ドル円、金融政策見通しの修正と介入警戒が相場を左右

主任研究員　松尾 朋紀

ドル円は、７月末の日米協調介入を受けて円高に振れ、９月上旬に一時152円台を付けた後、10月上旬には157～158円を中心としたレンジに戻した。ここ数か月の値動きは、①日米金融政策見通しの修正、②追加介入を意識した円ショートポジションの損失リスクの再評価が主導したとみられる。

日銀の利上げ観測で円高も、FRBの利上げ期待で反転

日米がともに利上げ局面に入る中、足元では、政策金利経路に関する市場予想の修正が値動きを左右しているとみられる。特に、日本の利上げ見通しが米国より早く、あるいは大きく上方修正された局面で円高進行が顕著になる傾向が見られる。実際に９月上旬には日銀の利上げがほぼ確実視され、少数ながら50bpの利上げ観測も浮上する中、円高が進んだ。もっとも、その後相場はドル高・円安に反転した。米物価指標の上振れで米連邦準備制度理事会（FRB）の９月利上げと追加利上げ継続への期待が強まったことに加え、日銀の9月会合の結果や会見内容、主な意見などが市場の想定ほどタカ派的ではないと受け止められたことが背景にある。

こうした短期金利の先行きに関する予想は、両国のイールドカーブ全体の形状を変化させている。日米の金利差については、ドル円との連動性が2025年ごろから低下したと指摘されるものの、金利差の再拡大とともに今後再びドルを選好する動きがみられる可能性もある。

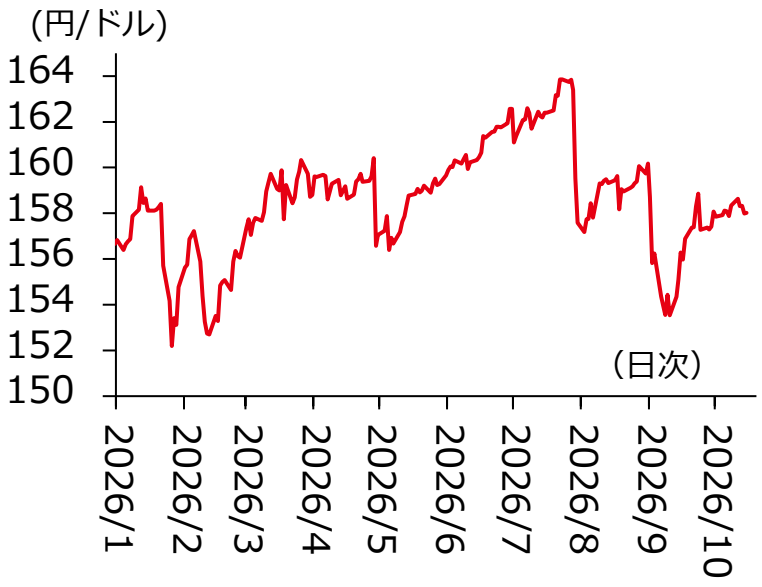
追加介入への警戒、円売りの抑制要因に

反面、追加介入への警戒感は金利差を狙う円売りの抑制要因となっている。従来は、日米間金利の絶対的格差と低ボラティリティ、利上げに消極的な日銀の姿勢が、円ショートポジションの積み上がりを促したと考えられる。円安が長期化した要因の一つに、低金利の円を調達し高金利のドルで運用することで差益を狙う「キャリートレード」がある。この取引では、十分な金利差が続き、相場が安定的で変動による損失リスクが小さいと見込まれるほど、ポジションが積み上がりやすい。理論上は円高による為替差損が金利差から得られる収益を上回れば損失となる。足元では日米当局の円安牽制が続いており、160円程度が防衛ラインという見方もある。米商品先物取引委員会（CFTC）の建玉報告によると、投機筋（非商業部門）は足元で円先物を買い越す（＝円高を予測）傾向が続く。また、オプション市場でも円安ヘッジに比べて円高ヘッジの相対価格が高い。

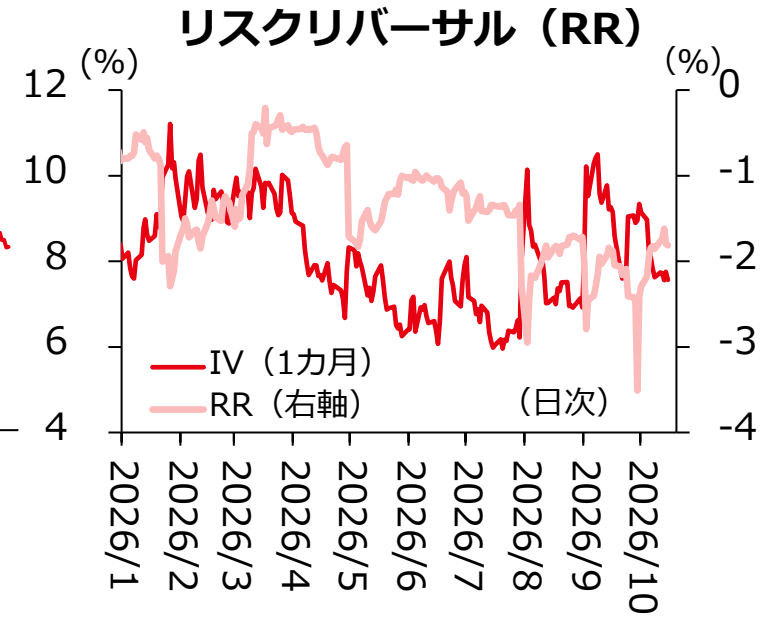
追加利上げの織り込みが焦点も、政策への信認や資金フローも重要

先行きは、物価・雇用統計や中銀発言を受け、日米の追加利上げの時期・回数・到達点に関する市場の織り込みがどのように変わるかが焦点となる。また、金融政策以外の日米固有の要因も無視できない。日本では、財政運営への懸念に加え、原油高による交易条件の悪化が円の下落圧力となる。拡張的な財政政策は、国債利回りの上昇を通じ円高圧力をもたらすが、それが財政規律への重大な懸念に発展すると円売りを促し得る。これまでの予算審議では飲食料品の消費税減税や減税期間終了後の「就業者負担軽減支援金」、成長分野への投資で活用する「つなぎ国債」の償還原資などで具体的な財源が示されていない。また原油高は、輸入代金を増加させ、決済に伴うドル買い・円売りを増やす要因となる。一方の米国では、巨額のAI投資がインフレの遠因になっていることに加え、拡張的な財政運営がAI関連企業の大規模な社債発行と相まって、金利上昇圧力を高めている。この形態の金利上昇は日本と同様健全なものとは言えず、実体経済への負荷を高めたり、ドル建て資産へのストレスとなる恐れがあり、こちらも逆にドル売りを誘発し得る点には注意が必要だ。

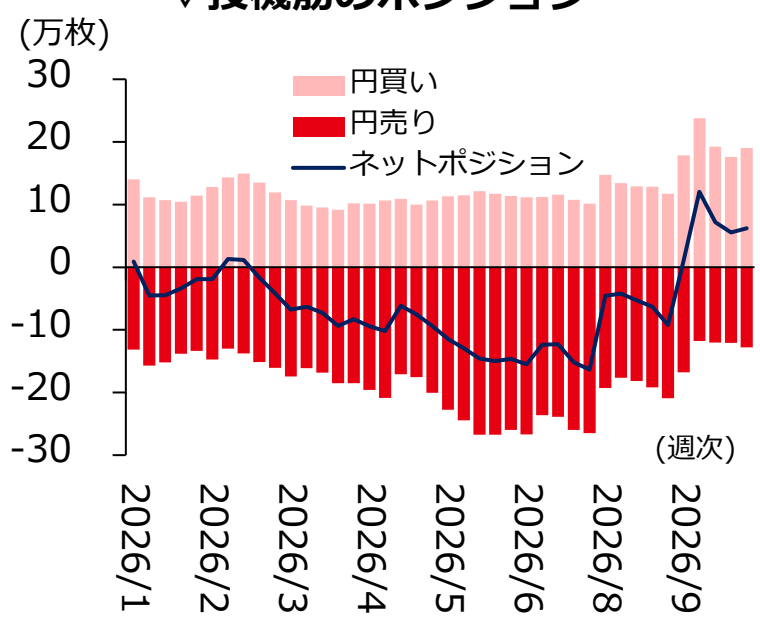
▽ドル円レート



▽ドル円相場の予想変動率（IV）とリスクリバーサル（RR）



▽投機筋のポジション



（注）中図の予想変動率は市場が見込む今後１か月の為替変動の大きさを年率換算したもの。低いほど相場の安定が見込まれ、キャリー取引を支えやすい。リスクリバーサル（１か月物・25デルタのドルコールのIV－ドルプットのIV）は円高・円安に備えるオプションの価値を比較したもの。マイナスは円高方向への傾き、プラスは円安方向への傾きを表現しており、マイナス幅の拡大は、円高リスクへの警戒の強まりを示す。
(出所)LSEG、CFTCより丸紅経済研究所

（執筆者プロフィール）

松尾 朋紀（Tomoki Matsuo）
matsuo-tomoki@marubeni.com
主任研究員
研究分野：マクロ経済、 経済予測、マクロ経済モデル
内外経済の景気動向に関する調査・分析、および経済予測業務に従事し、2026年4月から現職。 2022年度から23年度法政大学「マクロ経済学A、B」兼任講師。2019年、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。

株式会社丸紅経済研究所
〒100-8088　東京都千代田区大手町一丁目4番2号
https://www.marubeni.com/jp/research/

（免責事項）
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。