

## 2024年のドル・円レートの見通し

～日米金利差の縮小観測から円買い・ドル売り圧力が  
高まりやすいものの、円高・ドル安のスピードは緩やか～

2023年12月28日 調査部 北田 英治

TEL 045-225-2375

E-mail: [kitada@yokohama-ri.co.jp](mailto:kitada@yokohama-ri.co.jp)

### 【要約】

- ・2023年のドル・円レートを振り返ると、FRBの連続的な利上げ実施や、その後の米金融引き締め長期化観測などを背景に円安・ドル高が進展し、11月中旬には一時1ドル=151円92銭と、2022年10月以来の円安・ドル高水準をつけた。しかしその後、米国の物価指標の鈍化やFRB高官の発言などを受けて、FRBの利上げ局面が終了したとの見方や先行きの利下げが意識され、円買い・ドル売りが優勢となった。日銀による早期の政策修正観測もあり、12月半ばには一時1ドル=140円台まで円が上昇する場面もあった。
- ・2024年のドル・円レートを展望する上でカギとなるのは、①FRBの利下げ開始時期と利下げのスピード、②日銀のマイナス金利政策の解除時期とその後の利上げのスピード、③日本の貿易収支赤字の動向、④米大統領選挙の影響である。①については、FRBが23年12月に公表した政策金利見通しなどから判断して、24年6月のFOMCから利下げが始まり、その後緩やかなペースで利下げが行われる可能性が大きい。②については、24年の春季賃上げ率がポイントとなる。当社の予測では23年実績(3.58%)には届かないと見込んでおり、市場が予想する24年前半のマイナス金利解除は難しいとみられる。24年夏場にも公表が予想される「多角的レビュー」の結果なども踏まえた上で、日銀は24年7～9月期にマイナス金利の解除に踏み切ろう。また、マイナス金利解除後の利上げペースは非常に緩やかであると予想される。③日本の貿易収支については、海外景気が減速する中で先行き日本の輸出が弱含むと予想されることなどから、引き続き赤字基調で推移しよう。これは実需面からの円売り・ドル買い圧力が24年中も続くことを意味している。④については、過去の米大統領選挙年におけるドル・円レートの動きを振り返ると、11月の大統領選挙後に円安・ドル高方向に動きやすい傾向が確認できる。
- ・以上を踏まえて2024年のドル・円レートを展望すると、FRBの利下げ開始や日銀のマイナス金利解除が予想される中で、日米金利差の縮小観測から円買い・ドル売り圧力が高まりやすいと考えられる。ただ、①FRBの利下げ開始時期は市場の予想よりも遅れ、また市場の予想よりも緩やかなペースになると見込まれること、②日銀のマイナス金利解除の時期も市場予想に比べて後ずれする可能性があること、③日本の貿易収支が引き続き赤字基調で推移するとみられることなどから、2024年の円高・ドル安の進行スピードは比較的緩やかなものになると見込まれる。11月の米大統領選挙後にドルが上昇しやすい傾向がある点も踏まえると、2024年中の円高値は1ドル=130円台前半にとどまると予想される。

## 1. 2023年のドル・円レートは11月中旬まで円安・ドル高が進展

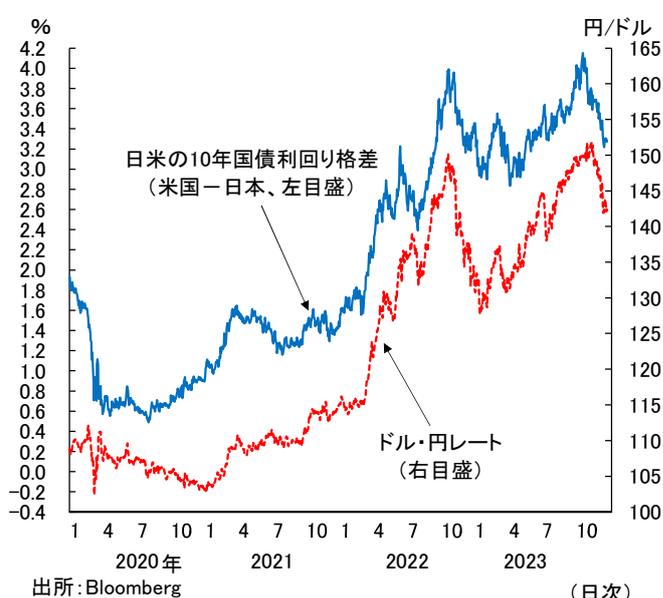
2023年のドル・円レートを振り返ると、1月中旬に円が一時1ドル=127円台の年初来高値をつけた後、概ね円安・ドル高基調の推移となった(図表1)。この円安・ドル高をもたらした背景には、FRB(米連邦準備理事会)による連続的な利上げの実施や、その後の米金融引き締め長期化観測などを受けて、日米金利差(米国-日本)が大幅に拡大したことがある(図表2)。23年11月中旬には一時1ドル=151円92銭と、2022年10月以来の円安・ドル高水準をつける場面もあった。

しかしその後、米国の物価指標の鈍化やFRB高官の発言などを受けて、市場ではFRBの利上げ局面が終了したとの見方や先行きの利下げが意識され、円買い・ドル売りが優勢となった。日銀による早期の政策修正観測もあり、12月半ばには一時1ドル=140円台まで円が上昇する場面もあった。

図表1 ドル・円レートの推移



図表2 日米金利差とドル・円レート



## 2. FRBは2024年6月の会合から緩やかなペースで利下げを行うと予想

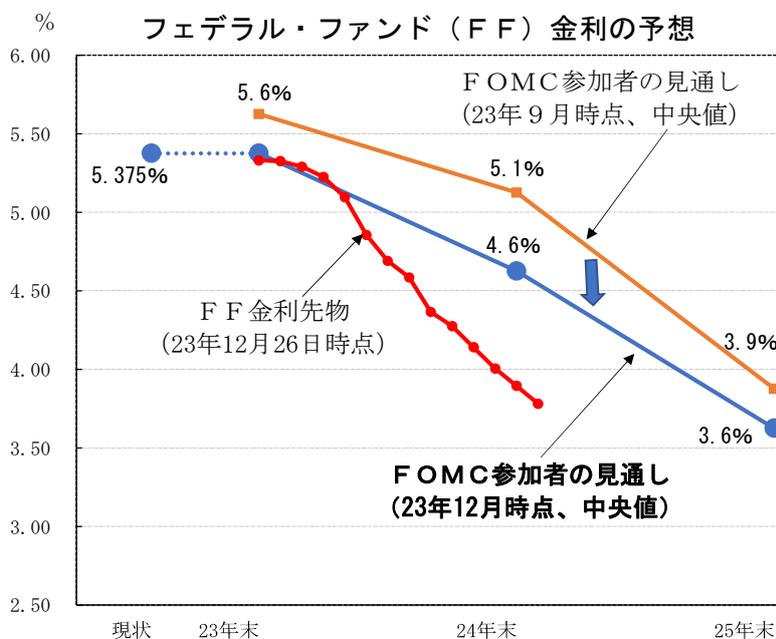
2024年のドル・円レートを展望する上でカギとなるのは、①FRBの利下げ開始時期と利下げのスピード、②日銀のマイナス金利政策の解除時期とその後の利上げのスピード、③日本の貿易収支赤字の動向、④米大統領選挙の影響である。以下、各ポイントについて見ていこう。

第1のポイントはFRBの金融政策である。FRBは、2023年12月13日のFOMC(公開市場委員会)で政策金利を据え置いた。金利の据え置きは3会合連続である。パウエルFRB議長は、FOMC後の記者会見で、今回、利下げの開始時期について議論したことを明らかにした。12月のFOMC後に公表されたFOMC参加者の政策金利見通し(ドットチャート)によると、24年末時点で適切だと考える政策金利(FF金利)の誘導目標(中央値)は4.6%となり、前回9月見通し(5.1%)から引き下げられた(図表3)。現在の政策金利の水準(5.25~5.50%)を基に考えると、FRBが24年中に0.25%の利下げを3回程度行うことが想定されていることになる。前回の金利見通しでは24年中の利下げ幅は0.25%が2回分であり、今回の見通しは前回よりもややハト派になったといえよう。また、今回、25年末の政策金利の誘導目標は3.6%となっており、25年中の利下げは0.25%が4回程度想定されている。FOMCは年8回開催されることから、FOMC参加者は2会合に1回の

緩やかなペースで0.25%の利下げ実施を想定していることがうかがえる。このペースを24年の金利見通しに当てはめると、FRBは24年6月のFOMCで0.25%の利下げを行い、その後、9月と12月の会合で、それぞれ0.25%の利下げを行うイメージであることが推察される。

ただその一方で、FF金利の先物市場をみると、FRBは24年5月のFOMCで0.25%の利下げに踏み切り、24年中に合計で1.5%程度（0.25%×6回）の利下げを実施することを織り込んでいる（図表3）。これは、前出のFOMC参加者の金利見通し（24年中の利下げは0.25%が3回程度）に比べて、市場がかなり積極的な利下げを予想していることを示している。こうした市場の過度な利下げ観測が米長期金利の低下につながり、インフレ抑制の妨げになることを警戒し、足元ではFRB高官から市場の早期利下げ観測をけん制する発言が相次いでいる。23年11月のコア個人消費支出（PCE）物価指数は前年比+3.2%と、前月の同+3.4%から縮小したものの、依然として目標の2%には距離がある。インフレの抑制を重視するFRBは、当面、利下げに慎重なスタンスを維持し、利下げ開始後の利下げペースも緩やかなものにとどまると予想される。

図表3 FOMC参加者と市場のFF金利の見通し



出所: Bloombergより浜銀総研作成

### 3. 日銀がマイナス金利政策の解除に踏み切るのは24年7～9月期か

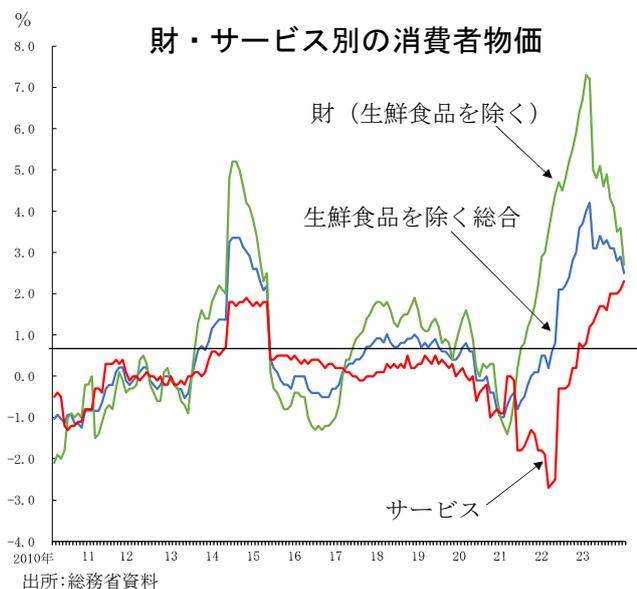
第2のポイントは日銀の金融政策である。日銀は植田総裁の下、23年7月と10月の金融政策決定会合で、現在の金融緩和策の柱である長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用の柔軟化を行った。これによって長期金利の柔軟性が高まっており、次の金融政策正常化の焦点はマイナス金利の解除に移っている。

こうした中、23年12月19日の金融政策決定会合では、現行の大規模な金融緩和策の維持が決まった。植田日銀総裁は会合後の記者会見で、消費者物価の動きについて、「既往の輸入物価上昇の価格転嫁の影響が徐々に和らいでいる一方で、サービス価格等は、人件費上昇なども背景に、緩やかに上昇

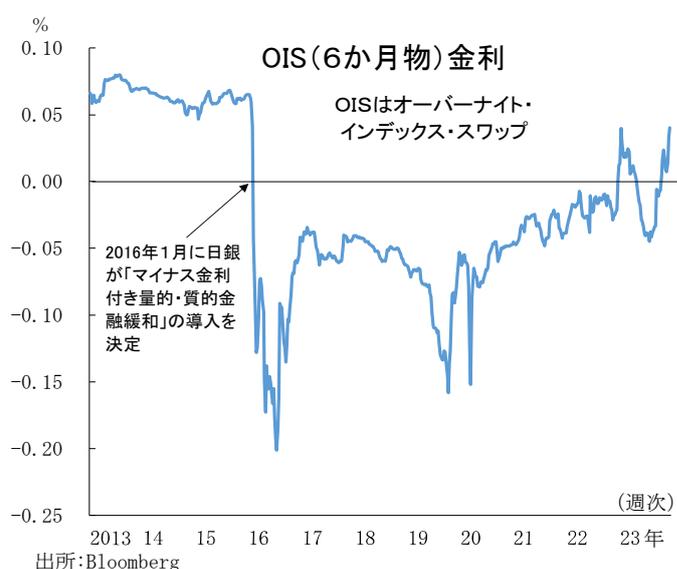
幅を拡大する方向にある」<sup>1</sup>と述べ、基調的な物価上昇率が徐々に高まっていくとの見方を示した（図表4）。ただ、「先行き、賃金と物価の好循環が強まっていくか、なお見極めていく必要がある」とも述べ、現行の金融緩和策の修正を慎重に判断する姿勢を堅持した。

このように日銀が物価安定目標の達成を見極めようとする中で、金融市場では24年春までにはマイナス金利政策が解除されるとの見方が大勢を占めている。例えば、将来の政策金利の水準予想を反映するOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）金利をみると、6か月物が23年10月中旬以降、プラス圏で推移している（図表5）。これは、遅くとも23年10月から6か月後の24年4月にはマイナス金利が解除され、ゼロ金利政策に移行していると市場が予想していることを示している。

図表4 消費者物価指数の推移



図表5 OIS金利の推移



日銀は12月の決定会合の声明文で「粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の『物価安定の目標』を持続的・安定的に実現することを目指していく」という方針を示しており、マイナス金利政策の解除を判断する上で、例年3月中旬に集中回答日を迎える春季労使交渉が大きなカギを握っていると考えられる。24年の春季賃上げ率が23年実績の3.58%（連合の最終回答集計）を大きく上回れば、4月の金融政策決定会合でのマイナス金利解除の可能性が高まろう。

24年の賃上げ率については、連合が春闘で5%以上の賃上げを要求する方針を掲げている。また一部の大手企業では、既に大幅な賃上げを表明している。ただ、経済同友会のアンケート調査（2023年9月）によれば、2024年の賃上げ率（年収ベース）<sup>2</sup>は「3～4%未満」との回答が最多（全体の28.7%）であり、3%未満との回答も合計で全体の約35%を占めている（図表6）。他方で4%以上との回答が合計で約15%あるものの、過度な期待は禁物であろう。当社のマクロ経済予測（23年11月発表）では、24年の春季賃上げ率を3%程度と見込んでおり、こうした結果となれば24年3月（あるいは

<sup>1</sup> 植田総裁の記者会見での発言内容は、日本銀行が12月20日に公表した「総裁記者会見」より転載。

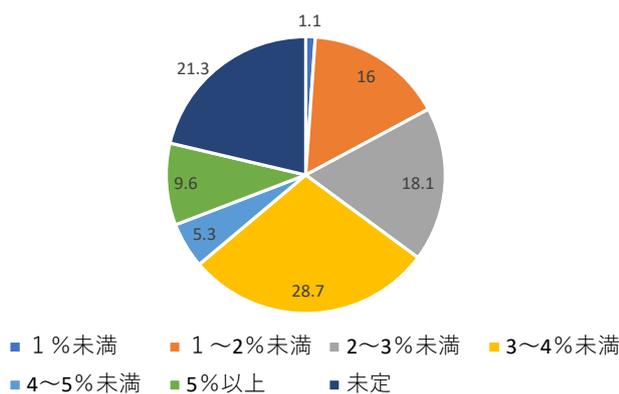
<sup>2</sup> ここでの賃上げ率は年収ベースであり、定期昇給やベースアップに加えて、初任給引き上げや一時金の支給・増額などを含んでいる点に留意する必要がある。

4月)の金融政策決定会合でマイナス金利の解除が見送られる公算が大きいと考えられる。この場合、次の注目ポイントは、日銀が分析を進めている「金融政策の多角的レビュー」となる。多角的レビューは、日銀が過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段の効果や影響について分析するものであり、第1回ワークショップが23年12月4日に開催され、また第2回ワークショップが24年5月頃に開催される予定となっている。仮に24年の春季賃上げ率が23年実績を大きく上回らなかったとしても、24年夏場にも公表が予想される多角的レビューの結果などを踏まえて、日銀が7～9月期にマイナス金利の解除に踏み切る可能性は十分にありと見込まれる。

また、日銀のマイナス金利解除後の利上げペースは、非常に緩やかであると予想される。24年度の日本の実質経済成長率は、海外景気の減速を受けて輸出が弱含むことなどから、前年比1%程度の小幅なプラス成長にとどまると見込まれる。こうした状況を踏まえれば、日銀が急速に利上げを進める可能性は極めて低いと考えられる。ちなみにOIS金利をみると、足元で1年物が+0.1%程度、2年物が+0.2%程度で推移しており、2年後の2025年12月時点においても、0.25%の利上げが十分には織り込まれていないことが分かる(図表7)。

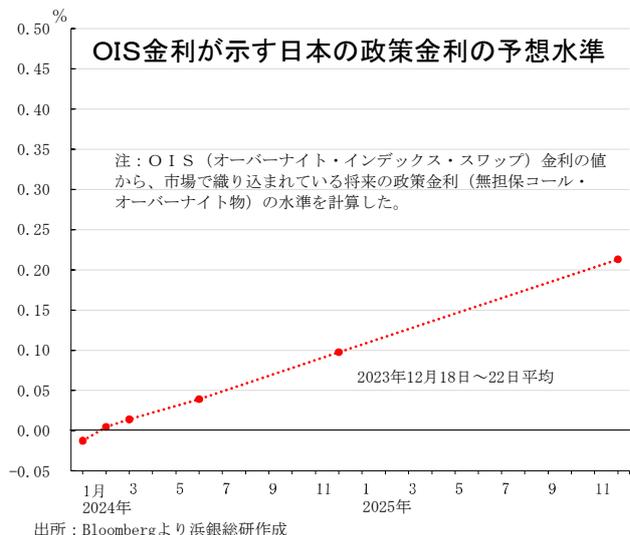
図表6 企業の賃上げに対するスタンス

2024年の賃上げ率(年収ベース、見込み)



出所:経済同友会「2023年9月(第146回)景気定観測アンケート調査」

図表7 日銀の利上げは小幅の公算

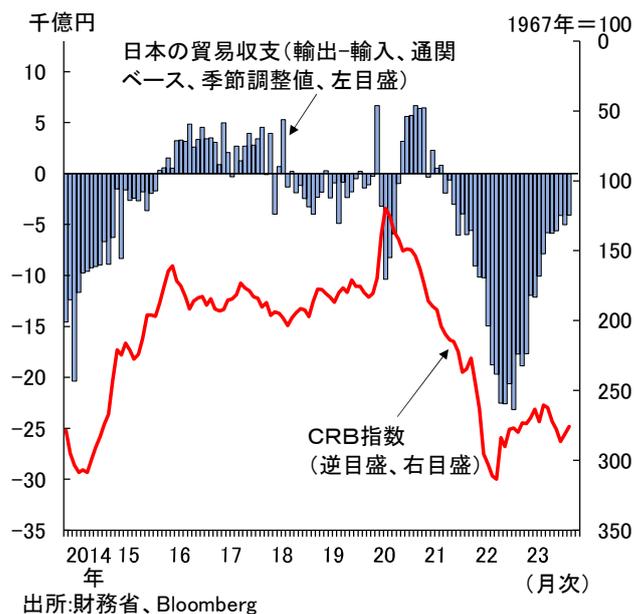


#### 4. 日本の貿易赤字が引き続き円売り・ドル買い圧力に

第3のポイント、日本の貿易赤字の動向である。23年11月の日本の貿易収支(季節調整値)は約0.4兆円の赤字と、前月に比べてやや縮小した(図表8)。ピーク時の22年夏場には月間ベースで2兆円超の貿易赤字を記録していたが、資源価格の高騰が一服する中で輸入金額が減少し、貿易赤字が大幅に縮小している。

足元の輸出については、半導体の供給制約緩和等を受けた自動車関連の増加などから、全体としても緩やかに持ち直している。ただ、先行きについては、欧米を中心に海外経済が減速すると見込まれることから、当面、輸出は弱含んで推移する公算が大きい。一方、今後の輸入に関しては、引き続き資源価格の動きに左右されやすい面があり、足元で中東情勢の不透明感が強いことなどを踏まえると、一時的に増加する可能性もある。こうした要因を勘案すると、先行き日本の貿易収支が黒字基調に転じる可能性は小さく、小幅ながらも赤字基調が続くと予想される。この点は、外為市場において、実需面からみた円売り・ドル買い圧力として働こう。

図表8 日本の貿易収支と商品市況

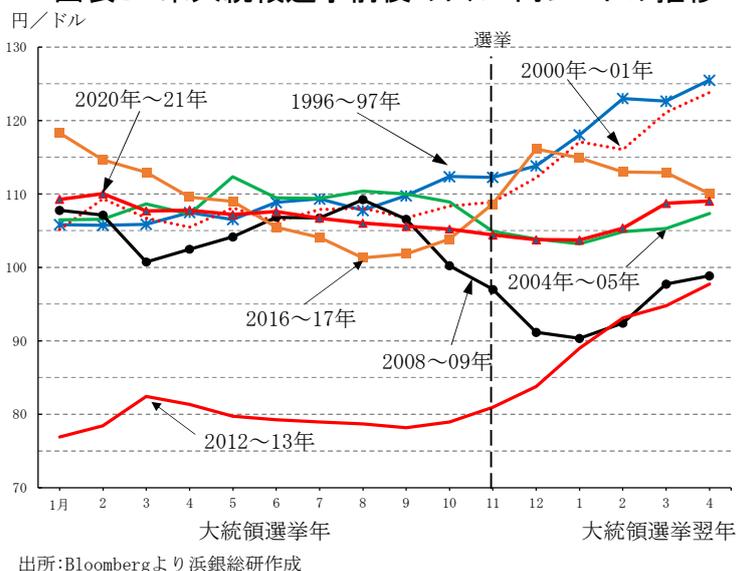


### 5. 米大統領選挙後にドル高が進みやすい傾向

第4のポイントは、米大統領選挙の影響である。24年11月5日に米国では大統領選挙が実施される。現時点での世論調査によると、民主党の現職バイデン大統領に共和党候補のトランプ前大統領が挑む構図で選挙戦が展開される可能性が高い状況となっている。

過去の米大統領選挙年におけるドル・円レートの動きをみると、2008年にはリーマン・ショック後に大幅なドル安が進行したものの、その他の多くの年において11月の大統領選挙後から円安・ドル高方向に相場が動き出すという傾向が読み取れる(図表9)。これは、大統領選挙という一大イベントが終わったという安心感や、選挙後に新たな政策が打ち出されるとの期待感などがドル高に繋がったものと考えられる。24年の米大統領選挙戦の行方は、まだ全く分からないものの、こうした過去の相場の経験則は頭に入れておく必要がある。

図表9 米大統領選挙前後のドル・円レートの推移



## 6. 2024年のドル・円レートは緩やかな円高・ドル安が進むと見込む

以上を踏まえた上で、24年のドル・円レートを展望すると、FRBの利下げ開始や日銀のマイナス金利解除が予想される中、日米金利差の縮小観測から円買い・ドル売り圧力が高まりやすいと考えられる。ただ、①FRBの利下げ開始時期は市場の予想よりも遅れ、また市場の予想よりも緩やかなペースになると見込まれること、②日銀のマイナス金利解除の時期も市場予想に比べて後ずれする可能性があり、またその後の利上げペースは非常に緩やかになるとみられること、③日本の貿易収支が引き続き赤字基調で推移するとみられることなどから、2024年の円高・ドル安の進行スピードは比較的緩やかなものになると見込まれる。11月の米大統領選挙後にドルが上昇しやすい傾向がある点も踏まえると、2024年中の円高値は1ドル=130円台前半にとどまると予想される（図表10）。

図表10 ドル・円レートの予想レンジ



本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願いいたします。