チーフアナリスト　尾河 眞樹
チーフエコノミスト　菅野 雅明
シニアエコノミスト　渡辺 浩志
シニアアナリスト　石川久美子
シニアエコノミスト　宮嶋 貴之
アナリスト　森本淳太郎

Cover Story

24年ぶり円買い介入の効果と意義

金融市場調査部　アナリスト　森本 淳太郎

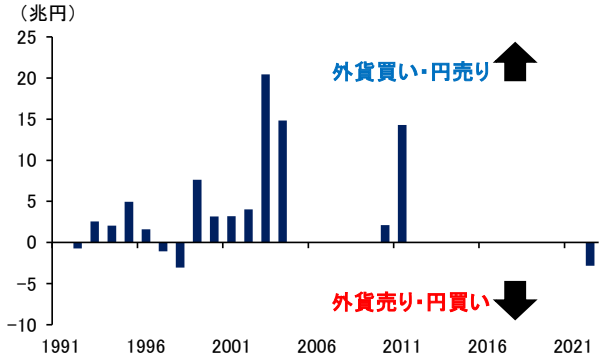
KEY POINT

- 政府・日銀は 9・10 月に 24 年ぶりのドル売り円買い介入を実施。規模は前回(1997-98 年)の倍以上。
- ドル円レートは 10 月の介入後反落。介入に一定の効果があったように見える。
- 介入の伝達経路は①為替の需給への影響と②シグナリング効果。今次介入は①も投機筋への牽制で一定の効果はあったが、主な経路は②。
- これまでの円安はファンダメンタルズを反映しており、介入の効果は限られてもおかしくなかった。
- また、自国の金融政策の変更期待がない状況ではシグナリング効果は期待できないのが一般的だが、今次介入に一定の効果が見られたのは米国の金融政策が転換点にあったため。
- これまでの介入は、短期的には相場変動平準化に必ずしも成功したとは言えないが、長期的にみると介入によって得られた外貨(ドル)の含み益は 25 兆円であり、相場の変動抑制に貢献。

1. 24年ぶりのドル売り円買い介入

財務省が発表した「外国為替平衡操作の実施状況」によれば、9 月と 10 月のドル売り円買い介入額は 9 兆 1881 億円となった。具体的には 9 月 22 日に 2 兆 8382 億円の介入を実施した後、10 月の介入については合計額のみの発表しかない(日次ベースの発表来年 2 月の予定)が、恐らく 21 日と 24 日に実施された(計 6 兆 3499 億円)と考えられる。ドル売り円買い介入は 1997 年 12 月～1998 年 6 月に実施された介入を最後に行われておらず、24 年ぶりとなる。また、当時の一連の介入額(約 4.1 兆円)と比較すると、今回の介入額(約 9.2 兆円)は前回の倍以上となっている。なお、財務省が発表している上記「外国為替平衡操作の実施状況」は 1991 年 4 月以降の介入の状況を示しているが、その大半は外貨買い円売り介入である(**図表 1**)。

図表 1:過去の為替介入の実施状況



注:外貨にはドル以外の通貨も含む　出所:Bloomberg

9 月 22 日の介入は、日銀の黒田総裁が緩和的な金融政策を継続する旨を改めて表明したことで、ドル円が一時 145 円 90 銭まで急騰した直後に行われた。同じタイミングで鈴木財務大臣と神田財務官が記者会見を開き、為替介入に踏み切ったことを発表すると、市場では介入実施への懐疑的な見方も根強かっただけに、24 年ぶりのドル売り円買い介入に対する衝撃が走った。ドル円は一時、140 円 36 銭まで下落し、5 円以上もの円高を促した(**図表 2**)。もっとも、米国が大幅利上げを連続して行う中、日米金利差の拡大と共にドルの先高観・円の先安観は強く、翌日には下げ幅の半分を戻す展開に。その後は介入が実施された 145 円台がレジスタンスとして意識され、2 週間程度は同水準でもみ合いが続いたものの、結局は再度上昇が加速することとなった。上昇の勢いがついたドル円は、10 月 21 日に心理的な節目である 150 円を突破。151 円 95 銭まで急進したタイミングで、再度円買い介入が入ったと考えられる。通常、2 回目の介入は市場が身構えていることもあり 1 回目より効果が出難い。ただ、1 回目を遥かに凌駕する規模での介入が行われたことで、ドル円は一時 146 円 23 銭まで下押しした。その後は米国の消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回った「逆 CPI ショック」によるドル売りなども経て、足下のドル円は 1 回目の介入以前の水準まで下落している。

図表 2:ドル円(日足)

出所:Bloomberg

2. 介入の目的と伝達経路

国際決済銀行(BIS)が 2019 年 10 月に発表した BIS Papers No.104 "Reserve management and FX intervention"によれば、中銀の多くは、マクロ経済や金融システムの安定を最終目標としているが、その最終目標の達成を脅かすような「ファンダメンタルズから乖離した為替レートの動きを是正する」ために為替介入を行っている。すなわち、「為替相場の過度な変動の抑制」は、最終目標を達成するための中間目標としての位置づけだ。かつては、為替レートの水準そのものが目標とされていたこともあるが、直近(2018 年)の調査では、為替のボラティリティの抑制が最も重要な中間目標となっている(なお、新興国では市場における流動性の確保も同様に重要な中間目標となる)。実際、日銀の黒田総裁も、為替に関するコメントは「急激な変動は好ましくない」とのスタンスで一貫しており、水準に関する言及は避けている。

もっとも、今回のドル高円安局面が始まった 2021 年 3 月以降のドル円レートの変動をみると、今次局面以上に変動が大きかったことは何度かあったが介入は実施されなかった。それにもかかわらず、今回介入が実施されたのは、やはり「ドル円レートの水準」が意識されたと考えるのが適当だろう。

上記 BIS レポートによると、介入効果の伝達経路は主に、①為替の需給への影響と、②介入を行うことによるシグナリング効果、の 2 点だ。1 点目の経路を検証する上でまず考えるべきなのは、市場における為替取引全体に対する介入額の割合だ。BIS が本年 10 月 27 日に発表した"Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022"によると、1 日の平均取引量(2022 年 4 月平均)は全体で 7.5 兆ドル(1,030 兆円)と膨大で、9 月から 10 月の一連の介入額(9.2 兆円)も「大海の一滴」に過ぎない。もちろん、介入当日の為替市場には多大な影響を与えたことは間違いないが、介入によってドル円相場の方向性や水準が大きく変わったとは考えにくい。実際、BIS が中銀に対して行ったアンケートでも、介入の有効性の大部分は②シグナリング効果によるものだとの結果が出ている(詳細は次頁参照)。

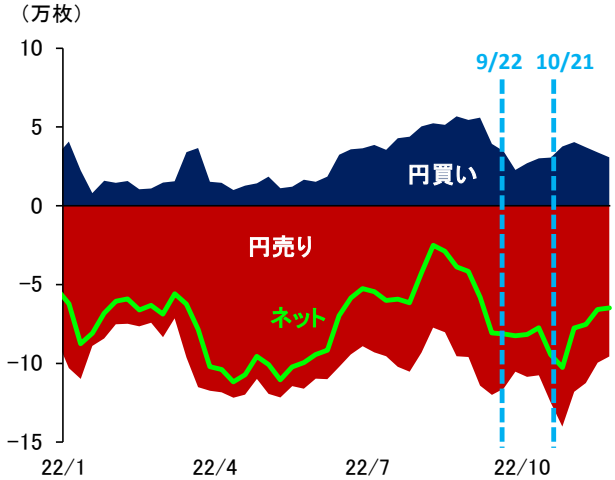
一方、為替レートは、ストックベースの資産残高の交換比率として決まるという考え方(ストックアプローチ、あるいはアセットアプローチ)もある。ドル円レートについてみると、日本人が保有するドル資産と円資産の交換比率(あるいは外国人が保有するドル資産と円資産の交換比率)ということになる。この考え方によると、日本人が保有する外貨資産(全てがドル資産とは言えないが)1250 兆円(2021 年末)に上る。一方、介入余力の上限である外貨準備高は 166 兆円(2022 年 11 月)であり、ストックベースの比較でみてもドル売り介入がドル円相場に及ぼし得る影響は限られる。なお、円売り介入に関しては、(当然その他の制約はあるものの)理論上の介入余地は無限であり、ドル売り介入よりは潜在的な介入の効果は大きいと言える。

3. 介入の効果

もっとも、今次介入の効果をみると、投機筋に対する牽制という意味では需給に一定の影響を与えた形跡が認められる。例えば、シカゴ IMM の投機筋のポジションを見ると、9 月の介入で円売りポジションの増加に歯止めが掛かり、その後は再度増加に転じたものの、10 月の介入を受けて円売りポジションは完全にピークアウトしている(**図表 3**)。介入が過度に投機的な動きを抑制する効果はあったと考えられる。

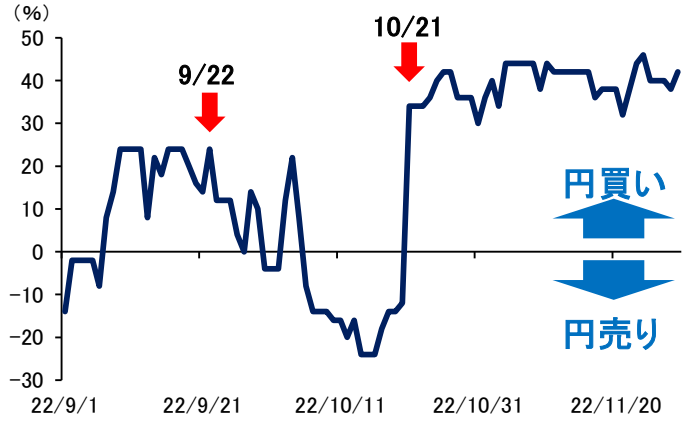
日本の個人投資家への影響も同様だ。大手金融先物取引業者「外為どっとコム」が公表している FX ポジションデータによれば、9 月の介入が行われた直後はむしろ「逆張り」的な、下値を拾いにいくような値動きが目立った。しかし、10 月に再度大規模な介入が行われたことを受け白旗を揚げると、その後は大きく円買いに傾いている(**図表 4**)。

図表 3:シカゴ IMM 投機筋のポジション



出所:Bloomberg

図表 4:個人顧客の FX ポジションの変化

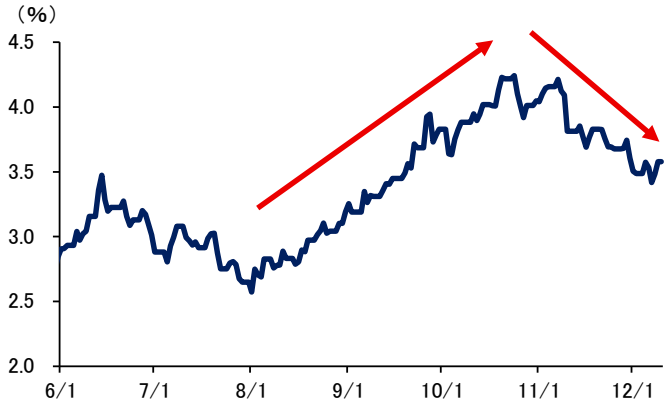


注:買い比率ー売り比率　出所:外為どっとコム

しかし、介入による最大の効果はやはり、②シグナリング効果だろう。この場合のシグナリング効果とは、介入の実施により、人々の将来の為替レートに関する期待が変化することである。これは、当局の政策の意図が市場に正しく伝わっていない時にこれを伝達させる場合、或いは自国の金融政策の変更が近い将来行われるという当局の姿勢を示すものである場合に有効となる。後者は金融政策の変更には時間を要するので、その意志を伝えるために介入を行う場合などだ。一方、利下げサイクルの途上で自国通貨買いの介入を行ったとしても、介入効果はすぐに剥落する。今回の日本の介入も、これに近い状態であった。各国中銀がインフレに対応するため急速な利上げを敢行する中、日銀は金融緩和を維持。黒田総裁のスタンスは揺らがなかった。金融緩和を行いながら円買い介入を行うのは、当時も多くの識者が指摘したように、矛盾した政策のように見える。実際、9 月の介入は数週間で効果が剥落し、押し目を提供するだけの結果となった（前掲**図表 2**）。

それにもかかわらず 10 月の介入が（少なくとも今のところは）奏功しているように見えるのは、米国側の要因が大きいだろう。10 月下旬、市場の関心の中心となっていたのは米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーのスタンスのハト派化だった。当時、複数のメンバーから利上げ幅の縮小や来年の利上げ停止に関する発言が相次いで出始めており、それまでの「利上げ停止に関する議論など以ての外」というスタンスが転換しつつあった。こうした変化を敏感に察知した市場では、同タイミングで米金利がピークアウトした（**図表 5**）。

図表 5：米 10 年債利回り



出所：Bloomberg

つまり、今回の介入は日銀の政策転換は全く期待できないタイミングであったものの、奇しくも米国の政策転換期待が高まっている時期に行われたために、例外的に効果が見られたと考えられる。なお、当時のドル円が日米実質金利差に沿って推移していたことに鑑みれば（後述）、介入が行われなかったとしても、（水準はより円安に進んでいたと考えられるが）近いタイミングでドル円はピークアウトしていたと考えられる。

4. 為替投機とファンダメンタルズ

ところで、介入を行うにあたり、鈴木財務大臣はしばしば「投機による過度な変動は容認できない」との認識を示したが、年初から急ピッチで進んできた円安はファンダメンタルズと乖離した投機的なものだったのだろうか。

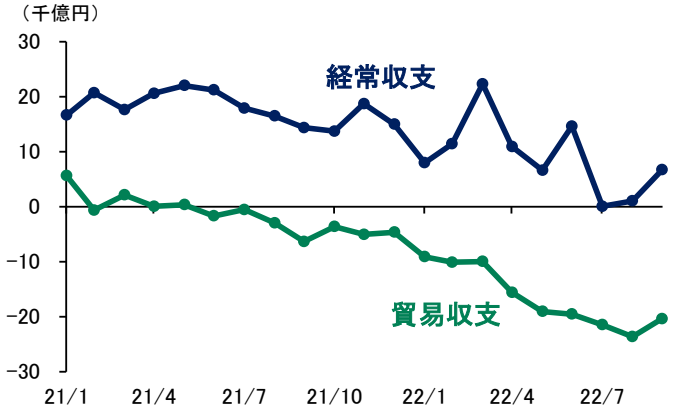
投機筋のポジション動向としては、前期の IMM ポジションや日本の個人投資家の FX ポジションのほか、外国銀行の在日支店における資産の規模が利用できる。円キャリートレードが活発化すると、海外で円の資金需要が強まる結果、外国銀行は在日支店で積極的に円を調達するようになるためだ。日銀の集計によれば、この規模（外国銀行在日支店の本支店勘定〔資産〕）は 9 月から 10 月にかけて 13～14 兆円程度まで増加していた。これは円キャリートレードが最も活発化していた 2007 年の 6 割程度の規模に相当する。日米金利差に着目したキャリートレードは直近 10 年では最も活発化していたとみられる（**図表 6**）。

図表 6：外国銀行在日支店の本支店勘定（資産）

出所：日本銀行

とはいえ、円安がファンダメンタルズと乖離した投機的な動きだけで進んでいたとみるのは早計だ。為替相場の長期的な趨勢に影響を与える経常収支を見ると、2022 年に入り、ロシアのウクライナ侵攻などによるエネルギー価格の高騰を受け、貿易収支は急速に悪化。経常収支も一時はゼロ近傍まで落ち込んだ（次頁**図表 7**）。右肩下がりの経常収支がドル円の上昇要因の 1 つとなっていたと考えられる。また、昨今のドル円は日米実質金利差との連動性が非常に高い（次頁**図表 8**）。米国が急ピッチな利上げを行う一方、日本の政策金利は据え置きであり、日米金利差は拡大の一途を辿っていた。こうした中で、高金利通貨であるドルへの選好が強まるのは当然の動きだ。円がファンダメンタルズと乖離して過度に売られていたというよりは、むしろ国際収支や金融環境に沿った「正常な」円売りだったといえる。投機的な取引は、あくまでこのファンダメンタルズの動きを増幅したに過ぎない。こうした観点からも、今回の介入が米国の金融政策変更期待が高まっているタイミングでなければ、奏功した可能性は低いと考えることができそうだ。

図表 7：日本の経常収支・貿易収支



出所：Bloomberg

図表 8：日米実質金利差とドル円

注：金利差＝米 10 年実質金利−日 10 年実質金利　出所：Bloomberg

5. 介入の政治的側面：海外当局は日本の介入に理解

日本の対ドルでの介入は、相手国である米国の（明示的あるいは暗黙の）了解が必要と言われているが、今回の介入は米国の理解を得ながら実施された模様だ。米国への働きかけは、介入以前から行われていたとの報道もあるが、転機となったのは 7 月 12 日の鈴木財務相とイエレン米財務長官の東京における会談だ。共同声明では、「ロシアのウクライナ侵攻による影響が為替相場の変動を高め、経済の安定に悪影響を与える可能性がある」との認識が示された。更に、同月にはイエレン長官が記者会見で「ドル高は世界の他の地域に圧力を与える可能性がある」と発言。ドル高が世界に及ぼす悪影響に初めて言及した。実際、日本が介入を実施した 9 月から 10 月にかけてはドルの実効レートが 2002 年以来の高値を更新していた時期であり、多くの新興国からドル高に対する不満が噴出していた時期でもあった。イエレン長官の発言はこのような国際的な環境変化を考慮したものだったと考えられる。日本の介入はこうした背景の下で実施されたこともあり、米国は「日本の当局の介入はボラティリティの抑制を目的としており、日本の行動を理解している」と、容認する姿勢を示したのであろう。

また、10 月 12 日にワシントンで開催された G7 財務相・中央銀行総裁会議で採択された共同声明は、ドル高への警戒感が滲む内容だった。声明文では「最近のボラティリティを踏まえ、国際的な市場を注意深く監視し続ける」との認識が示されたほか、「今年多くの通貨がボラティリティの増加を伴って大幅に変化した」と、ドル以外の通貨安とそれによる輸入インフレを警戒するような内容となった。11 月に米財務省の高官が明らかにした内容によれば、日本は 24 年ぶりの円買い介入に向け、G7 各国と協議を行ってきたという（朝日新聞 11 月 11 日）。各国が自国通貨安による輸入インフレに苦しむ中、金融政策を据え置きつつも国際社会の大きな批判を受けずに介入を行えたのは、覆面介入への切り替えなどテクニカル的な工夫に加え、政府・日銀の綿密な根回しがあったことも一つの要因のように窺える。

6. 介入の損益と介入の有効性

第 2 章で取り上げた介入の「中間目標」である為替のボラティリティの抑制という観点からは、今次介入は有効といえる。10 月 22 日に一時 151 円 95 銭まで急騰したドル円が落ち着きを取り戻したことに鑑みても、「円売りが円売りを呼ぶ」事態を防ぐ効果はあったと考えて良いだろう。ただ、前述の通り、ドル円の大きな方向転換は米国の金融政策の転換期待がドライバーとなっており、これがなかりせば、ドル円の上昇は今も続いていた可能性もある。BIS の中銀に対する調査にもあるように、基本的には為替介入の効果は一時的とみるべきだろう。ただ、長期的には別の見方もできる。**図表 9** は、過去 30 年間の日本の為替介入の金額と、ドル買いの場合の購入レートだ。1993 年から 2011 年までのドル買いの購入レートを購入額で加重平均すると、101.61 円となる。これを 9 月と 10 月の介入（総額 633 億ドル）で売却した際の「売却益」は約 2 兆 9,600 億円となる。

図表 9：過去 30 年間の介入額と購入レート

介入年	介入種別	金額（億円）	購入レート
1993年	ドル買い	25,532	平均 99.82円
1994年	ドル買い	20,639	
1995年	ドル買い	49,589	
1996年	ドル買い	16,037	
1997年	円買い	11,284	
1998年	円買い	30,470	
1999年	ドル買い	70,487	平均 101.82円
2000年	ドル買い	29,576	
2001年	ドル買い	31,455	
2002年	ドル買い	39,924	
2003年	ドル買い	202,465	
2004年	ドル買い	148,313	
2010年	ドル買い	21,249	
2011年	ドル買い	142,972	

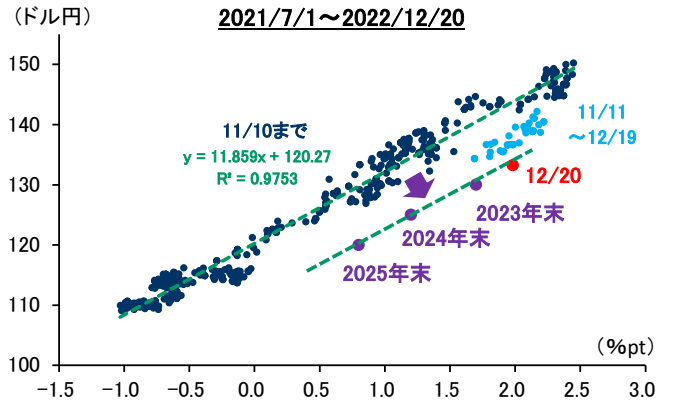
出所：財務省、Bloomberg

また、介入によって得られたドル資産の「含み益」は執筆時点（1 ドル＝137 円）で評価して 24 兆 9300 億円となる（ドル資産保有による運用益は含まない）。売却益や含み益が出ているということそのものが、円を安く買って高く売ることが出来ていることを物語っている。このことは、長期的にみると介入は僅かながらもドル円のボラティリティ抑制に一役買っている（定量的に示すことは困難だが）ことを示唆している。介入とは、もともと短期的には損失覚悟で実施する（leaning against the wind）ものなので、介入の損益自体が常に介入の効果を測定するものではない。ただし、日本の場合、介入が長期的にみて利益を生み出しているということは、多くの市場参加者が短期間で損益を確定する必要に迫られているのに対し、当局は長期的な観点から取引（介入）を行なうことが出来るという特性に由来するものなのかもしれない。

7. 介入実施後のドル円相場

米金融政策転換への期待とこれと軌を一にしたドル売り介入でピークアウトの兆しが見られるドル円だが、今後の相場を予想する上で重要なのはやはり日米の金利差だ。図表 8 で示した通り、これまでドル円は日米実質金利差との相関性が高かったが、足下ではその関係性が変化しつつある。11 月 10 日に米 CPI が市場予想を下回ったことでドルが急落した「逆 CPI ショック」以降、ドル円と金利差の関係は下方にシフトしていたが、12 月 20 日には日銀がサプライズでイールドカーブ・コントロール（YCC）の長期金利変動幅を変更したことで、更なる変化の兆候も見られる。日銀の発表を受け、日米の金利差自体は、日本の長期金利に連れて米金利も上昇したためにほぼ変化しなかったが、ドル円の水準は切り下がった。また、米連邦準備理事会（FRB）のタカ派姿勢にもかかわらず米金利の上昇は限定的で、今後の日米金利差の拡大余地は小さい可能性もある。当社は今般の「逆 CPI ショック」から日銀の政策発表を受けて、従来の金利差との関係が平行に下方シフトしたとみる（**図表 10**）。来年は年間を通じて円高への警戒感が強い 1 年となりそうだ。

図表 10：日米実質金利差とドル円



注：金利差＝米 10 年実質金利−日 10 年実質金利　出所：Bloomberg、SFGI

森本　淳太郎

日本の金融政策見通し（菅野）

＜イールドカーブ・コントロールを修正＞

- 短期金利目標（-0.1%）と長期金利目標（ゼロ%程度）は維持
- 長期金利変動幅を±0.5%に拡大
  - ➢ 市場機能の低下を防ぐため
  - ➢ 金融政策変更（利上げ）ではないとの説明
  - ➢ 国債買入額を増額
  - ➢ 12月会合前までにみられたイールドカーブの歪み是正を日銀は期待

＜日銀金融政策見通し＞

年末値		2022	2023	2024	2025
短期金利（%）		-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
長期金利目標（%）		0.0	0.0	0.0	0.0
	変動幅（上下各%）	0.50	0.50	0.75	0.75
	年限（年）	10	10	10	10
ETF買入上限（兆円/年）		12.0	12.0	6.0	6.0
J-REIT買入上限（億円/年）		1800	1800	900	900
CP/社債残高上限（兆円）		2.0/3.0	2.0/3.1	1.0/1.5	1.0/1.5

＜新たなYCCの枠組みの持続性＞

- 今後も海外金利が上昇する局面では、変動幅上限（0.5%）で国債の売り圧力が増大する可能性大
  - ➢ 日銀は徹底した指値オペで対抗し、当面は±0.5%の変動幅を維持する見通し
- 海外金利が低下する2024年後半（米国景気底入れ局面）に、日銀は出口戦略の一環として長期金利変動幅を±0.75%に拡大の見込み

＜マイナス金利撤廃はアコードの見直し後か＞

- 2013年1月の「政府・日銀の共同声明」に書かれた「（2%インフレ目標を）出来るだけ早期に実現する」という文言を見直すかどうかが焦点
- 今後は、米国景気の一段の減速→後退が見込まれるため、日本の政策金利変更の可能性は低い
- 2025年以降は米国景気が再び回復に向かう見込みで、マイナス金利脱却の機運が高まる可能性も

米国の金融政策見通し（菅野）

- 2023年2・3・5月に各25bp利上げ
  ⇒FF金利は5.125 %（ピーク）へ
  - ➢ 財インフレ率は低下するも、住居費と賃金が高止まり（FRBは特に賃金に注目）
- 2024年1－3月に利下げ開始
  - ➢ 2024・25年の利下げ幅は各々150bp・125bp、2025年末のFF金利水準は2.375%と概ね中立水準（2.5%）並み
  - ➢ 利下げは12月FOMC見通しより加速
  - ➢ 2024年は住居費上昇率の低下が一段と顕著となり、インフレ率が急低下。賃金の低下ペースは労働参加率低下もあり緩やか
- 利下げは2025年後半に完了
- リスクとしては、賃金の上昇長期化から利下げペースがより緩やかになるケースと、（中国経済の下振れなど）国際経済環境の急激な悪化等で利下げを加速するケース

＜12月FOMCインフレ予測はタカ派バイアス＞

- インフレ率（コアPCEデフレータ前年比）見通しは上方修正された（2023年末3.5%、24年末2.5%）が、2023年後半以降、財価格上昇率が概ねゼロとなり住居費が急速に低下する下では強すぎる感
- 市場参加者の一部は、FRBがインフレ率見通しを下方修正することで利下げ時期が早まるとの見方
- FRBは労働需給の逼迫長期化を懸念
- FRBは過剰利上げによる景気後退リスクよりも、利上げ不足によりインフレ率低下ペース鈍化をより懸念している模様

＜期待インフレの低下が顕著に＞

- 米国景気は金融引き締めのタイムラグ効果から2023年後半から24年前半にかけて景気後退に
- 期待インフレ率（10年BEI）は財インフレ率の影響を受け、（一時的ながら）2.0%以下に低下の見通し

米国経済見通し（渡辺）

＜ポイント＞

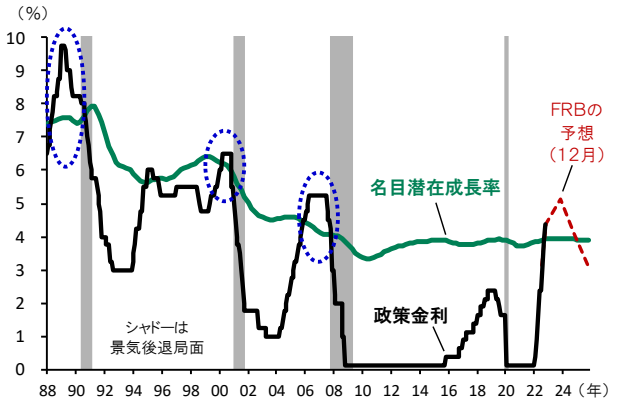
- インフレ退治を最優先にFRBは利上げを継続。すでに政策金利（投資コスト）は名目潜在成長率（リターン）を超過。「投資環境」の悪化で、実物資産からマネーが引き揚げられ、米景気は悪化へ
- 利上げで短期金利が長期金利を上回る逆イールドが拡大。銀行の預貸収益の悪化で貸出態度が厳格化し、今後は貸出が減少の公算。「金融環境（資金繰り）」も引き締まり、米景気を下押し
- 当社は23年後半～24年前半の米景気後退を想定。ただし、金融不均衡は小さく金融システムも頑健。家計はコロナ禍後の過剰貯蓄の取り崩しも可能であり、景気後退は深くならない公算

＜リスク＞

- ウクライナや台湾海峡を巡る地政学リスクの激化、新興国危機等の外部要因による深い景気後退

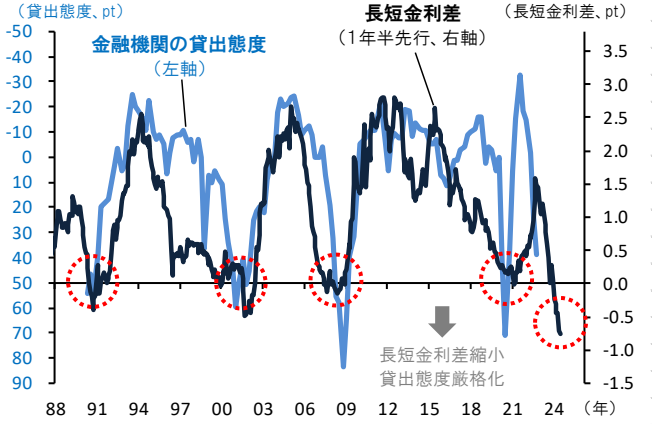
CY(%)	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	5.9	1.9	0.6	-0.1	1.7
潜在成長率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
イベント	バイデン政権発足（1月）	中間選挙（11月）		大統領選挙（11月）	

米国の政策金利と名目潜在成長率



注：名目潜在成長率はCBO試算の潜在成長率＋物価目標2%（00年以前はコアCPI）
出所：CBO（議会予算局）、FRB、SFGI

逆イールドで預貸収益悪化、銀行の貸出態度は厳格化



注：貸出態度は、貸出基準を厳格化した銀行の割合－緩めた銀行の割合
出所：FRB、Bloomberg、SFGI

日本経済見通し（宮嶋）

＜ポイント＞

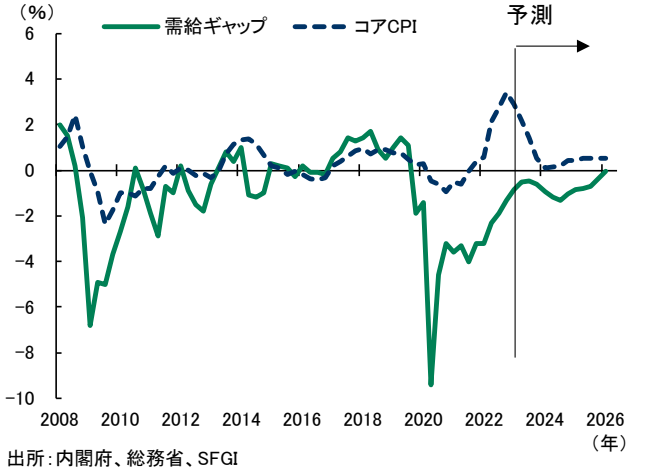
- 貯蓄率の低下による消費の拡大を主因に、日本経済の回復傾向は当面継続
- しかし、製造業サイクル悪化の逆風が今後強まり、2023年後半からの米国景気後退入りに伴って、23年半ばから成長率は低下。24年が景気の底となり、25年は底打ちへ。予想期間中の需給ギャップはマイナス圏が継続（上図）
- 先行きの物価の鍵を握る賃金については、23年春闘で相応の賃上げ実現を見込むも、持続的な賃金上昇の実現には、国内市場の期待成長率の底上げが不可欠（下図）

＜リスク＞

- 国際情勢緊迫化による輸入インフレ再燃
- 米国、中国など海外経済の想定以上の悪化
- 日銀の政策修正による予想以上の円高進展

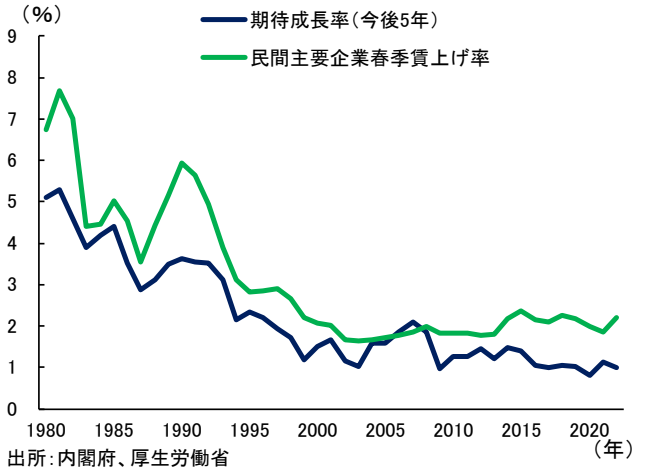
FY(%)	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	2.7	1.6	0.8	-0.3	0.8
潜在成長率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
イベント	東京五輪（7月）岸田首相就任、衆院選（10月）	参院選（7月）	日銀黒田総裁任期満了（4月）		参院選（7月）衆院選（10月迄）

需給ギャップは当面改善もマイナス圏が続く見込み



出所：内閣府、総務省、SFGI

賃上げ率の底上げに期待成長率の上昇が不可欠



出所：内閣府、厚生労働省

米国物価見通し（渡辺）

＜ポイント＞

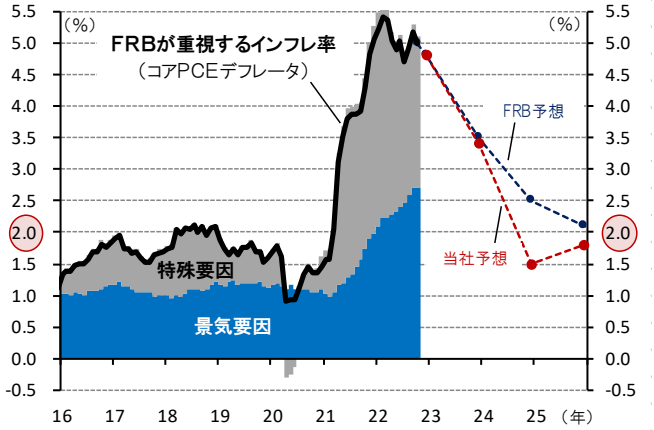
- インフレ率はFRBの見通し以上に低下する可能性。賃金インフレを背景とするサービスのインフレは粘着的だが、供給制約の解消や商品市況の下落で財のインフレが大きく低下へ（上図）
- インフレ予想が正常化し、賃金と物価の連鎖的上昇（ホームメード・インフレ）のリスクが後退するまで、FRBは引き締め的な金融政策を継続する公算（下図）。23年内の利下げは無し
- 23年終盤からは賃金や家賃の上昇鈍化でサービスのインフレも沈静化へ。インフレ予想も低下し、24年からは持続的な利下げへ

＜リスク＞

- インフレ沈静化前に利上げを停止すれば、景気過熱やインフレ再燃で、より厳しい利上げの恐れ
- 時期尚早な市場の楽観（金利低下、株高）が金融環境を緩めインフレの沈静化を遅らせるリスク
- 高インフレの粘着と利上げ加速がスタグフレーションを招くリスク

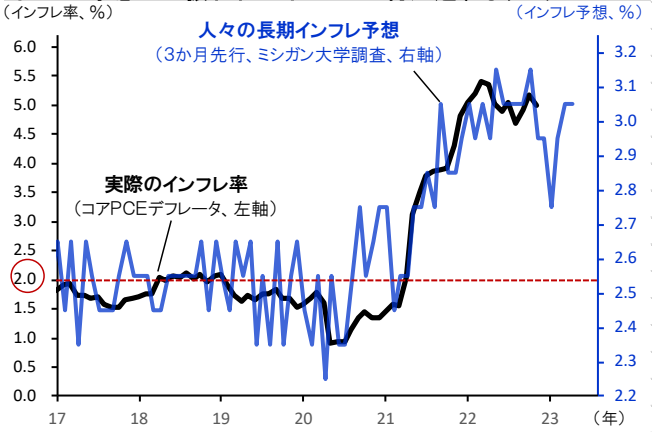
CY(%)	2021	2022	2023	2024	2025
米国 コアPCED	3.7	5.1	4.0	2.2	1.7

インフレ率はFRBの予想以上に低下の可能性



注：特殊要因は主に財、景気要因は賃金上昇等によるサービスのインフレが中心
出所：BEA、サンフランシスコ連銀、SFGI

インフレ予想が上振れればインフレが再加速するリスク



注：人々の長期インフレ予想はミシガン大調査の今後5～10年の予想

日本物価見通し（宮嶋）

＜ポイント＞

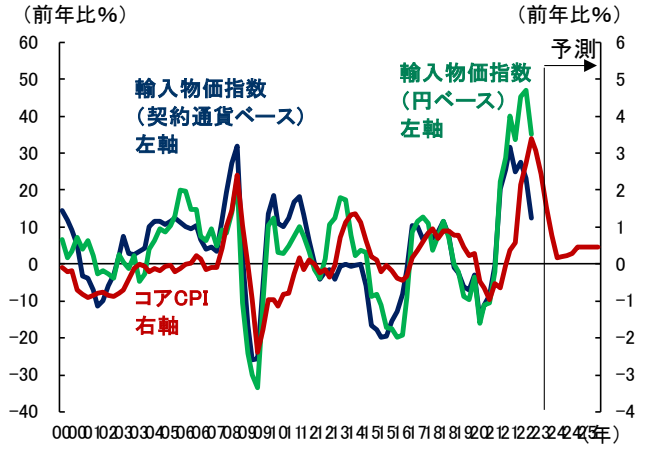
- 国際商品価格が下落し、為替レートも円高に転化して輸入インフレ圧力は低下。一方、需給ギャップは今後もマイナス傾向（前頁上図）、基調的物価上昇圧力も高まりにくい環境
- 現状高止まりしているコアCPIは、来年半ば頃から減速に向かうと予想（上図）。2%物価目標の持続的な達成は困難と想定
- コアCPIに伴って上昇してきた長期期待インフレ率は足下1%付近で高止まり（下図）。物価上昇期待は織り込まれつつあるものの、2%物価目標に整合的なインフレ期待は形成されず
- 先行きも賃金上昇の持続性に乏しい（前頁下図）中、期待インフレ率のさらなる上昇は困難と予想

＜リスク＞

- 海外景気や国際情勢などを契機に国内景気が下振れすれば、賃金・物価上昇率が下振れ
- 一方で、脱炭素やサプライチェーン再編などを受けて、期待インフレが高止まりする可能性も

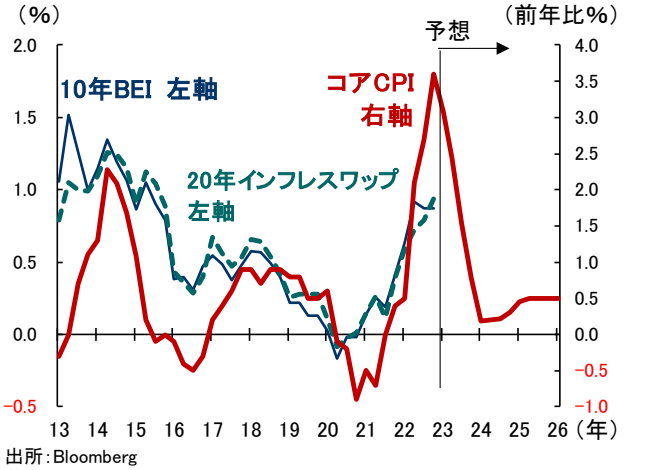
FY(%)	2021	2022	2023	2024	2025
日本 コアCPI	0.2	3.0	1.2	0.3	0.5

国際商品価格の下落や円高により輸入インフレ圧力は後退



出所：総務省、日本銀行、SFGI

期待インフレ率はコアCPI減速に伴って低下へ



出所：Bloomberg

米国の金利見通し（渡辺）

＜ポイント＞

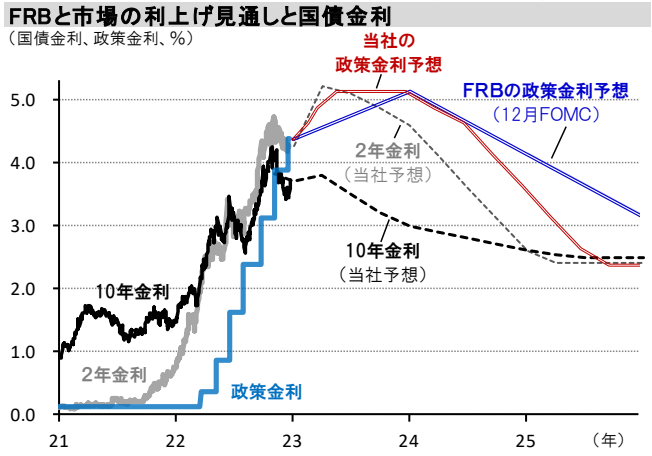
- 通常は利上げの最終局面で政策金利と長短金利が一致。だが、今局面では高インフレと急速な利上げを受けて短期金利が急騰。早期に逆イールドに転じ、大きく拡大する異例の展開（上図）
- 政策金利が23年前半に5%超に達すれば、2年金利も5%超へ。10年金利は景気後退の織り込みから4%に届かず、23年中に低下基調へ
- 30年-10年金利差は景気後退前にゼロ近傍、景気後退の入り口（利下げ局面）で0.5%程度となる傾向。30年金利は23年以降、3%台前半で推移か
- 30年金利の長期的な均衡水準の目安は米国の名目潜在成長率である4%程度とみられる

＜リスク＞

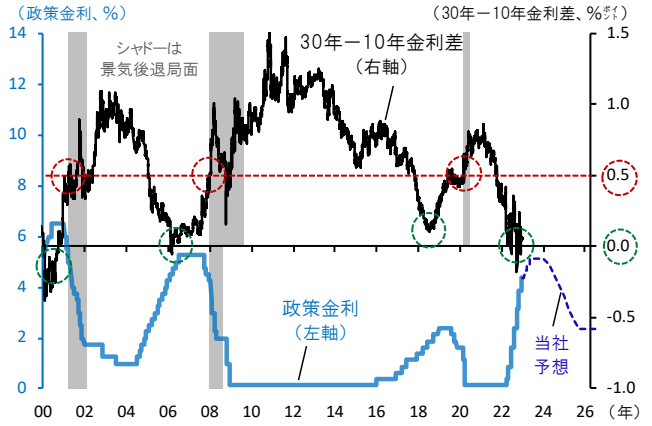
- 時期尚早な金利低下がインフレを再燃させ、より厳しい金融引き締めを招くリスク
- 逆イールドが深まれば銀行の預貸収益が悪化し、貸出態度の厳格化を通じて金融環境をタイト化

年末値（%）	2021	2022	2023	2024	2025
FF金利（下限）	0.00	4.25	5.00	3.50	2.25
10年国債利回り	1.51	3.69	3.00	2.60	2.50

FRBと市場の利上げ見通しと国債金利



30年－10年金利差は景気後退局面の入り口で0.5%ポイントへ



出所：Bloomberg、SFGI

日本の金利見通し（宮嶋）

＜ポイント＞

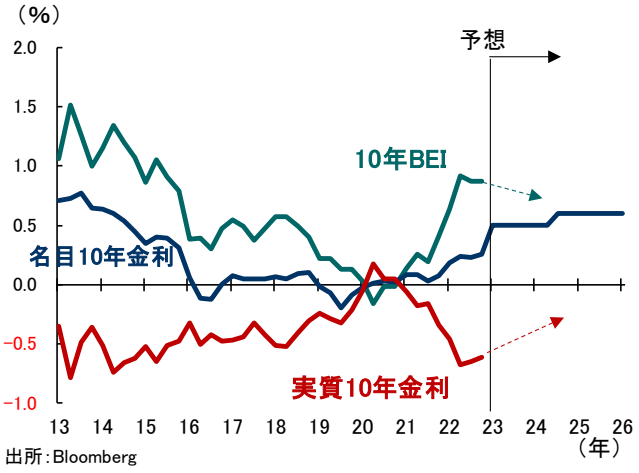
- 12月20日に日本銀行は、債券市場の機能度向上を目的に、YCC政策の10年金利目標レンジを0%±0.5%程度に拡大。先行きの金融政策運営は、当面は現状の枠組みを維持、24年後半に変動幅の拡大を予想（金融政策見通しの頁参照）
- 今後長期金利は米金利の水準などを踏まえると、目標上限付近での推移を予想。ただ、指値オペ等により、金利急騰は回避。実質金利は期待インフレ率低下もあり上昇へ（上図）
- YCC政策修正の織り込みが先んじて進んだ超長期金利は名目潜在成長率（均衡値）より上振れ（下図）。米金利低下もあり、今後低下へ

＜リスク＞

- 米国の景気後退などを契機に日本の景気も想定より悪化したり、円高が大きく進めば、再び金融緩和の強化を迫られる可能性

年末値（%）	2021	2022	2023	2024	2025
政策金利	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
10年国債利回り	0.07	0.40	0.50	0.60	0.60
40年国債利回り	0.71	1.80	1.50	1.35	1.45

期待インフレ低下により、実質金利は今後緩やかに上昇へ



出所：Bloomberg

40年債利回りは名目潜在成長率に収斂へ

出所：Bloomberg

計数表

米国

CY・%	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	5.9	1.9	0.6	-0.1	1.7
潜在成長率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
コアPCED前年比	3.7	5.1	4.0	2.2	1.7
FF金利（下限）	0.00	4.25	5.00	3.50	2.25
10年国債利回り	1.51	3.69	3.00	2.60	2.50
イベント	バイデン政権発足（1月）	中間選挙（11月）		大統領選挙（11月）	

日本

FY・%	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	2.7	1.6	0.8	-0.3	0.8
潜在成長率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
コアCPI前年比	0.2	3.0	1.2	0.3	0.5
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.07	0.40	0.50	0.60	0.60
40年国債利回り	0.71	1.80	1.50	1.35	1.45
イベント	東京五輪（7月） 岸田首相就任、 衆院選（10月）	参院選（7月）	日銀黒田総裁 任期満了（4月）		参院選（7月） 衆院選（10月迄）

注：成長率とインフレ率は年平均値。金利は末値　出所：SFGI

ドル円の見通し（尾河）

＜ポイント＞

- 2022年10月に付けた高値151円95銭で、ドル円は既にピークアウト。2025年末にかけて日米実質金利差が緩やかに縮小するなか、ドル安・円高トレンドが継続する公算
- 米国は2023年後半に景気後退入り。24年以降、FRBの利下げが加速する局面では、一時的に120円を割り込む可能性も
- 但し、日本の構造変化、特に経常黒字の大半が所得収支となっていることや、少子高齢化による経常黒字の縮小などにより、超長期で見れば、極端な円高にはなりにくいと予想

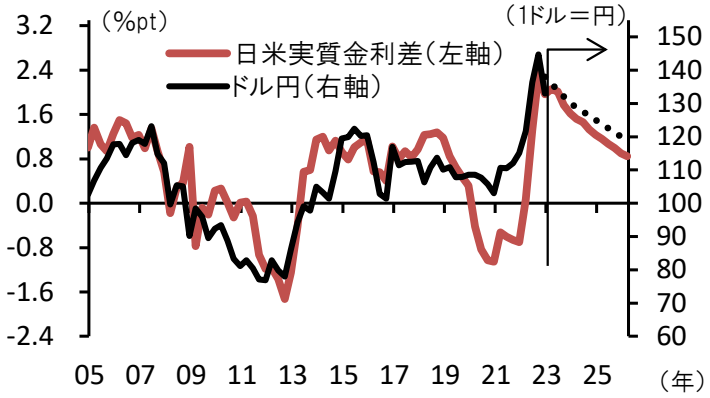
＜リスク＞

- FRBがインフレの鎮静化に失敗し、米国がスタグフレーションに陥るリスク（急激な引き締めによるドル円急騰の後、FRBの利下げによりドル円下落、などボラティリティの急騰）
- 地政学リスクや気候変動等、不確実性の高まりによるドルの急騰
- 日銀の政策修正による予想以上の円高進展

	2021	2022	2023	2024	2025
ドル円	115	132	130	125	120

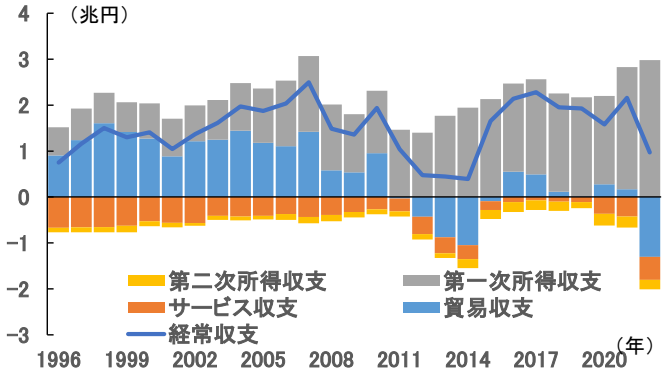
注：21年は実績、22年は12/21時点、23年以降はSFGI予測

【日米実質金利差（10年）とドル円】



注：矢印以降は当社予測、出所：Bloomberg、SFGI

【日本の経常収支】



出所：財務省、SFGI

ユーロの見通し（森本）

＜ポイント＞

- 備蓄の前倒しや暖冬の影響で、当初予想に反し天然ガス価格の高騰は一服（上図）。ユーロ圏経済への過度な悲観が後退したことで、ユーロは買い戻しが優勢となっている
- ECBは12月理事会で、50bpの利上げの継続を表明。来年3月の量的引き締め（QT）開始も決定した。ECBがインフレを深刻視している様子が鮮明に。当社は利上げ予測を上方修正
- ユーロドルは9月時点の予測より早期に米独実質金利差の水準に再度近付きつつあり、上昇余地あり（下図）。ただ、来年後半以降はエネルギー問題の再浮上などにより反落へ

＜リスク＞

- ベラルーシ参戦などでウクライナ紛争が激化すれば、地政学リスクが意識されユーロ安に
- ユーロ圏の賃金インフレが加速し、米利上げ終了後も利上げが継続されれば、米独金利差縮小と共にユーロ高に

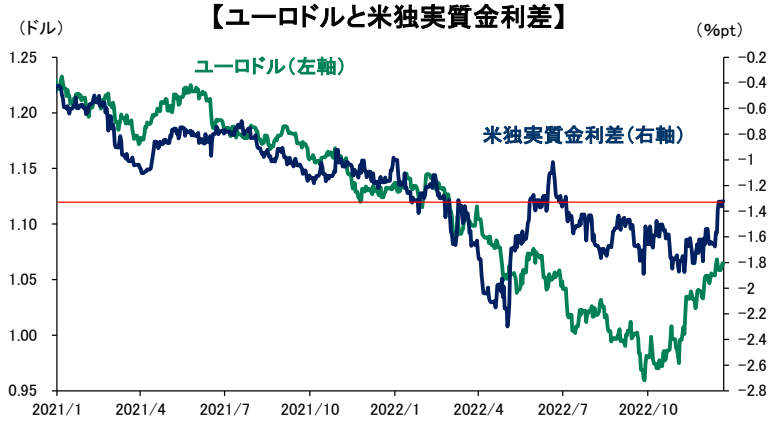
	2021	2022	2023	2024	2025
ユーロドル	1.14	1.08	1.02	1.05	1.07
ユーロ円	124	143	133	131	128

注：21年は実績、22年は12/21時点、23年以降はSFGI予測

【オランダTTF天然ガス先物（1カ月）】

出所：Bloomberg、SFGI

【ユーロドルと米独実質金利差】



注：実質金利差＝米10年実質金利 － 独10年実質金利　出所：Bloomberg、SFGI

新興国通貨ヒートマップ（石川）

- 世界規模のインフレ高進を受けて、多くの国の中銀が速いペースでの利上げ実施
- 米国の利上げペース減速や利上げ停止、来年半ばの利下げ期待などが高まり、これまで買われていた米ドルが反落する中、相対的に上昇に転じる通貨が散見される
- 政策金利の急上昇により景気の悪化懸念が各国で強まっていることが、通貨安要因になる部分も
- 欧州の景気後退懸念、中国の景気減速懸念により、欧州や中国との貿易関係が深い国の通貨中心に景気の先行きに不安が拡大。ただし中国の景気刺激策で同国景気には上振れの可能性浮上
- 米景気後退リスクが強く意識される局面では、市場のリスク許容度が縮小し、新興国からのリスク回避の資金流出が発生しやすく、通貨安要因に

【改善が見られる国・地域】

マレーシア（堅調な内需により22年通年経済見通しは上方修正。新政権発足で政治不安は一服）

ブラジル（インフレ鈍化、財政拡大路線のルラ大統領誕生も、市場予想ほどの財政規律悪化は回避か）

【悪化が目立つ国・地域】

トルコ（インフレ加速の一方、大統領による圧力で中銀は利下げ継続。大統領選〔23年6月まで〕リスクも）

ロシア（ウクライナ侵攻に伴う各国からの経済制裁）

《重要イベント》

23/1/1	スウェーデン、EU議長国就任 ルラ氏、ブラジル大統領就任	23/1/16-20	世界経済フォーラム（ダボス会議）
		23/1/31-2/1	米FOMC金融政策発表
23/1/3	米連邦議会、会期開始	23/2/1	インド、22年暫定予算案発表
23/1上旬	中国、23年の主要統計の発表日程公表 中国、22年通年貿易統計発表	23/2/20	ロシア中央銀行金融政策レポート
		23/2/24	ロシアのウクライナ侵攻から1年
		23/2下旬	香港23-24年度財政予算案発表
23/1中旬	中国、22年通年GDP成長率発表	23/3/21-22	米FOMC金融政策発表

売られにくい

	経済リスク			通貨安リスク					
	実質GDP成長率	失業率	財政収支（対GDP比）	インフレ率	経常収支（対GDP比）	外貨建て債務総額/外貨準備高	外貨建て短期債務/外貨準備高	格付け（S&P、長期債）	格付け（S&P、短期債）
台湾	4.0	3.6	-3.7	2.4	13.6	0.5	0.0	AA+u	A-1+u
韓国	3.1	2.9	-15.2	5.0	2.8	1.7	0.2	AA	A-1+
香港	-4.5	3.7	-5.5	1.8	10.6	4.5	0.2	AA+	A-1+
豪州	5.9	3.4	-5.3	7.3	1.0	39.1	1.8	AAAu	A-1+u
中国	3.9	4.0	-4.7	1.6	2.5	1.5	0.4	A+	A-1
マレーシア	14.2	3.6	-6.4	4.0	2.1	2.5	0.4	A-	A-2
インドネシア	5.7	5.9	-4.6	5.4	0.8	3.4	0.5	BBB	A-2
タイ	4.5	1.2	-3.5	5.6	-3.4	1.1	0.5	BBB+	A-2
ベトナム	2.6	2.1	3.4	4.4	-0.3	0.5	1.0	BB＋	B
メキシコ	4.3	3.2	-2.9	7.8	-0.6	3.4	1.3	BBB	A-2
NZ	6.5	3.3	-3.9	7.2	-7.9	29.5	3.4	AA+	A-1+
ブラジル	3.6	8.9	0.2	5.9	-3.4	2.2	0.2	BB-	B
フィリピン	7.6	4.5	-7.3	6.5	-5.8	1.3	1.2	BBB+	A-2
ペルー	1.7	7.6	-2.8	8.5	-2.8	1.3	0.7	BBB	A-2
ポーランド	3.6	3.0	-1.8	17.5	-3.0	1.7	0.8	A-	A-2
インド	6.3	6.0	-6.5	5.9	-2.1	1.3	0.6	BBB-u	A-3u
アルゼンチン	5.9	6.9	-3.7	84.0	0.1	8.5	0.6	CCC＋	C
ロシア	-3.7	3.9	0.9	12.0	10.6	1.0	13.5	NR	NR
南アフリカ	4.1	32.9	-4.4	7.4	0.7	3.2	1.2	BB-	B
トルコ	3.9	9.9	-1.4	84.4	-4.6	7.2	0.4	Bu	Bu

売られやすい

出所：各国中央銀行、各国統計局、世界銀行、IMFよりSFGI作成
※SFGIの独自の計算により、それぞれの指標について、赤は警戒すべき弱さを示し、青は強さを示す

ソニーフィナンシャルグループ　金融市場調査部・研究員紹介

尾河 眞樹（おがわ まき）

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。

菅野 雅明（かんの まさあき）

金融市場調査部
シニアフェロー　チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC[昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。

石川 久美子（いしかわ くみこ）

金融市場調査部　シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。

渡辺 浩志（わたなべ ひろし）

金融市場調査部　担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。

森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）

金融市場調査部　アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。

宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）

金融市場調査部　シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書（全て共著）は、『TPP−日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社（以下「当社」といいます）が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。

- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。

- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。

- 当社は、当社の子会社及び関連会社（以下、「グループ会社」といいます）に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。

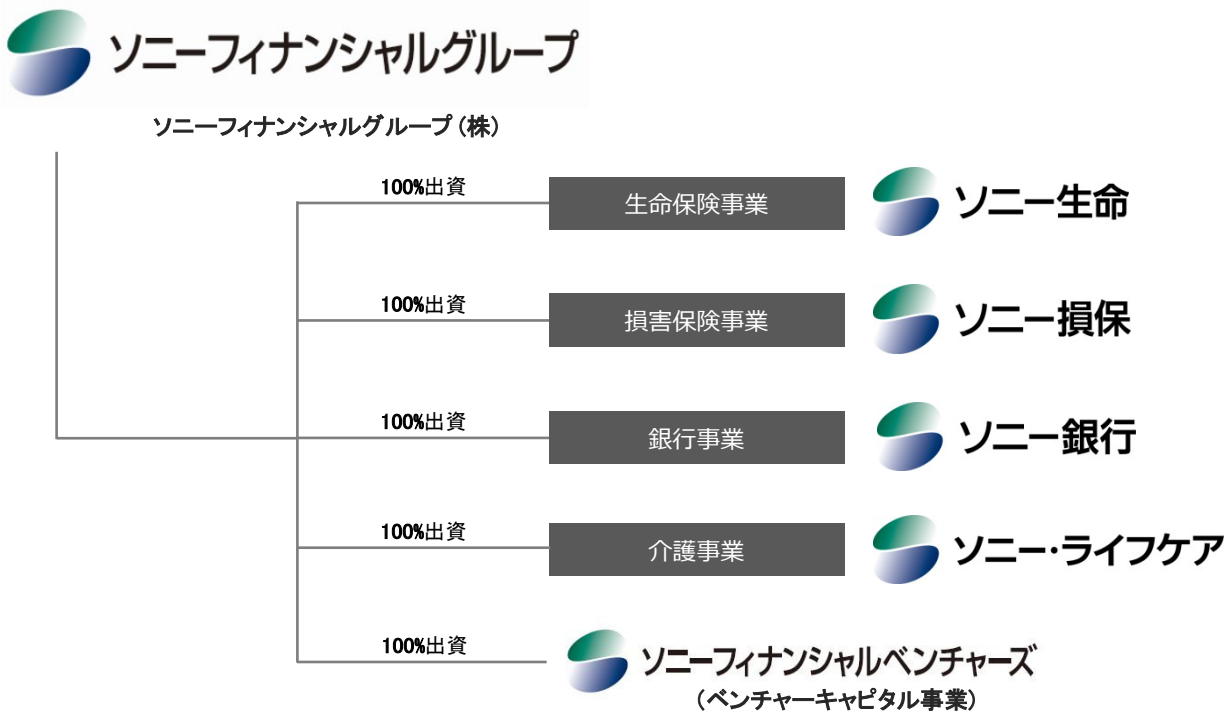
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと（お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます）による結果のいかなるもの（直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。

- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。

- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。

- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。

- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。

- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
  https://www.sonyfg.co.jp