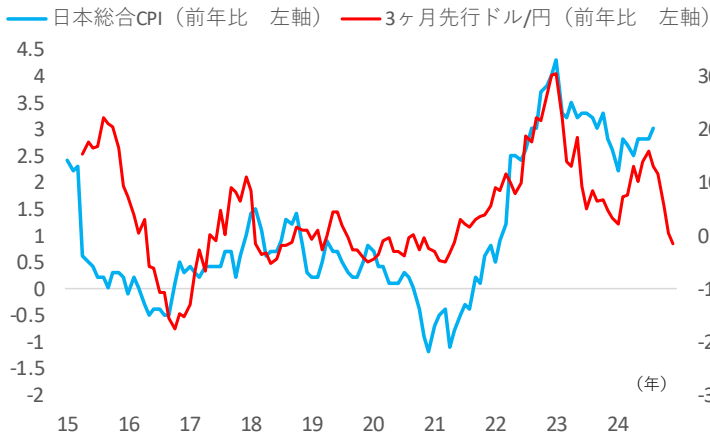
※本稿に記載された意見、推定、見通しは、本稿の日付時点における執筆者の分析・判断に基づいています。それらは必ずしもニッセイアセットマネジメントの意見を反映しているとは限らず、また予告なしに変更される場合があります。



21 00 10 01 00 01 01 01 01 01
01 01 01 01 01 01 01 01 01 01 01
01 01 01 01 01 01 01 01 01 01 01
01 01 01 01 01 01 01 01 01 01 01
01 01 01 01 01 01 01 01 01 01 01

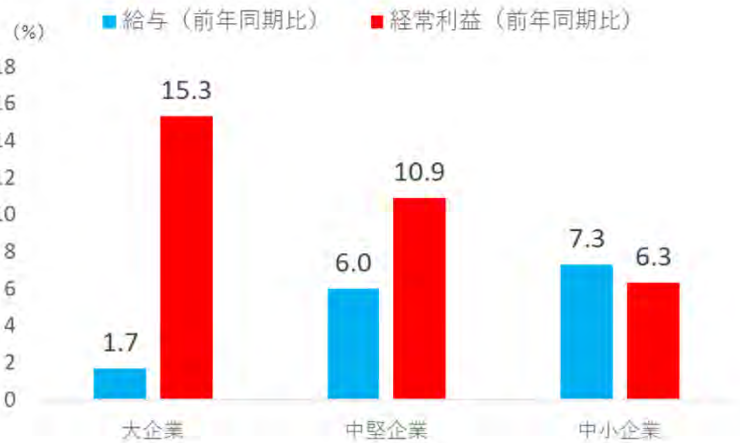
- ドル/円（前年比）に約3ヶ月遅れて後追いつく傾向があるCPIはこの先、頭打ち～低下が示唆されている（図⑧）
- 賃金インフレについても日本の雇用の約8割を占める中小企業の賃上げ余力は限界に来ているように見える（図⑨）
- 今年は経常利益の伸び率を上回る「窮余とも言える賃上げ」を中小企業は断行？したが、来年も身を削ってまで賃上げできる原資があるか疑問（図⑨）
- なぜならば、前述の通り、物価が頭打ち～低下するなら、価格転嫁も賃上げもできなくなる恐れがあるからだ
- 大企業は賃上げできる余裕はあるのに、今年でさえ賃金引上げは控えめだった（図⑨）
⇒「米国の利下げ幅と日本の追加利上げ織り込み」に見直しが入る公算が高く、140円台後半から最大150円弱程度への揺り戻しが視野に入る

【図表8】急激な円高が日本総合CPIの下押し要因に
⇒追加利上げ織り込み後退へ



※直近のドル/円（前年比）は10/3東京市場のプライスを使用

【図表9】雇用の約8割を占める中小企業は窮余の賃上げ
中小企業は賃上げに限界？



イシバノミクス？（財政・金融引き締め⇒円高）は 想定通り修正された

- [10/1発行の松波塾](#)で、衆院選を控えていることもあり石破総裁のポリシーミックス（図⑩）は「軌道修正」を迫られると予想したが、想定通りの展開だ
- 起動修正後はどうやら「経済優先・デフレ脱却・利上げは急がず」的であり、この政策目標に適したポリシーミックスは「財政・金融緩和⇒円安」だろう（図⑩）
- 主要企業のドル/円想定レートは144円前後に集中している⇒140円割れの円高定着は企業（株価）にとってマイナスになる、これは選挙を控え回避したいだろう
- つまり140円割れを誘発するような政府日銀からの円高圧力（日銀タカ派）は鳴りを潜めよう（既に追加利上げは急速にトーンダウンしている）

【図表10】ポリシーミックス
（ポール・クルーグマン マサチューセッツモデル）

| | 金融政策 | 財政政策 | 通貨政策 | 政策目標 | 石破総裁 |
|---|------|------|------|------------------------------|------|
| ① | 緩和 | 緩和 | 通貨安 | 不況脱却・デフレ回避 | - |
| ② | 緩和 | 引き締め | 通貨安 | 景気下支え | - |
| ③ | 引き締め | 緩和 | 通貨高 | 景気過熱抑止 インフレ抑制 (④より効果薄) | - |
| ④ | 引き締め | 引き締め | 通貨高 | 景気過熱抑止 インフレ抑制 | ✓ |

（図表8～10）Bloombergのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

※本稿に記載された意見、推定、見通しは、本稿の日付時点における執筆者の分析・判断に基づいています。それらは必ずしもニッセイアセットマネジメントの意見を反映しているとは限らず、また予告なしに変更される場合があります。



- 図⑪を見る限り、145円台後半程度での安定推移が当局や企業にとって居心地がいい水準ではないだろうか？

【図表11】主要企業の2024年通期ドル/円想定レート

| | |
|---------|--|
| 156円 | JFEHD |
| 155円 | 日産 王子HD 中部電力 |
| 151円 | 帝人 セイーエプソン オリンパス |
| 150円 | 東レ 森永乳業 三菱ケミカルG LIXIL 三菱電機 シャープ マツダ ニトリHD |
| 148円 | INPEX 豊田自動織機 ソニーG |
| 145円 | 7 & IHD サッポロHD 日揮HD 明治HD 旭化成 三井化学 ENEOSHD TOTO日本製鉄 リクルートHD 日本精工 NEC JDI デンソー村田製作所 三菱重工 トヨタ アイシン スズキ 三井物産 |
| 144.31円 | 日銀短観（全規模・全産業 下期） |
| 143.50円 | 主要上場メーカー109社（東京商工リサーチ調査） |
| 143円 | 三菱商事 |
| 140円 | キッコーマン 味の素 東レ コマツ 日立製作所 パナソニックHD 川崎重工 IHI ホンダ 任天堂 ANAHD |

（図表11）Bloombergのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

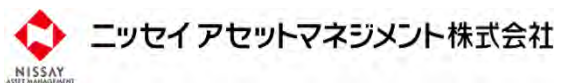
※本稿に記載された意見、推定、見通しは、本稿の日付時点における執筆者の分析・判断に基づいています。それらは必ずしもニッセイアセットマネジメントの意見を反映しているとは限らず、また予告なしに変更される場合があります。



【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等： ニッセイ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369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

コールセンター 0120-762-506

9：00～17：00（土日祝日・年末年始を除く）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>