Weekly Investment Strategy
為替金利投資戦略 No.879

2024年9月4日
東海東京
インテリジェンス・ラボ
投資戦略部

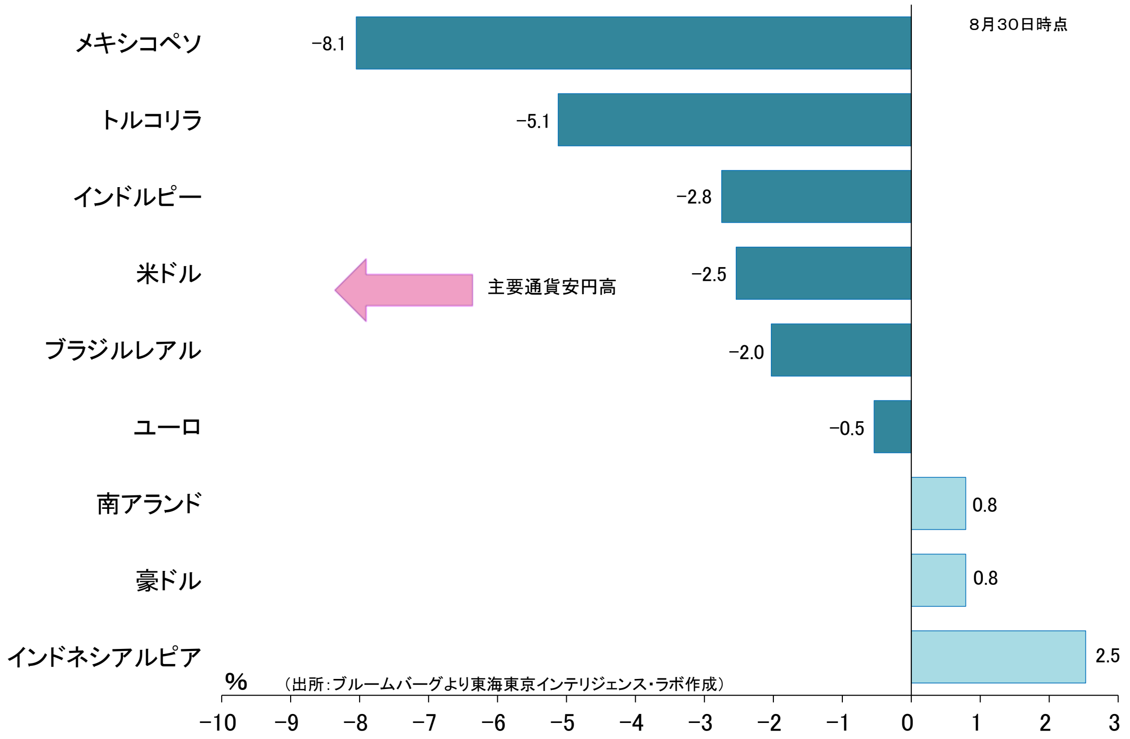
ドル円は上値重いも円買い圧力は限定的
シカゴ筋のドル合成ポジションはドル売りに転換

シニアストラテジスト柴田 秀樹
QUICK 調査 Award2023＜外為＞受賞
QUICK 調査 Award2024＜外為＞2位

今週の主なポイント

- ドル円は145円台と戻りは鈍い。日銀の追加引き締め観測とFRBの9月からの利下げ開始観測を意識。
- ユー[illegible]は戻[illegible]高値か[illegible]やや[illegible]落。ユ[illegible]圏[illegible]の鈍化[illegible]ECB[illegible]月会[illegible]で追加利下げ[illegible]織り込み[illegible]公算。
- 豪ド[illegible]節目で200[illegible]る1[illegible]ドル＝[illegible]00円手[illegible]で足[illegible]み。中国[illegible]MI悪[illegible]は豪[illegible]に。
- 日本の長期金[illegible]は[illegible]9%前後[illegible]円金[illegible]は低下[illegible]にくい[illegible]境に[illegible]日発表の7月[illegible]月勤[illegible]統計に注目。
- 米長期金利は3.8%台で小幅な動き。9月米利下げが0.25%[illegible]ら、いったん米金利は上昇しよう。

図1　8月の主要通貨の対円騰落率（2024/8/1～8/30）



（出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成）

このレポートの取り扱いに関する重要事項は末尾の注意事項をご覧下さい。

1. ドル・円相場

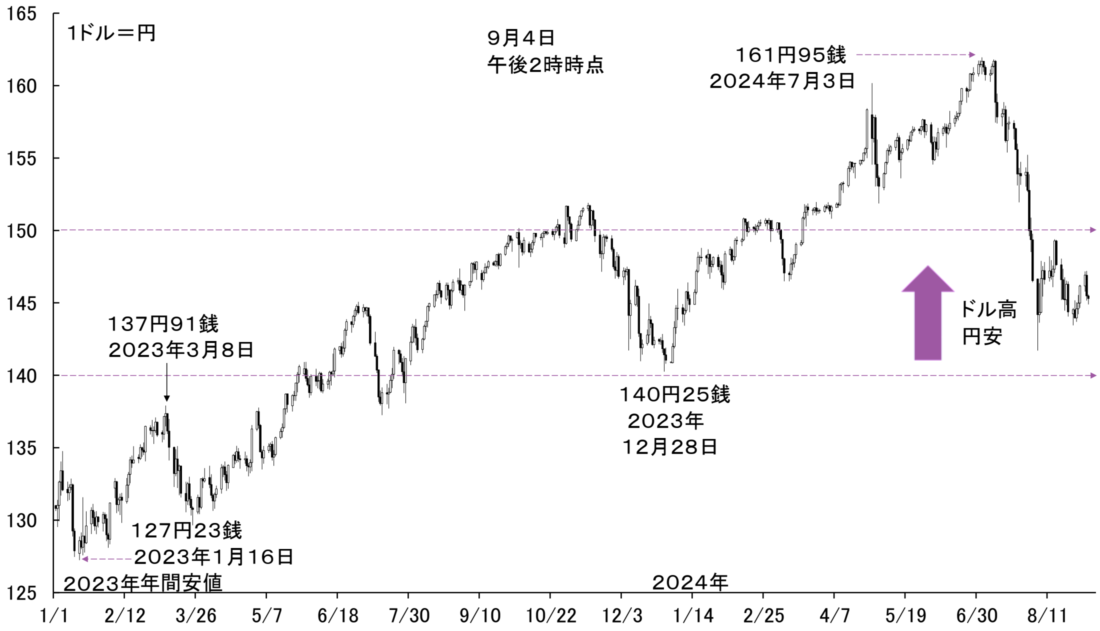
ドル円は 145 円台。米株に比べ戻りが鈍い

ドル円は 1 ドル＝149 円 30 銭台まで反発後、いったん 143 円台へ押し戻された。その後は 147 円台まで下値を切り上げたが上値は依然重く、足元は 145 円台で推移している（図 2）。8 月 5 日の金融市場の混乱から 1 ヵ月が経過。米株は主要 3 指数揃って 8 月をプラスで終え、日経平均は有力なテクニカル指標で高値（42426 円）と安値（31156 円）から導き出されるフィボナッチ・リトレースメント（FR）の 61.8％（38121 円）までいったん戻した。一方、ドル円は FR の 23.6％（146 円 40 銭台、高値 161 円 90 銭台と安値 141 円 70 銭台）を下回って推移しており、株価に比べて戻りは鈍い。日銀の追加引き締め観測と FRB（米連邦準備制度理事会）の[illegible]月か[illegible]の利下げ開始観測が意識されていること[illegible]ドル[illegible]の上値の[illegible]さにつ[illegible]がっているとみられる[illegible]

日銀の[illegible]内利上げは困難と予想も警戒は怠れない状況

もっとも、8 月[illegible]日に[illegible]総裁が[illegible]金融市場が[illegible]安定するかどうかを見極めることが重要」と述べるなど、日銀

図 2　ドル・円の日足チャート



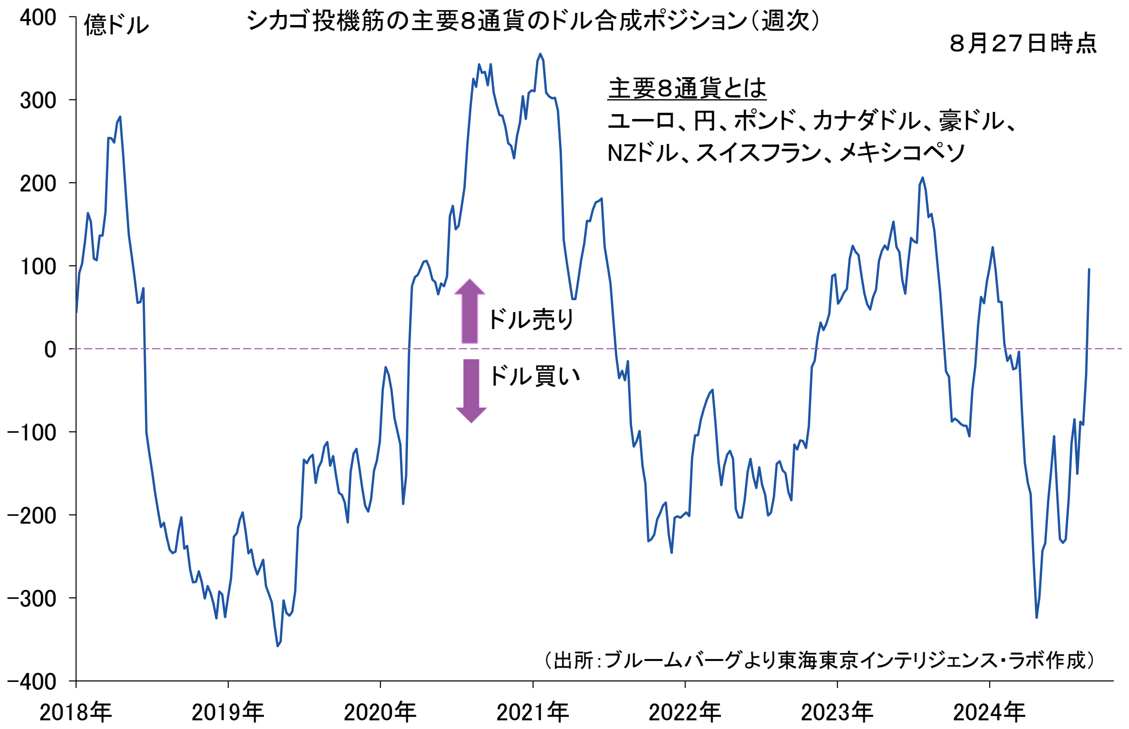
出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

の追加利上げのハードルはかなり上がっていると見込まれる。ただその一方で「現状はかなり緩和的な金融環境にあるのは事実」であり、「経済・物価の見通し実現の確度が高まっていくのであれば、金融緩和の度合いを調整していく」とタカ派的な発言も行っている。筆者は年内の追加利上げは困難と予想しているが、株価の戻り基調やインフレ指標の動向、さらに円相場の安定等が確認されれば、年内の追加利上げに対する警戒は怠れない状況にあることにも留意したい。

シカゴ筋は3週連続で円買いを維持も、コスト高から更なる円買い積み上げは困難だろう

シカゴ投機筋（IMM通貨先物市場）の動向では、8月27日時点の円のネットポジションは+23000枚と3週連続で円買いを維持した。ただし、低金利通貨である円の買い持ちを維持するにはコストがかかるため、円買い戦略は短期主義が求められ、余程ドル円が下落するとの確信が持てない限り、更なる円買いポジションを積み上げることは困難と思われる。7月からの強烈な円高圧力は一巡したとみるのが自然であろう。

図3　シカゴ投機筋の主要8通貨に対するドルの合成ポジションの推移



（出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成）

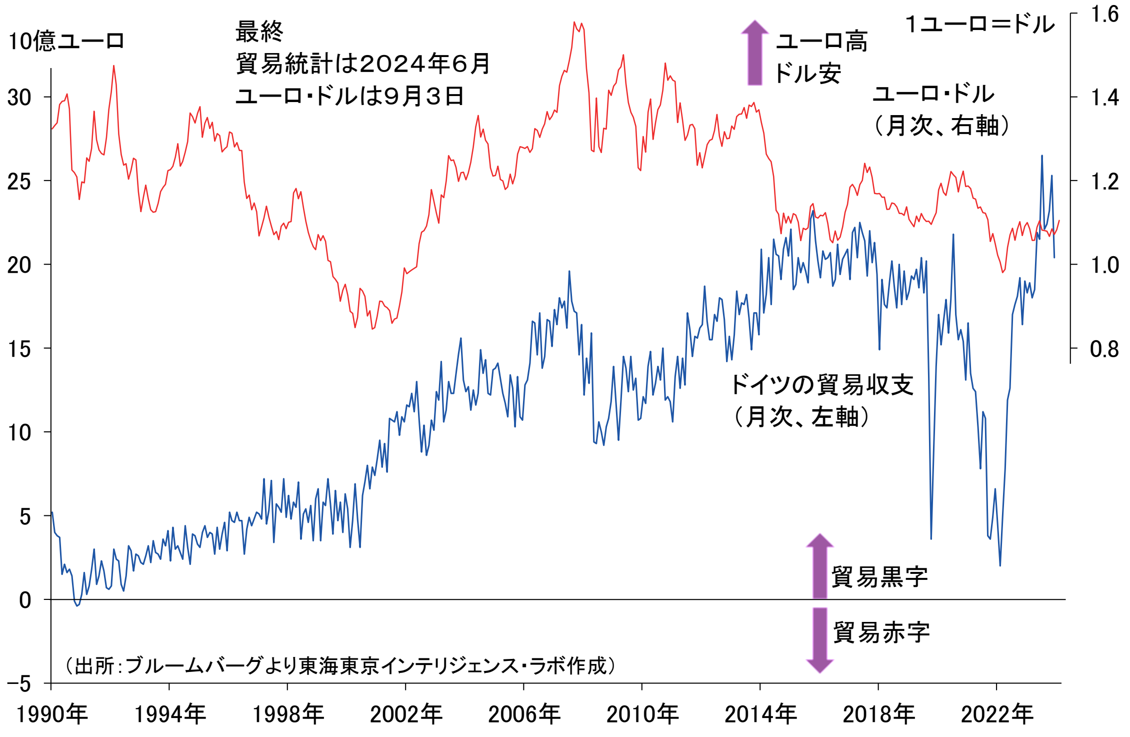
ドル円の先行きを見極めるうえでドルの動向も重要

一方、今回のドル円急落は投機筋を中心とした円売りポジションの巻き戻し（円買い）と米景気後退懸念の台頭を受けた米金利急低下や FRB の利下げを意識したドル売りの同時進行が背景だ。ドル円の先行きを見極めるうえでドル安の持続性も重要となる。IMM 通貨先物市場における主要 8 通貨に対するドルの合成ポジションは 8 月 27 日時点で売りに転じた（図 3）。ドル売りポジションがさらに積み上がれば、ドル安圧力が強まる可能性がある。対ドルで買われている通貨は大きい順でユーロ、英ポンド、円（円買いに転じるのは約 3 年半ぶり）。ユーロは世界最大の貿易黒字圏という鉄壁の好需給がある（図 4）。英ポンドはドルに匹敵する高い政策金利水準にあるうえ、イングランド銀行（B[illegible]）は FRB よりも[illegible]下げ[illegible]か鈍[illegible]なる[illegible]見方[illegible]ある。つまり[illegible]ユーロ[illegible]英ポンド[illegible]対ドル[illegible]買われることに[illegible]特段の違和感[illegible]。

[illegible]は金利[illegible]需[illegible]両面から買われる理由は見当たらず

これに対し、円は金利[illegible]需[illegible]面に照らし買われる[illegible]な理由は見当たらない（図[illegible]）。やはり、円買いの持続性には

図 4　ユーロ・ドルとドイツの貿易収支の推移



（出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成）

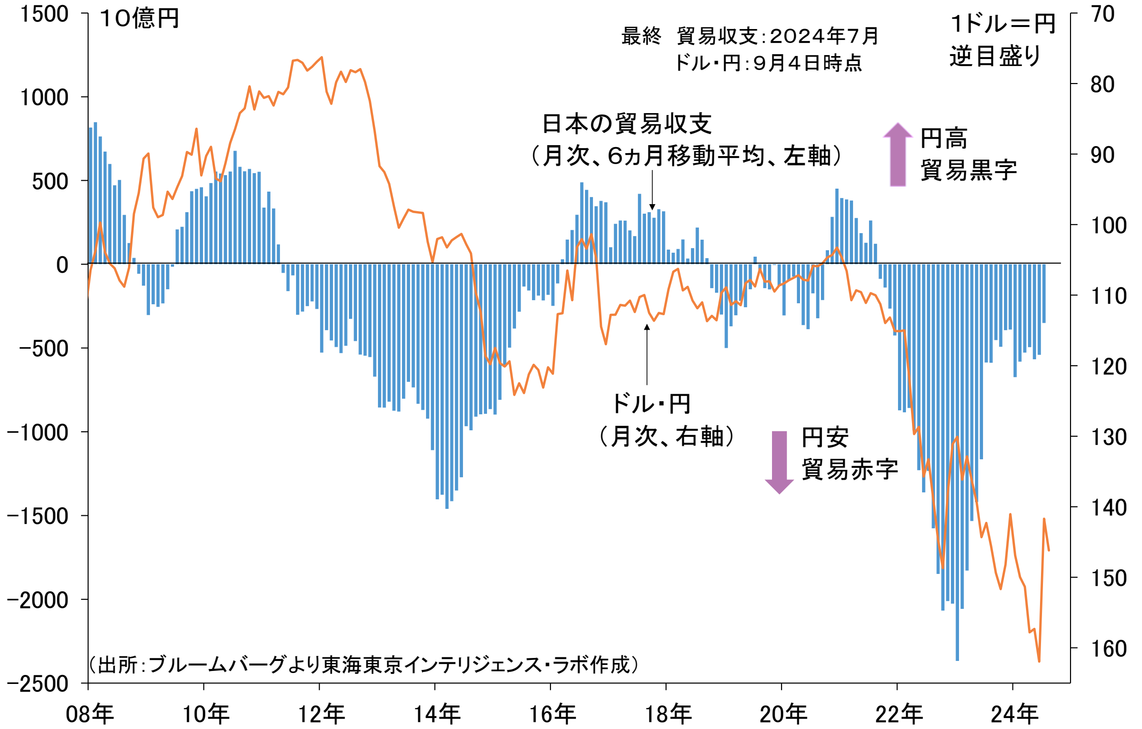
疑義が残る。9 月に米利下げが開始されれば、グローバルで利下げサイクルに突入することが予想される。こうした中で日銀が 9 月以降、追加利上げに踏み切るハードルは相当に上がった可能性が高い。日銀の利上げへの思惑だけで円高トレンドへの転換を語ることは危険であろう。

大統領選前後から米株の力強い上昇に伴いドル円も一段高を形成へ

テクニカル的にドル円は、半値戻しにあたる 151 円 80 銭台を超え、再び 152 円台を回復してくれば、下値不安は一段と後退して再び上昇トレンドが強まる公算が大きい。ただ、米株は例年 9 月のパフォーマンスが悪いことや大統領選の年は 10 月も様子見機運が高まるため、冴えない展開になりやすい。こうした中、リスクオフの流れから、円売りも入りづらく、10 月半ば程度まで上値の重い展開が続く可能性がある。ただし、大統領選が行われる 11 月以降は米株が力強く上昇する傾向にあり、ドル円も年末に向け 150 円台を回復し一段高を形成する可能性が高まろう。

sample

図 5　ドル・円と日本の貿易収支の推移



（出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成）

２．ユーロ相場

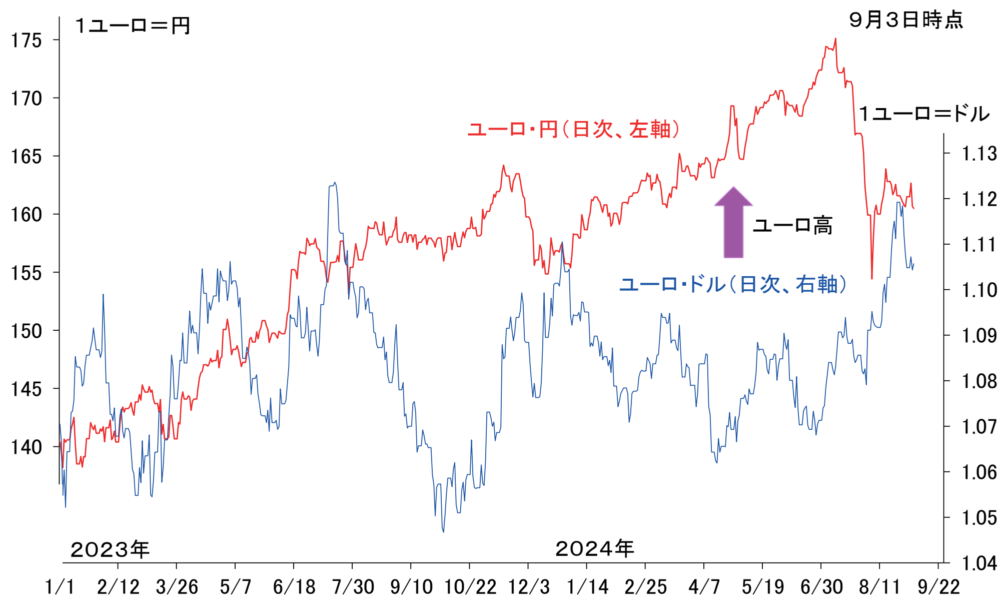
ユーロ圏の CPI 速報値の鈍化を受け、ECB は 9 月会合で利下げの公算

ユーロは対ドルで１ユーロ＝1.12 ドル台まで年初来高値を更新後、足元は 1.10 ドル台半ばへ反落、対円では 1 ユーロ＝162 円台後半まで戻した後、株価下落を受けたリスクオフから 160 円台半ばまで反落する展開（図 6）。ユーロ圏の７月CPI（消費者物価指数）上昇率・速報値は上昇ペースが鈍化。総合は前年比+2.2%（前月は同+2.6%）と 3 年ぶりの低い伸び率を記録し、エネルギー、食料、アルコール、たばこを除くコアも同+2.8%（前月は同+2.9%）に鈍化した。ドイツの 8 月 CPI も前月の同+2.6%から同+2.0%へ大幅に鈍化。ユーロ圏経済の主力であるドイツ経済はサー[illegible]ス業の改善に陰りがみられ、全体的に企業活動も低迷。EC[illegible]（欧州中銀）は 9 [illegible]12 日[illegible]次回理[illegible]会で[illegible]利下[illegible]に踏み切る公[illegible]が大き[illegible]。

[illegible]下げは[illegible]り込み済みであり、ユーロへの影響は限られよう

ただし[illegible]市場は[illegible]月会[illegible]での 0.[illegible]%の利[illegible]げを[illegible]ぼ織り込んでおり[illegible]ユーロ[illegible]の影[illegible]は[illegible]れよう。ラガルド[illegible]総裁の会見がよりハト派寄りとなるかがポイント。9 月米利下げが既定路線となる中、ECB が利下げサイクルに入っても、一方的なユーロ安は見込みにくい。需給面に照らせば、ユーロは上昇するとの見方が妥当であろう。ドル円の下落一服でユーロ円は徐々に下値を切り上げる展開が予想される。

図 6　ユーロの対円および対ドルでの推移



出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成

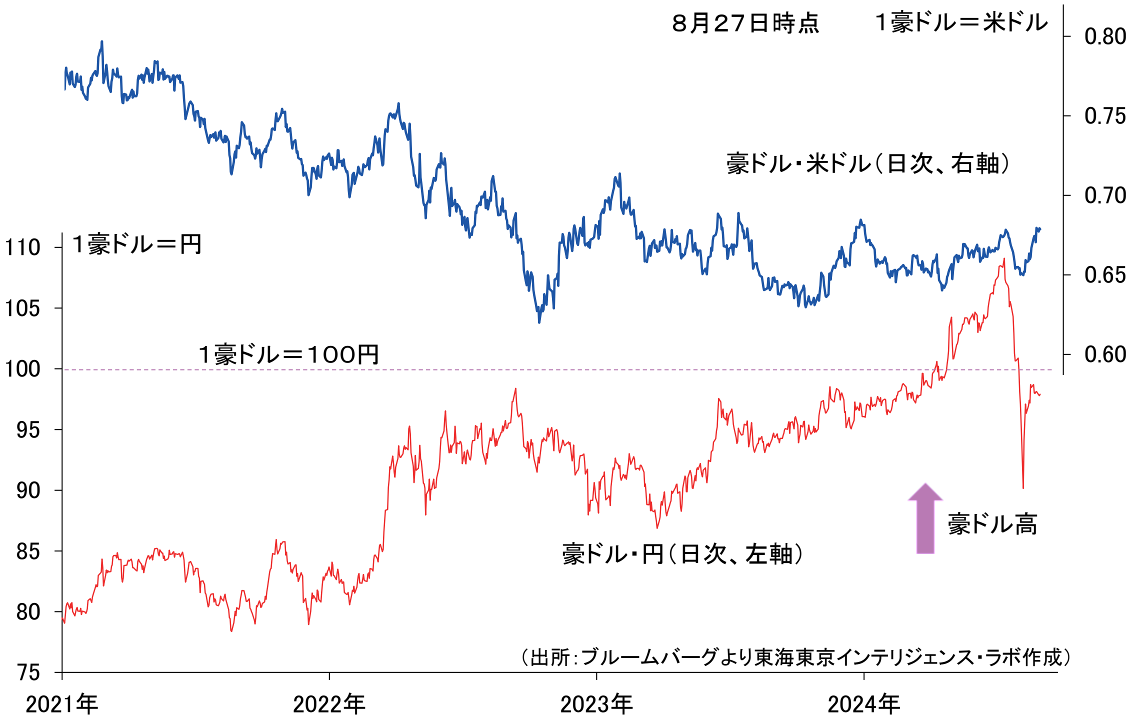
sample

3. 資 源 国 通 貨

豪ドル円は節目であり、200日移動平均線も存在する100円を超えると 102円が視野に

豪ドルは対米ドルで１豪ドル＝0.68 米ドルを回復後、一時 0.66 米ドル台後半まで反落、対円では一時１豪ドル＝100 円ちょうど近辺にある 200 日移動平均線を超えられず、97 円台半ばまで反落する展開（図７）。豪州の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+1.0％と前期の同+1.3％から減速したものの、市場予想（以下、ブルームバーグ集計予想）の同+0.9％を上回った。発表後、豪ドルは幾分上昇で反応したが、豪中銀がタカ派姿勢を強めるまでには至らないであろう。一方、週末に国家統計局が発表した中国の８月製造業 PMI は、不動産の需要悪化等を受け、４ ヵ月連続で好不況の分かれ目となる 50 を割り込んだ。経済的なつながりが深い中国の景気悪[illegible]は依然として豪ドルの[illegible]となりやすい。当面の豪ドル[illegible]の上値目[illegible]は、今[illegible]の下げ局面の[illegible]0％戻しで心[illegible]でもあり、200 日[illegible]動平[illegible]線も存在する [illegible]0 円[illegible]なる。10[illegible]円を明確[illegible]超えて[illegible]ると[illegible]1.8％戻しにあたる[illegible]円が視野に入ってきそうだ[illegible]

図７　豪ドルの対円および対米ドルでの推移



（出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成）

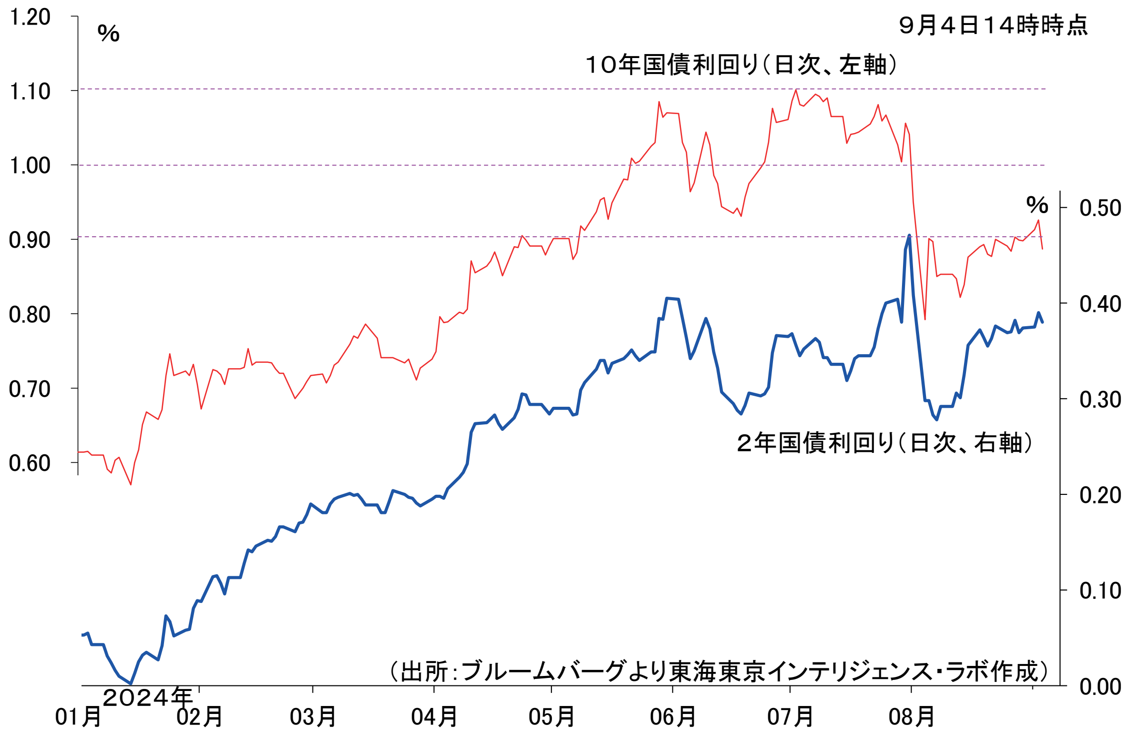
4.金利動向

日本の長期金利は0.9%前後で推移、実質賃金の伸びに注目

日本の長期金利（10 年国債利回り）は、0.9%前後で小幅な動きが続いている（図 8）。3 日の 10 年国債入札は概ね無難な結果だった。長期金利は幾分上昇したが、影響は軽微。5 日には 30 年国債入札を控え、結果を確認するまで金利低下圧力は強まりにくいだろう。日銀の追加利上げ観測がくすぶる中、来月からは日銀の国債買い入れ額が一段と減ることもあり、円金利は低下しにくい環境と想定される。発表される指標では、5 日の毎月勤労統計が要注目。6 月の実質賃金上昇率は賞与支給の関係で 27 ヵ月ぶりに前年比+1.1%とプラスに浮上した。だが、7 月は再び前年比マイナスの伸びが予想されている。実質賃金の伸びが市場予想（前年比▲0.6%）を上回るかが注目される。日本の長期金利は当面、金利上昇圧力がかかりにくい一方、低下余地も限られ、[illegible]方向感を欠く取引が続きそうだ。

sample

図 8　日本の 2 年および 10 年国債利回りの推移

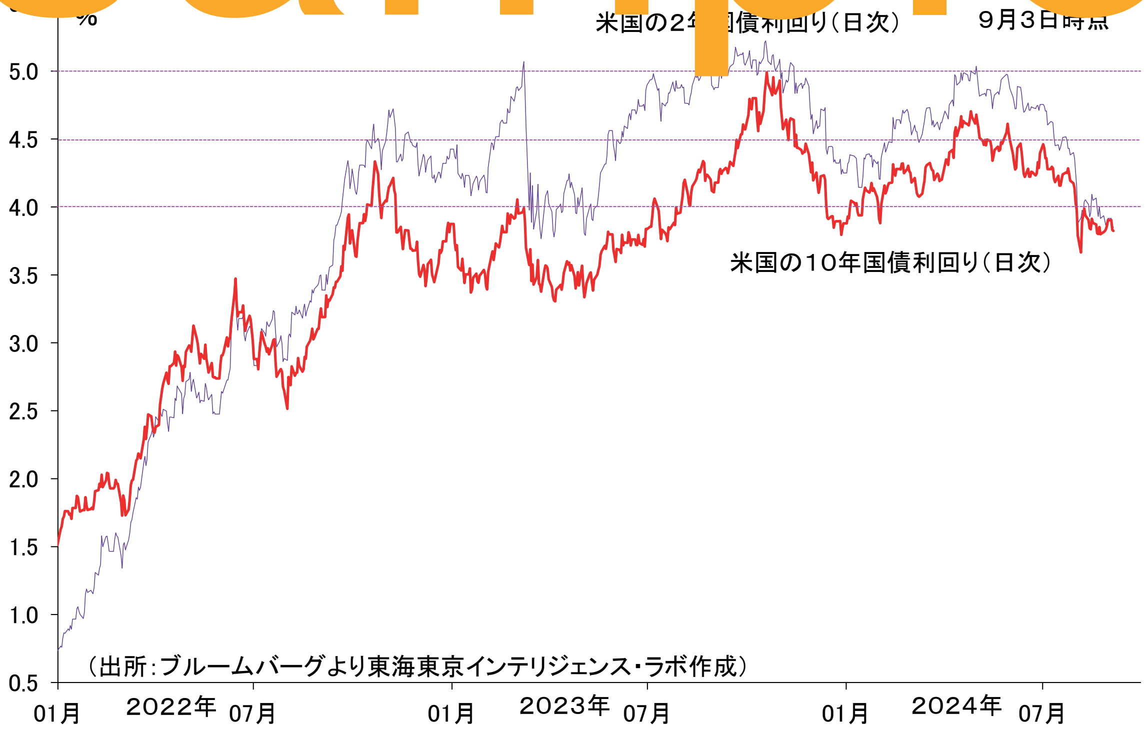


（出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成）

9 月会合が 0.25%の利下げなら、米金利は長短共に上昇圧力が強まる可能性も

米長期金利（10 年国債利回り）は 3.8%台を中心とした小幅な動きが継続（図 9）。7 月の雇用統計の悪化を受け米景気後退懸念が強まると米金利は全年限で低下し、2 年と 10 年はいったん逆イールドが解消。その後、米ソフトランディング期待が徐々に戻るにつれ米金利低下は一服してきた。8 月の ISM 製造業景況指数は予想ほど改善しなかったが、米株が大きく反落する中でも米長期金利の低下は限定的。米国債市場は冷静さを取り戻してきたようだ。ただ、米債市場は 9 月会合での 0.5%の利下げを一定程度織り込んでいるため、6 日発表の 8 月米雇用統計が予想比良好な結果になると、米金利は長短共に金利上昇圧力がかかる可能性がある。ただし、来年まで見渡せば、米長期金利は FRB の利下げを背景に 3%台での緩やかな低下[illegible]流れが予想される。

図 9　米国の 2 年および 10 年国債利回りの推移



（出所：ブルームバーグより東海東京インテリジェンス・ラボ作成）

今・来週の市場イベント

- 国内では、9月5日に7月の毎月勤労統計（速報）、6日に7月の家計調査、9日に7月の経常収支、8月の景気ウォッチャー調査、10日に8月の工作機械受注（速報）、12日に7－9月期の法人企業景気予測調査などの発表が予定されている。
- 米国では、4日に7月の雇用動態調査（JOLTS）、地区連銀経済報告（ベージュブック）、5日に8月のISM非製造業景況指数、6日に8月の雇用統計、11日に8月の消費者物価指数（CPI）、12日に8月の生産者物価指数（PPI）、13日に9月のミシガン大学消費者信頼感指数（速報）などが発表される予定。また、10日にはハリス氏VSトランプ氏のTV討論会が予定されている。

	国内経済	米国経済（米国時間）
9月4日		7月の貿易収支 7月の雇用動態調査（JOLTS） 地区連銀経済報告（ベージュブック）
5日	7月の毎月勤労統計（速報）	8月のISM非製造業景況指数
6日	7月の家計調査	8月の雇用統計
9日	7月の経常収支 8月の景気ウォッチャー調査 4－6月期の国内総生産（GDP、改定）	7月の卸売売上高・在庫
10日	8月のマネーストック 8月の工作機械受注（速報）	米大統領選：ハリス氏VSトランプ氏のTV討論会
11日		8月の消費者物価指数（CPI）
12日	7－9月期の法人企業景気予測調査 8月の企業物価指数	8月の生産者物価指数（PPI）
13日	7月の鉱工業生産指数（確報）	8月の輸出入物価指数 9月のミシガン大学消費者信頼感指数（速報）

※経済指標などの発表は変更されることがあるのでご注意ください。出所：ブルームバーグ、日経QUICK他より東海東京インテリジェンス・ラボ作成

sample

QUICK調査 Award＜外為＞

日経QUICKがQUICK月次回答者およそ180人に対して行ったアンケート調査
年末時点で翌年1年間のドル円の最高値・最安値を予想し、最も実勢に近かった回答者が受賞

東海東京インテリジェンス･ラボからの注意事項

【レーティングの定義】

Outperform	今後 12 ヵ月間における投資成果がベンチマークに対して 10%以上上回るとアナリストが予想
Neutral	今後 12 ヵ月間における投資成果がベンチマークに対して±10%未満とアナリストが予想
Underperform	今後 12 ヵ月間における投資成果がベンチマークに対して 10%以上下回るとアナリストが予想
NR	レーティング、目標株価を付与せず
Suspended	一時的に投資判断、目標株価を保留

このレポートは、株式会社東海東京インテリジェンス・ラボ（以下「弊社」）が作成し、弊社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。このため、各証券会社において取り扱いのない金融商品に言及することがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようにお願いいたします。

レーティングの表記は、[illegible]がベンチマークに対して、Outperform、Neutral、Underperformの3段階で区分しています。ベンチマークは、日本株式がTOPIX、米国株式がS&P500です。また、レーティング、目標株価が無い場合はNR、一時的に投資判断、目標株価を保留する場合は、Suspendedと表記しています。対象期間は、レーティングが付与された日を起点として、12ヵ月程度を想定しております。

アナリストがレポートにおいて企業の目標株価に言及した場合、その目標株価はアナリストによる当該企業の業績予想に基づくもので、期間は12ヵ月程度を想定しております。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関わる市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬のいかなる部分も、直接、間接を問わず、このレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

弊社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、証券会社等に提供することを主たる事業内容としており、弊社の許諾を受けた証券会社よりこのレポートの対価を得ております。

東海東京証券からの注意事項

このレポートは、株式会社東海東京インテリジェンス・ラボが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます

東海東京証券の概要

商号等　：東海東京証券株式会社　金融商品取引業者　東海財務局長（金商）第140号
加入協会　：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人日本STO協会

【リスクについて】

◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券（上場有価証券等）の売買等にあたっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等（裏付け資産）の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますので、ご留意ください。

◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。

◎ 信用取引またはデリバティブ取引を行う場合は、その損失の額がお客様より差入れいただいた委託保証金または証拠金の額を上回るおそれがあります。

※ 裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。

※ 新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。

◎ 上記以外の上場有価証券等にも価格等の変動による損失が生じるおそれがありますので、上場有価証券等の取引に際しては、当該商品等の契約締結前交付書面等をよくお読みください。

【手数料等諸費用について】

Ⅰ. 国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託[illegible]数料等は、次の通りです。

(1) 国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く)

委[illegible]の上限は[illegible]の1.265[illegible]な[illegible]

(2) [illegible]の金融商品取引所に上場[illegible]ている[illegible]株予約[illegible]社債券

委託[illegible]の上限は[illegible]定代金[illegible]1.100[illegible](税込)[illegible]ります。

※上[illegible]金額が2,[illegible]円([illegible])に満た[illegible]場合[illegible]は、2,750[illegible](税込)[illegible]ります[illegible]

※信用[illegible]、委託手数[illegible]他に、委託保証金を差し[illegible]れていただきます[illegible]における[illegible]用取引の委[illegible]金は、売買代金の30%以上で、かつ500万円以上、ダイレクト信用取引の委託保証金[illegible]、売買代金の33%以上で、かつ30万円以上が事前に必要です。加えて、買付の場合は金利、売付の場合は貸株料及び品貸料等をいただきます。金利、貸株料、品貸料等の額は、その時々の金利情勢等に基づき決定されますので、金額等をあらかじめ記載することはできません。

sample

Ⅱ. 外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の2通りの方法があります。

(1) 外国金融商品市場等における委託取引

① 国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料(上限:約定代金の1.430%(税込))が掛ります。

② 外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。当該諸費用は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

(2) 国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として1.50%、2.50%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものといたします。

Ⅲ. その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払いいただきます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。

金融商品等にご投資いただく際のリスク、手数料等は、金融商品等ごとに異なりますので、契約締結前交付書面や上場有価証券等書面または目論見書等をよくお読みください。