

激動する世界情勢と為替相場見通し

—『ニューノーマル』が経済・為替相場に及ぼす影響—

尾 河 眞 樹

皆様、ソニーフィナンシャルグループの尾河眞樹と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

本日は為替の話ということで、「激動する世界情勢と為替相場見通し」というかなり壮大なタイトルをつけてしまいました。世界は確かに激動していますが、為替相場は非常に安定しており、本日も一一円台後半ということで、極めて緩やかな円安ドル高傾向という流れにあります。

こうした為替相場を見るに当たって、コロナショックというのは避けて通れない話です。コロナで世界がどう変わっていくのかということを前

段でお話しさせていただき、後半では、それを踏まえ、為替相場は今後どうなっていくのかというお話をさせていただきたいと思います。ニューノーマルで、世界が結構大きく変わっていく流れにあると考えております。

一、コロナで世界はどう変わるのか

まず、各国のワクチン接種率についてです。イスラエルがいち早く二回接種が進んできたわけで

すが、先進国ではイギリスがいち早く手を挙げ、かなりのペースで接種が進みました。日本は、スタートが遅れ、菅政権もかなり批判されてしまったところはありませんが、その後のキャッチアップが急速に進み、アメリカの接種率を既に上回っている状況です。これは評価すべきポイントなのではないかと思っています。

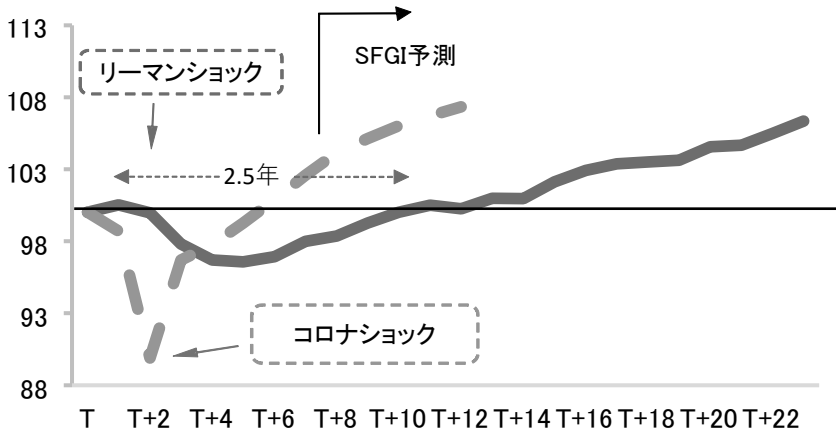
アメリカは、少し心配なのですが、接種率が五割を超えてきたあたりから、横ばいというか、伸び率が鈍化しています。これは共和党支持者を中心としてバイデン政権が行っているワクチン接種の流れに対する反対や、アンチバクサーということをよく言われますが、一定数そういう方針の方もいて進みがかなり遅いということで、業を煮やしたバイデン大統領は、九月一三日に国民に向けて演説を行い、国のガバメント系の仕事につかれている方は基本的には全員接種ということ、ほ

ぼ義務化という流れになっています。大企業も、接種状況を報告しなければならないということになっており、アメリカはかなり義務化のほうにかじを切ってきたという感じがしています。そのため、これからそのような流れで接種が進んでいくのかどうか見ていく必要があるかと思います。

六割の壁ということがよく言われ、接種率が六割ぐらいになると、どの国も大体横ばいになってしまうので、日本の場合もそここのところに注目していききたいと思っています。

国別の新規感染者の状況ですが、インドは一時ものすごくスパイクしてしまいましたが、落ちついてきていますし、東南アジア四カ国、インドネシア、マレーシア、タイ、ベトナムは、製造業の拠点として非常に心配されていたところですが、直近では感染者数はかなり抑えられてきています。アメリカも、ワクチン接種が今ひとつ進んで

図表1 コロナショックとリーマンショックの違い
【米GDPの比較（リーマンショック・コロナショック）】



〔出所〕 BEA、内閣府、SFH

いなかったところはありませんでしたが、ようやく感染者数は徐々にピークアウトの兆候が見られるところではあります。

感染者数と同時にどうしても見なければならぬのは国別死者数です。アメリカは、デルタ株の感染拡大が心配されていて、直近まで右肩上がりでしたが、ここ数日で少し止まってきてピークアウトの可能性があるかなというところは、少しよいニュースです。ほかの国々は、ワクチンの接種が進むと同時に、ヨーロッパなども死者数は抑えられてきています。

そのような中で、今回のコロナショックと前回のリーマンショックによる景気後退はどう違うのかをアメリカのGDP成長率で比較してみました（図表1）。実線がリーマンショックのとき、点線が今回のコロナショックのときですが、ショックのあった一―四半期前を一〇〇として、その後、

GDPがどのように推移していったかを示しています。

リーマンショックのときは、アメリカのサブプライム問題が発端になっているということもあり、アメリカの景気後退は結構長く続き、もとのGDP成長率に戻るのに九二・五年かかりました。今回については何が大きく違うかというところ、パンデミックということで経済活動を人為的に止めるのがこれほど深い景気の谷をつくってしまうということもよくわかったわけですが、一方で、回復も早い。ひとたび経済活動が再開さえすれば、このように景気が戻ってくるということ、今回は約一年半で、もとの水準に戻しているという流れです。その後、デルタ株の感染拡大があったので、どうしても七―九月期は減速する見通しになっていますが、それも感染のピークアウトによって少しずつ経済活動が再開するようであれば、

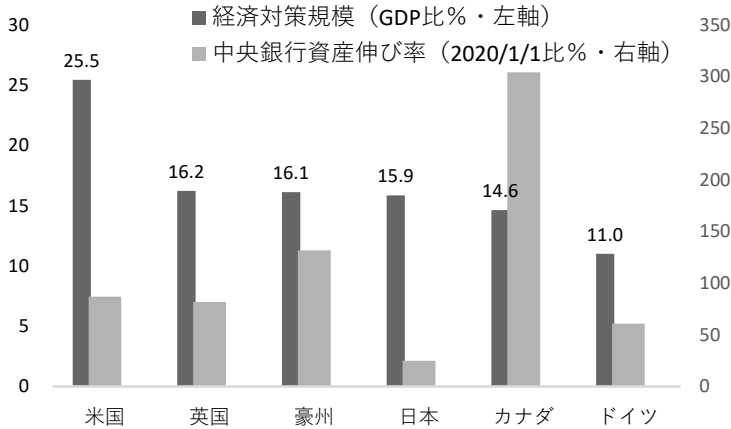
今後アメリカは緩やかな景気回復という流れになっていくと思います。

政策的な違いも今後のニューノーマルに影響してくると思われるのですが、やはりパンデミックですので、どの国も同じような危機に直面し、同じような政策をとっています。それは何かというと、大規模な経済対策と強力な金融緩和の両輪で回しているということです。

これはIMFが報告しているレポートで、左の棒グラフは、二〇二〇年一月以降、今年の三月一七日時点までに打たれた経済対策規模で、財政支出を伴うもののみを抽出し、それがGDP比でどのくらいの規模だったかというのを示しています（図表2）。

アメリカが二五・五%ということで、非常に大きな規模になっています。リーマンショックのときでも、その直後は、ローンなどを含まないところ

図表2 未曾有の規模となった経済対策と金融緩和の行方
【コロナ後の経済対策規模と、中銀の資産規模伸び率】



(注) 経済対策規模は2021年3月17日時点

〔出所〕 IMF、Bloomberg、SFGI

ろでは一〇%未満と言われていたので、それと比較しても二五・五%というのは極めて大きいということです。ほかの国々も一〇%を超えてきており、非常に大きな規模の経済対策が打たれています。

もう一つ、中央銀行の大規模な資産購入というのが目を引きます。これだけの財政支出の拡大ということになると、財源としては国債発行ということになります。中央銀行が国債などの資産を市場から購入しているのです。こうした強力な金融緩和とともに、各国の中央銀行の資産の伸び率も、二〇二〇年一月比でバランスシートはかなり大きくなっています。アメリカのFRBの資産も倍ぐらいになっていますし、イギリスもしっかりで、どこの国も二倍かそれ以上という状況になっています。

ただ、日銀の資産だけが昨年比で約二五%増にとどまっており、あまり伸びていないように見えます。

るのですが、日本は別に金融緩和を強化していないわけではなく、アベノミクスのころから見ると、かなり資産規模は拡大しています。これまであまりにも長期に亘り異例な金融緩和を続けてきたので、異例な状態がほぼ常態化してしまっているということが、このグラフから言えることだと思います。ほかの国は、コロナの緊急対応ということで、これだけ急速に資産規模が拡大しているということになります。

これから言えることは、国もそうですが、金融市場における中央銀行の存在感が非常に大きくなってきたことが、コロナショック後の一つの特徴であると思います。このためこれまで株式市場も為替市場も、官製相場のような形で非常に安定している傾向が見られるのですが、今後、緩和からの出口というところで、アメリカは市場の混乱を避けつつも何とか上手に出口に向かおうと

しているわけですが、その状況次第では、今後は市場のボラティリティがかなり上がっていくリスクもあるというところは、一つ注意しておく必要があると思っています。

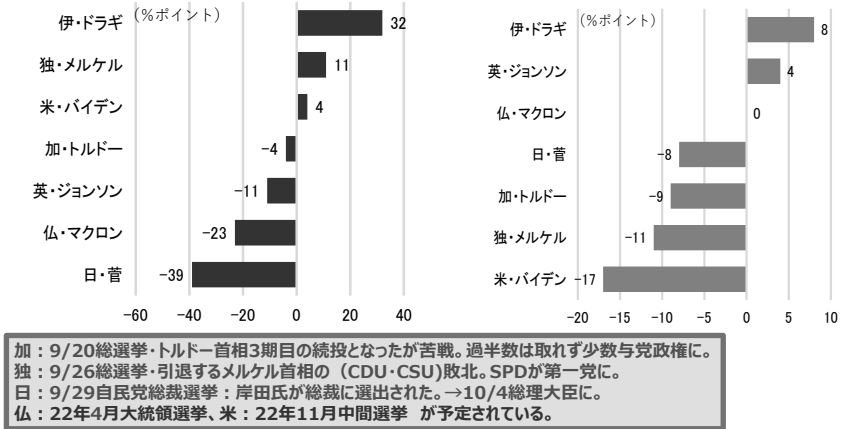
コロナ後の特徴としてもう一つ言えることは、各国の政治情勢が少し不安定になりそうということだと思います。このグラフは、G7各国首脳 nett 支持率です（図表3）。nett 支持率というのは、支持率から不支持率を単純に引いたものです。左側のグラフは今年の八月末時点の nett 支持率で、イタリアのドラギ首相が三二%ポイントで一番高く、一番低いのが菅首相でマイナス三九%ポイントでした。これだけ見ると、菅首相がG7の中で最も不人気な首相ということになってしまいます。

右のグラフは、今年の一月末から八月末までの nett 支持率の変化幅で、プラスだったのはイタ

図表3 G7首脳支持率低下（支持率－不支持率）

【21/8/31時点のネット支持率】

【1月末～8月末ネット支持率の変化幅】



〔出所〕 モーニングコンサルタント、SFGI

リアのドラギ首相とイギリスのジョンソン首相だけです。ドラギ首相は、かなり積極的な財政出動、景気対策をしたということで、国民の支持を得ています。ジョンソン首相は、ワクチン戦略をうまく回したということもあり、国民にある程度支持されているようです。ほかの方々は、変わらなないか、むしろ下がっています。結局、特に今年はデルタ株の感染拡大に各国首脳は悩まされたように、恐らくどなたがやってもコロナ対応は難しかったということだと思います。

菅首相はマイナス八%ポイントでしたが、カナダのトルドー首相、ドイツのメルケル首相はもつと下がっていて、今年の一月比で最も支持率が下がってしまったのは、実はバイデン大統領だったということになります。バイデン大統領の場合、コロナ対応だけではなく、アフガン撤退の際の対応、足元で騒がれている債務上限問題、議会の状

況などを見て、国民の支持が下がっているところもあるかもしれません。

八月末以降に起こったことを下にまとめておきました。

カナダでは九月二〇日に総選挙があり、トルドー首相は、今がチャンスということで選挙に打って出て、三期目の続投となりましたが、予想外に苦戦して、過半数は取れずに少数与党政権になってしまいました。

ドイツでは九月二六日に総選挙があり、メルケル首相の出身母体であるCDU（キリスト教民主同盟）・CSU（キリスト教社会同盟）が敗北し、SPD（社会民主党）が第一党になりました。

日本では、菅首相が総理を辞任するということが発表され、一〇月四日に岸田さんが自民党総裁に選出されたという流れになっています。

フランスでも来年の四月に大統領選挙が予定さ

れており、アメリカでは一月に中間選挙が予定されています。各国、なかなか厳しい状況の中で選挙が予定されているということで、これから政治的なニュースに市場が非常に左右される可能性が高まっていると思います。

今回、岸田さんが新総裁になりました。最も早くに自民党総裁選に手を挙げられただけのことではあつて、しつかりとした政策を早々とお出しになったなという印象があります。それから、「成長と分配の好循環」ということをずっと言われていますが、どうやら分配のところは軸足があるようなイメージです。

政策の中で掲げている成長戦略4本柱、分配政策4本柱について、市場関係者からいろいろ話を聞くと、好評価のポイントの一点目は、国難としてコロナ対応を第一に据え、病床の確保やワクチン接種の加速、治療薬の普及を旨指すとしている

ところ、それから、健康危機管理庁（仮称）の創設ということで、長期目線での国民の健康対応も示しているところです。

二点目は、年内数十兆円の財政支出（補正予算）の策定をコミットしていることで、これは景気押し上げ要因として市場関係者からはプラスに見られています。

三点目は、一〇兆円規模のデジタルイノベーションファンドの創設、規制改革推進委員会をデジタル臨時行政調査会にする、また、DXということもかなり政策に盛り込まれていて、そのあたりは期待が持てるところです。

一方で、今後少し注意が必要と見られているのは分配面で、例えば金融所得税の見直しなどは、やはり市場参加者が注目しているところです。金融所得の一律二〇%の税率を引き上げ、税収を増やし、中間層や低所得層に配分するということで

すが、一億円の壁ということをおっしゃっているので、一億円以上の所得の方だけ抽出してうまくそこに課税することができのかどうかということと、日本は富裕層も含めて貯蓄に資産が偏ってしまっているところが問題であるので、貯蓄から投資の流れを冷やしかねないと懸念する声も聞かれます。

「成長と分配」はバイデノミクスと少し似ているようなところがあり、バイデン政権も富裕層から税金を取ると言っていますが、結局のところ、長らく棚上げ状態になっているところがあるので、なかなか難しいように思われます。

岸田政権はDXを推していると申しましたが、これは当然と言えば当然のことで、スイスの国際経営開発研究所（IMD）が毎年出している「IMDデジタル競争力ランキング」二〇二一年版では、日本の順位は二八位とかなり遅れており、し

かも、去年の二七位から一つ順位を下げています。

I M Dは、3つのファクターで評価され、さらにサブファクターとともに、何がポイントになっているかがわかるようになっていきます。日本については、まずタレント（人材）では、国際的な経験やデジタル・テクノロジースキル、テクノロジーでは、技術の開発と導入を可能にする効果的な規制の枠組みの提供、将来への準備のところで、企業の柔軟性や、ビッグデータの利用や分析をしっかり使っているかどうかというところが弱いと指摘されています。

岸田政権発足は為替レートに影響があるのかどうかという点、今は政治で為替がなかなかテーマになりにくい状況なので影響はないと思います。過去の政局における為替レート、ドル円レートを振り返ってみても、何か一定の傾向が見られるわけではありません。

ただ、直近で政局が最も為替相場に影響を及ぼしたのは、第二次安倍内閣発足のときです。製造業の採算ドル円レートを実勢のドル円が下回ってしまうという製造業にとっては採算割れのような状況が、二〇〇八年のリーマンショック以降四年間続いて、非常に厳しい円高局面だったわけですから。そこに安倍氏（当時自民党総裁）がインフレターゲットを設定すると言い始め、一気に円安に切りかわったということです。

実際にアベノミクスでは、政府・日銀がコードを結んで大規模な量的緩和を実施したので、その後、ドル円は大きく切り返し、今も採算レートを上回っている状態です。直近の採算レートが一ドル九八円で、実勢レートは一一一円台後半ですから、製造業にとっては比較的余裕のある状態という点で、このまま安定した相場が続いていけば日本経済にとってプラスというところです。

直近で為替相場が政治のテーマになるようなことは基本的にはないですが、先々を考えたときには注意しなければいけないと思っています。この後、デルタ株が落ちついてアメリカの景気が回復していき、FRBの金融政策が緩和から出口に向かうことによって日米の金利差が開いていき、ドルが対円で緩やかに上昇するというのが基本的には前提になっており、それが市場にある程度織り込まれている状態で、今のドル円の一一円台後半というのはあると思うので、もしそうならなかった場合、また何か危機が発生し、急激な株安が起きて大幅な円高になったとき、例えば、一一円から一〇〇円といった一〇円ぐらいの値幅は昔の相場では普通に一日、二日で達成するようなこともあったので、そういった意味では全く安心はできないということだと思います。

そうなったときに、では何かできるのかという

と、日銀も既に目一杯に金融緩和してしまっている、手段は限られます。これ以上緩和できないということになったときに、マイナス金利の深掘りというチョイスが挙げられますが、それで円高局面を円安に切りかえることができるのかというと、かなり難しいです。バイデン政権を見れば、基本的に円売り介入は難しいと思われますから、先々のことを考えると、日本がいざというときに、日本の政策によって積極的に円安に相場を切りかえることができるかといえばなかなか難しく、アメリカの景気回復とそれによるドル高を析るしかないというような状態になっています。そういう状況にあるということは念頭に置きつつ、岸田政権は成長戦略ということを行っています。成長戦略によって、今後日本は時間をかけて、円安ばかりに頼り過ぎないような足腰の強い経済にしていくなかにはないかと思っています。

次は再生可能エネルギーの話です。これから環境問題はかなりクローズアップされていくと思います。今年の四月の気候変動サミットでは、各国が温室効果ガス削減目標を大幅に引き上げており、これが今後一つの大きなテーマになるということです。

今までは再生可能エネルギーや温室効果ガスといった話は為替に影響は全くないだろうと思っていたのですが、実は最近は少し話題になっており、私もチームのメンバーといろいろ話をしていきます。今、中国では電力不足によって経済活動に混乱が生じています。あるいは、石化燃料を再生可能エネルギーに切り替える動きが進んでいます。再生可能エネルギーはコストが高いというところもあって、エネルギー価格の上昇という、これまであまり想定されていなかった影響が起きています。では、原油価格が上昇したからといってア

メリカのシェールオイルをすぐに増産できるかというところ、生産を回復することは難しいのが実情です。今後、環境問題は非常に重要なテーマですが、温室効果ガス削減の過程においては、エネルギー価格の上昇が、インフレの押し上げ要因になってくる可能性があります。

特に今は原油価格等も急騰してきているような状況ですので、インフレが加速するかもしれません。そういう意味では、どの国でも、緩和からの出口に向かう、あるいは利上げの兆しが見えてくるというような話につながってくると、間接的にはありますが、為替相場に影響があるかもしれないということ、注目しているところです。

コロナで経済・金融市場はどう変わるのかというところで、今までの話を簡単にまとめさせていただきます。

まず、政府や中央銀行の市場への影響力が非常

に大きくなっています。政府の経済政策や中央銀行の金融緩和の規模がものすごいので、今後、金融緩和からアメリカが利上げに転じる際の金融市場への影響には注意したいところです。また、コロナの影響で今後政治が少し不安定になってくるリスクがあるのではないか。あるいは、DX、デジタル化の加速、働き方やライフスタイルの変化といったこと自体は経済にとってはよいことです。短期的には既にグローバルに課題となっていく所得格差を、さらに広げる可能性のある材料ではあると思います。DXのサービスを提供できる人たち・或いは企業が儲かって所得が増えていく一方で、DXの波に仕事を取られてしまう人が出てくるので、世の中では格差が拡大し、これは国民の不満につながりやすくなるかもしれないということです。それから、各国政府は格差是正の方向性にあることもあって、日本でも岸田新総裁は

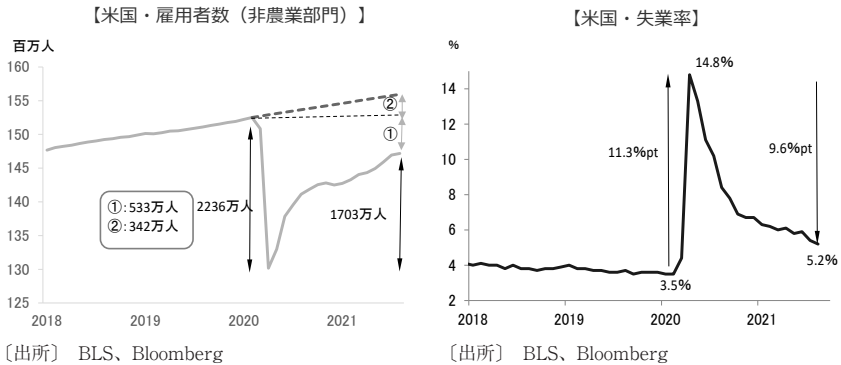
「成長と分配」というバイデノミクスに近いような施策を打ち出しています。これは全く違う話ですが、中国でも今、共産主義にもかかわらず所得格差が拡大しており、習近平政権はIT企業への規制を強めたりして、格差を是正していく流れになっていくかと思っています。

二、経済・為替相場の見通し

こうしたことを踏まえ、経済・為替相場見通しという話に移っていききたいと思います。

主要国の製造業PMIは、デルタ株の影響もあり、足元の景況感は少し下向きになってきていますが、アメリカ、ユーロ圏は、水準としては基本的には高いところにあります。一〇月初旬に発表された米製造業ISMも右肩上がりになっているので、少し明るい話もありますが、あとはデルタ

図表4 米国：雇用は喪失分の76%を回復（失業率では85%）



株の影響がどうかというところです。一方、中国は、久々にPMIが五〇割れという状況になっています。

サービス業PMIは、特にデルタ株の感染拡大の影響をダイレクトに受けてかなり低下しており、これが今後回復していくかどうかは、感染状況次第ということです。

今晚、アメリカの九月の雇用統計が発表されますが、米国の雇用は徐々に回復傾向にあります（図表4）。左側は非農業部門雇用者数で、コロナショックで失ってしまった二二三六万人の雇用のうち一七〇三万人、七六%を回復していますが、これが減る前の水準に戻るには、あと五三三万人の雇用増加が必要です。ただ、それはもとに戻るだけで、右肩上がりだったトレンドに戻るには、さらに三四二万人分足して、八七五万人の雇用の増加が必要です。本日発表予定の雇用統計では大

体五〇万人前後の雇用増が見込まれていますが、このペースで行けば、もとのトレンドに戻るにはかなり時間がかかります。パウエルFRB議長も、雇用が一〇〇万人ぐらいないとまだまだ回復は遅いということを以前はおっしゃっていました。が、直近では、だいたいブーンが変わり、雇用の改善はテーバリングを開始する条件を満たしていると言っています。

右側は失業率で、八五%回復しています。今回、八月の五・二%からさらに回復しているかどうか、一つの注目点になっています。

直近ではインフレ率が注目されています。CPIは、特に六月以降、前年比で五%超の物価上昇が続き、インフレが加速していますが、食料品・エネルギーを除いたコアCPIを見ると、直近では少しピークアウトしているようにも見られます。

これはなぜかということで見ると、日本でも新車を買ってもなかなか届かないという方が結構いらっしゃるようですが、半導体の供給減によって自動車の供給が間に合わないということで、米国では人々が中古を購入する。それで中古の価格が上がっていき、さらにはレンタカーを借りる人が増えたため、レンタカーの価格が急騰した時期がありました。それが少し行き過ぎて、直近では少し価格が下がってきたということが反映されていることとみています。しかし、宿泊費などほかの品目で見れば、インフレは依然継続しているように見えるので、コアCPIが少し下落したからといって、ピークアウトしたと安心できる状況ではまだないのかもしれないですね。

こうしたインフレの状況を見て、FRBは見通しを変えてきています。FOMCメンバーによる政策金利見通し、いわゆるドットチャートの中央

値がどのように変化してきたのかを見てみると、今年の三月の段階では二〇二三年まで利上げなしという見通しが、六月の段階では二三年は二回利上げという見通しになり、九月には四回利上げという流れになっていて、今回、初めて二〇二四年までの見通しが出ましたが、二四年の段階では七回近くの利上げが見込まれています。

この背景としては先ほど申し上げたインフレがあつて、FOMCメンバーによるインフレ見通しを見てみると、三月から、六月、九月と見通しを引き上げており、やはり足元のインフレの状況を見て、メンバーも、これは思ったより高い水準まで行くかもしれないという方向で見始めているようです。

基本的には、今のインフレというのは供給サイドの問題で、サプライチェーンの混乱によって供給が滞る、あるいは、労働力不足に起因するもの

であつて、コロナが収束し、経済活動さえ再開すればインフレはもとに戻るもので、二%を少し上回るぐらいのところまでは下がっていくという見通しになっていたわけですが、今年の九月の見通しでは、二%超の状態が割と長引きそうだという見通しになっています。目先、これまで見ていたよりももつと高い状態が、予想以上に長引きそうだという見通しになっています。

このような状況を踏まえ、当社でも、米国の金融政策を予測しています。

まず、量的緩和の縮小（テーパリング）は、今年の一月にFOMCで決定し、一二月に開始するとみえています。九月のFOMCのときにパウエルFRB議長が記者会見で、九月の雇用統計が悪かった場合、テーパリングはどうするのかという趣旨の質問をされたときに、テーパリングの条件となる雇用については累積的なものを見ているの

で、九月の良し悪しではあまり影響は受けない、それはテーパリングのハードルにはならないと言っていました。

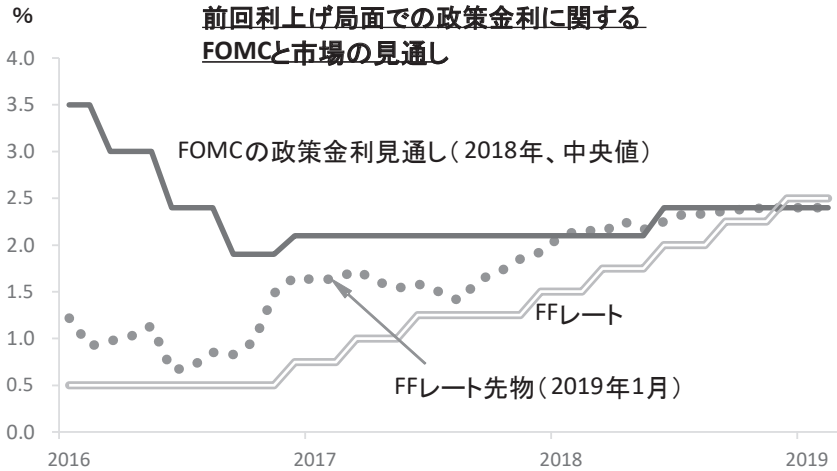
したがって、少なくとも年内にテーパリングを開始するというのは、恐らくほぼ決まりということですので、市場の関心はその後の利上げのスケジュールにシフトしているようです。今日の雇用統計も、非農業部門雇用者数や失業率も大事ですが、平均時給が急上昇していないかというところ次第でも、市場の反応があるかもしれません。

利上げのスケジュールについては、二〇二三年一―三月に利上げを開始し、その後、二三年中に四回利上げ、F F金利は年末で一%、二四年中に三回利上げ、二四年末同一・七五%、二五年中に三回利上げ、二五年末同一・五%ということ、最後の利上げのピークは二・五%と予想しています。

これは私どもの見通しですが、ほとんどF O M Cメンバーの見通しに平仄を合わせる格好になっています。しかし、今、F F金利から見る市場参加者の予想は、どうもF O M Cメンバーの予想よりも下回っているのです。例えば、F O M Cメンバーのドットチャートでは、二三年末に一%という予想になっていますが、F F金利から算出する市場の見通しは〇・九九%となっています。二四年末になるともう少し顕著で、F O M Cメンバーは一・七五%という予想になっていますが、市場参加者は、まだ一・一二五%までしか織り込んでいません。F O M Cメンバーのほうが早いペースでの利上げを予想しているわけですが、今はそれに対し市場のほうが少しと遅行してしまっているという状況です。

ただ、前回の利上げ局面でも同じ傾向が見られたというのが、こちらのグラフになります(図表

図表5 市場は、前回利上げ局面前半でもFRBの利上げを過小評価



〔出所〕 FRB、Bloomberg

5)。前回の利上げ局面では、二〇一五年一二月に一回利上げがあり、しばらくお休みして二〇一六年末にもう一回利上げが開始され、その後は淡々と利上げが行われています。二重線のグラフが前回のFFレートになります。当時、市場参加者がどのように見ていたかというのが点線のグラフで、これは二〇一六年時点の二〇一九年一月時点にどうなるかという見通しになっています。FOMCのドットチャートの中央値は、二〇一八年末にどうなっているかという、実線グラフのようになっているということです。

前回もそうだったのですが、市場参加者の利上げの見通しがFOMCメンバーの見通しに対して大分下回っている状況が続いていたけれども、利上げが行われるうちにだんだんと平仄が合ってきたということです。どうしても市場は目先の見通しについては早め早めに織り込んでいくような傾

向があるわけですが、例えば三年先の見通しというのはなかなか織り込みにくいところがあります。そのため、長期金利も今はまだ少し抑えられている状態で、これが来年にかけて利上げが見えてくるような状態になると、今のアメリカの長期金利は一〇年債利回りで一・五%ぐらいですが、それが少しずつ上昇し、前回と同じような動きになるのではないかと予想しています。

私どもが大事だなと思っているのはアメリカの実質金利です。名目金利から期待インフレ率を引いたものが実質金利ですが、今、一〇年債利回りが一・五%で期待インフレ率が二・五%ぐらいなので、実質金利はマイナス一%という水準感です。で、これはかなり緩和的な状況で、企業にとつてみれば資金調達コストがかなり低い状態にあります。これは景気刺激に繋がりますが、今後は利上げとともにこれが緩やかに今後上がっていくと

いうことが想定されます。

今の想定では、期待インフレ率が大幅に上がることはなければ、大体二〇二三年前半ぐらいまでは実質金利はマイナス圏、プラスになるのは二〇二三年後半以降と見ています。実質金利がプラス圏ということになると、金融としてはかなり引き締まった状態になっていくので、株式市場が反応してくるのは二〇二三年以降になると思います。それまでは比較的风险スクオンの状態で、株式市場等にもプラスの状態が続くのではないかとこの見通しです。

そうしたときに為替レートがどのように動くのかということをお話します。

今、為替レートがなぜ動かないのか。ドル円レートがあまり動かなくなっている理由です。サブプライムショック時の円の名目実効為替レートを見てみると、二〇〇七年八月のパリバショッ

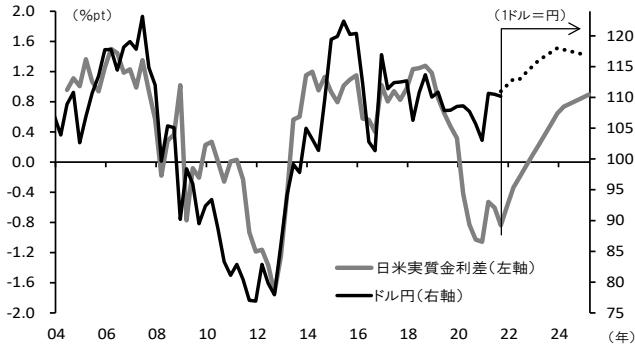
ク、二〇〇八年三月のベアスターンズショック、二〇〇八年九月のリーマンショック、いずれのときも、こういう危機的な状況になると円は買われるということです。主には海外に投資している資金が日本に還流するからということもよく言われますが、外国人投資家の日本株投資の為替ヘッジの減少というテクニカルな要因、その他いろいろな要因があつて、リスクオフのときには円が買われやすい。基本的には、円は流動性が潤沢で信頼性があるということなのだと思います。アメリカドルもリスクオフのときには買われやすい傾向があります。前回のサブプライムショックからリーマンショックのときは、円だけが大きく上昇し、円全面高という状況だったので、ドル円も大幅に下落しました。

コロナショック以降のドルと円の名目実効為替レートをしてみると、去年の三月のコロナショック

クのときには米ドルのほうが一時的に円よりも強く上昇しているような状態です。その後、アメリカが金融緩和を実施してリスクオンになっていく流れの中でドルも円も下落し、その後はドルと円の力関係はほぼ拮抗しているような状態になっています。そのため、今、株式市場が上がつても下がつても、ドル円はあまり大きくは動きづらいつつという状況になっています。この最大の要因は、サブプライムショックのころに比べ、金利差がほぼなくなっているということです。二〇〇七年のときは、アメリカの政策金利は五・二五%ありましたが、今はほぼゼロで、直近でも金利差がほとんどないような状況なので、力関係がほぼ拮抗しているような状態になっていることだと思います。

したがって、多少のリスクオン、リスクオフとすることであればドル円相場はあまり動かないと

図表6 日米実質金利差拡大で、ドル円は緩やかに上昇
【日米実質金利差とドル円】



	2020	2021	2022	2023	2024
ドル円	103	113	115	118	117

〔出所〕 Bloomberg、SFGI

どうか、心配しなくていいと思いますが、今後ト
レンドとして変わっていく可能性があるのは、金
利差が拡大していく時ということになるわけです。

日米の実質金利差というのは、長期的に見てド
ル円相場との相関性が高いことが特徴です（図表
6）。グラフの太い線が日米の実質金利差、細い
線がドル円相場で、点線以降が弊社の見通しで
す。日米の実質金利差が今後緩やかに拡大してい
き、マイナス幅は縮小し、いずれプラスになつて
いくと予想しているので、今の私どもの見通しと
しては、今年の年末に一一三円、来年末は一一五
円、二〇二三年末は一一八円、二〇二四年末は一
一七円というような予想値を出しています。

ただ、なぜ一二〇円を超えていくような大幅な
ドル円上昇を見ていないかというと、金利差が拡
大するといっても非常に小幅な動きになりそう
で、ドルと円の力関係が拮抗しているような状況

はあまり大きくは変わらないだろうと見ているからです。実際、今回のコロナショックで、日米実質金利差は大幅に低下し、マイナス幅が拡大しています。

太い線を御覧いただくとわかるように、二〇二〇年三月初、アメリカが緩和を進めていく流れの中で、実質金利差から見たドル円相場は一ドル九〇円、八五円でもおかしくないという状況ままで、日米の実質金利差はマイナス幅が拡大していました。このときは市場の見通しでも、ドル円は一〇〇円を大きく割るだろうという見方が非常に多かったですが、実際には一〇二円台がボトムで、小幅にしかドル円は下がりませんでした。ドルと円の力関係の拮抗というのがこのような形になって出てきているということです、それを踏まえると、今後、ドル円が上昇していく局面でも、一二〇円を大きく上回るような円安ドル高と

いうのは見込みにくいところかと思います。

ほかの国の通貨も似たような状況です。結局、どの国も供給問題というところで、インフレリスクが見えてきています。ニュージーランドについては、一〇月に七年ぶりの利上げを発表しました。

次に利上げが見込まれているのは、カナダとイギリスですが、カナダは今年の四月からテーパリングを開始しており、イギリスも今年の七月から既に事実上のテーパリングを開始しています。カナダは来年の下期、イギリスは来年の二月にも利上げするのではないかという見方になっています。次にアメリカが来て、オーストラリアは、テーパリング自体は始めているのですが、利上げは二四年までないと表明しています。ECBは今のところハト派のスタンスを維持している状況で、それよりもさらにハト派なのが日銀ということになります。

今後もそうだと思いますし、実はこれまでも、各国の金融緩和からの出口戦略を織り込んでいく流れの中で、主要国の通貨は全て対円で上昇しています。特に利上げが見込まれているカナダドル、イギリスポンド、米ドルは、対円で大きく上昇しています。

ユーロのお話を少しさせていただきたいと思えます。

ユーロ圏はワクチン接種が進んでいるというお話を冒頭にさせていただきましたが、やはり大事なものは死亡者数で、かなり減っているという状況です。グーグルが小売りや娯楽に行った人をGPSで拾ったデータを公表しており、そこから人々の活動量がわかります。コロナ禍前の平時をゼロとして、それからどのように推移しているかを見てみると、今は、ロックダウンも明け、もとの状態に戻ってきていますので、経済活動は再開して

いるという流れになっています。

消費者信頼感指数も改善しています。雇用も戻ってきているということで、実質雇用者所得も鋭角に改善しています。

では、アメリカのようにインフレが上昇しているかという点、ユーロ圏もインフレにはなっていますが、アメリカのインフレ率が総合で5%であるのに対し、ユーロ圏は3%程度ですので、欧州は比較的低く抑えられていると思います。ECBのラガルド総裁は、エネルギー価格の上昇、供給サイドの問題は、来年以降は改善し、インフレは落ちついていくので、まだまだ緩和的な政策を維持するという何を何度も説明しており、先進国の中でもECBはハト派という形になっています。

来年の三月には、パンデミック緊急購入プログラムとして始めた資産購入が終了しますので、この後も従来の資産購入プログラムを続けるか、別

の形で資産購入を続けるか、いずれにせよ恐らく緩和は当面続けていくことになると思います。

ユーロドルで見ると、ドルのほうが出口は早いというところで考えれば、ユーロドルは緩やかに下落していくという流れになりそうです。二三年で一・〇八と予想しています。

ただ、対円相場で見ると、ドル円が上昇し、ユーロドルが下落するということで、掛け算で見ればユーロ円はあまり大きくは動かないという状況が続くのではないかと見ています。

冒頭で、これからの変化ということで政治の話を少しさせていただきましたが、不確実性という意味では、バイデン政権が心配です。バイデン大統領の支持率が下がっているというお話を先ほど申し上げましたが、直近の世論調査では、強く支持する人たちは一六%で、急速に右肩下がりになっている一方、強く不支持という人たちが増え

ているということ、この辺りは懸念材料です。支持と不支持では、今は不支持のほうが上回ってしまっています。

支持政党別のバイデン大統領の支持率は、ギャラップ、ユーガブとも、今年の一月調査と九月調査を比較すると、民主党支持者の支持率も下がっており、無党派層の支持率も六一%から三七%と著しく下がっています。

また、支持政党別に経済問題で最も重視することを聞いてみると、もちろん雇用は高い数字になっていますが、少し気になるところは、物価を重視している人が多いということです。これは最近の五月、六月以降の物価の急騰に対して不満を持っている人たちが多いということになるので、バイデン政権は、これから大型の景気対策のための歳出法案を通そうとしています。インフレには目配りしながら、極めて難しい政策運営を強い

られることになります。

リスクシナリオとしては、コロナ変異株等の再拡大、想定外のインフレ急伸、中国経済のさらなる減速、米中对立の激化、米中間選挙で上・下院にねじれが起きるのではないかといったところで。来年の中間選挙で、例えば上院の過半数が共和党になってしまうと、バイデン政権はレームダック化してしまい、あらゆる政策の実行が困難となります。そうなれば、株式市場等にも悪影響となりそうですから、今後もバイデン大統領の支持率は、注意深く見ていきたいと思っています。私の話は以上となります。最後まで御静聴いただきましてありがとうございます。

○増井理事長 世界経済全体を俯瞰して、今後の為替相場の見通しについて、大変わかりやすく、かつ明快な御説明、ありがとうございます。

それでは、御質問等ございますでしょうか。

○質問者 大変綿密な分析、ありがとうございます。私は、もう少し大きな経済の動きから考えて、円が、五年、一〇年先に一三〇円、一四〇円といった円安に向かうのではないかと懸念しています。日本の世界貿易に占めるシェアは、昔は三〇%あったものが、今は六〇七%に低下しています。経済が弱い国の通貨が強いということはあり得ないと思うので、その通貨が、一一七〇一八円になることはあっても、一三〇円、一四〇円までいかないとおっしゃる根拠はどこにあるのかと思うのですが、その辺はいかがなものでしょうか。

○尾河 おっしゃるようなリスクは、どこかのタイミングでくるかもしれないということは念頭に置いておかなければいけないと思いますが、それがいつなのかということを見通しに含めるのは大変難しいので、私どもでは、基本的には今の経済

状況と実質金利差というところで見通しを立てさせていただいています。

○増井理事長 そのほかに御質問ございますでしょうか。それでは、私のほうから一問。デジタル通貨については、中国が導入するという話がありますが、こういった動きが広がり始めたときに、為替相場への影響についてはどのように考えたらよいのでしょうか。

○尾河 中銀デジタル通貨の話は、今、世界で注目を集めています。人民元については、実証実験が何度か行われており、来年二月のオリンピックでも利用されることになっています。

その流れがあつて、ほかの国々も中銀デジタル通貨を開発しようという話になってきており、日本はこれまであまり前向きでなかったと思うのですが、政治的には、安全保障などの面で中国がますます先を行ってしまうので、日本も開発を進め

なければいけないのではないかというような見方もあつて、この動きは加速していくのではないかと思います。

しかし、例えば、中国人民元がそのまま一部デジタルに置きかわるということで考えれば、為替相場への直接的な影響はほぼないと思います。

デジタル化が人民元の国際化につながるという方もおりますが、もし中国が人民元を国際化したのであれば、まずは資本規制を撤廃し、フリーフロー制を導入しなければなりません。今はお金を自由に持ち出せないような状態になっているので、デジタルにしたからといって突然世界で使われ始める、日本でも人民元が使われるということとは考えにくいので、デジタル通貨を導入したからといって国際化が進むという話でもないと思います。これも為替相場に大きな影響を及ぼしにくいと思う要因です。

○増井理事長 そのほかに御質問ございますでしょうか。ウェブ参加の方からもご質問がないようですので、今日はこのあたりで資本市場を考える会を終わらせていただきたいと思います。

今日は、為替について、大変わかりやすく、しかも、勉強になるお話を伺いました。尾河さん、どうもありがとうございました。

○尾河 ありがとうございます。(拍手)

(おがわ まき・ソニーフィナンシャルグループ株式会社執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト)

(本稿は、令和三年一〇月八日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

尾 河 眞 樹 氏

略 歴

ソニーフィナンシャルグループ株式会社 執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト。

ファースト・シカゴ銀行、JP モルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現 SMBC 信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。

2016年8月より現職。

テレビ東京「News モーニングサテライト」、日経 CNBC などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。

主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場（2016年日本実業出版社）』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ（2018年朝日新聞出版社）』などがある。

ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。