

# Quarterly Market Outlook

## Cover Story

### 円全面安はどこまで続く？ — 円急落の背景と今後の見通し —

金融市場調査部長 チーフアナリスト 尾河眞樹

#### KEY POINT

- 今回のドル円急上昇の特徴は、円が全面安となっていること。
- 円全面安の背景は、金融政策の格差、経常収支悪化、テクニカル要因など。
- FRBのタカ派シフトを市場はまだ十分に織り込んでいない可能性。
- 経常収支の円相場への影響にはタイムラグ。円安地合いは続く公算。
- 日本の円安是正の可能性は低く、反転させるとすればFRBの政策転換によるものか。

## 1. 「黒田ライン」に迫るドル円相場

3月28日、ドル円は15年8月以来となる125円台を付けた。驚くのは上昇のペースの速さだ。3月初旬の114円ちょうど付近から125円台まで、約1カ月で11円もの急騰となった。ドル円が月足で10円以上の陽線を描くのは、極めて稀なケースだ。陰線であればこれまでもしばしばみられており、16年2月(原油価格急落)や、08年10月(リーマンショック)、98年10月(LTCMショック)などがこれにあたる。1カ月に亘りドル円が下落するような環境は、米株価が暴落するなど、得てして市場が極端にリスク回避に傾いているため、心理的な不安も手伝い相場が加速しやすい。反対に円安方向は、長期に亘りトレンドとして続くケースはあっても、そのスピードは比較的緩やかだ。今回のような急激な円安の例としては、16年11月の「トランプ相場」が挙げられる。当時は米大統領選でトランプ氏が市場の大方の予想に反して勝利し、大型の景気対策に対する期待などからドル円が1カ月に約10円上昇した。ただ、当時は、そもそも年初から為替変動が激しかったうえ、6月には英国国民投票で「EU離脱(BREXIT)」が選択されたことによるショックで一時ドル円は大幅に下落。100円ちょうどを割り込むなどしばらく円高傾向が続いたため、ドル買い方向のニュースがあれば、ドル円は急反発しやすい地合いだった。しかし、今回は、過去1年間緩やかなドル円の上昇が続いていたうえ、直近2カ月間は115円付近で安定しており、よほどの材料がなければ、突然相場に火が付くような環境ではなかったと言える。

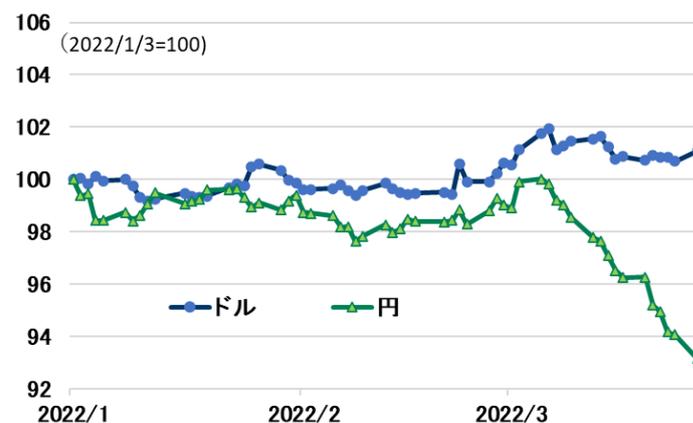
ドル円の125円台といえば、「黒田ライン」と言って、市場参加者の誰もが意識している水準だ。15年はドル円が大幅に上昇、6月には一時125円86銭を付けた。これに対し製造業も含めて国内で不安の声が広がるなか、黒田日銀総裁が国会の答弁で、「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と

発言した。これをピークにドル円は下落に転じたため、日銀が許容できる円安の最終ラインとのイメージが市場に刷り込まれているのだ。黒田総裁の言う「実質実効為替レート」でみると、当時が67.63、足下は66.54と、円は既に「黒田ライン」を割り込んで下落している。これに追随する形で名目ベースのドル円でも円安が進行中で、「黒田ライン」の125円86銭も、もはや目と鼻の先となっている。

## 2. 円全面安の様相

今回のドル円急上昇の特徴は、円が全面安となっていることだ。ドルと円の名目実効為替レート(BIS・60通貨ベース)を見ると、年初来ドルと円の力関係は拮抗していたが、2月下旬からドル高が進行。3月以降は、むしろ円の下落のほうが目立っていることが分かる(図表1)。

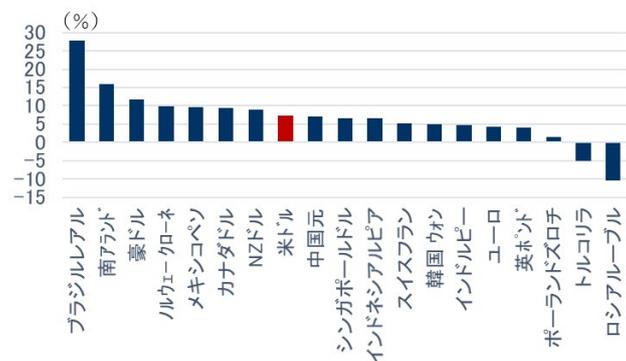
(図表1)ドルと円の名目実効為替レート



出所: BIS、Bloomberg、SFGI

一方、対円で年初来の通貨別の騰落率を見ると、下落したのはロシアルーブルとトルコリラのみで、それ以外は全て上昇しており、円はほぼ全面安となっている(図表 2)。中でも上昇が目立つのは資源国通貨で、ウクライナ危機を巡る資源価格の上昇が影響しているようだ。この間ドルも上昇したものの、対円の上昇率は資源国通貨を下回っている。

(図表 2) 年初来の対円騰落率



出所: Bloomberg, SFGI

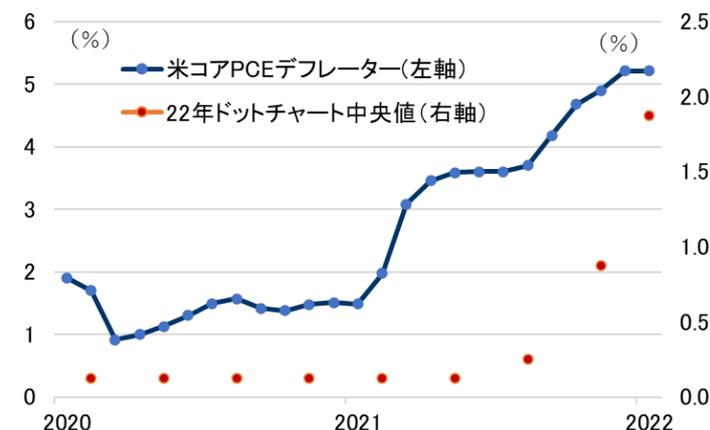
### 3. 円急落の背景

円相場急落の背景は何だったのだろうか。「実効為替レート」を見る際に注意すべきは、為替レートの変化を各国との貿易量で加重平均していることだ。したがって、日本にとって貿易量が多いドルのウェイトは大きく、円の実効レートはドル相場の影響を受けやすい。3 月に入り、米連邦準備理事会 (FRB) がインフレ抑制に向けて一段の「ギアチェンジ」をしたことで、米長期金利とドルが上昇。もしこれが「リスクオン・オフ」といった市場心理の変化によるドル高であれば、円も同様の動きをすところだが、日米の金融政策の違いは明確で、「FRB の利上げ加速」がテーマとなるなか、相対する円には下落圧力がかかったとみられる。FOMC メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)から、22 年末の予想の中央値がどのように変化してきたかをみると、米インフレの加速に伴い、この 2 四半期でメンバーは急激にタカ派にシフトしている(図表 3)。パウエル議長もここにきて 50Bps 以上の利上げを複数回行う可能性を示唆するなど、インフレの急伸を早急に抑えたいという焦りが見て取れる。

加えて、米国のみならず、諸外国でもインフレの加速と金融引締め動きが顕著になるなかで、日銀の金融政策だけが「ハト派」に取り残されるとの見方が広がったことも、円安を助長したとみている。実際、パウエル議長は昨年 12 月の FOMC 後の記者会見で、当時米長期金利が 1.4%前後に留まりなかなか上昇していなかった要因の 1 つとして、日欧の金利の低さによる相対的な米国債への需要の高さを挙げた。日本の 10 年債利回りは日銀のイールドカーブ・コントロール (YCC) によって「0%近傍」に固定されているが、独 10 年債利回りはさらにこれを下回り、昨年を通してマイナス圏で推

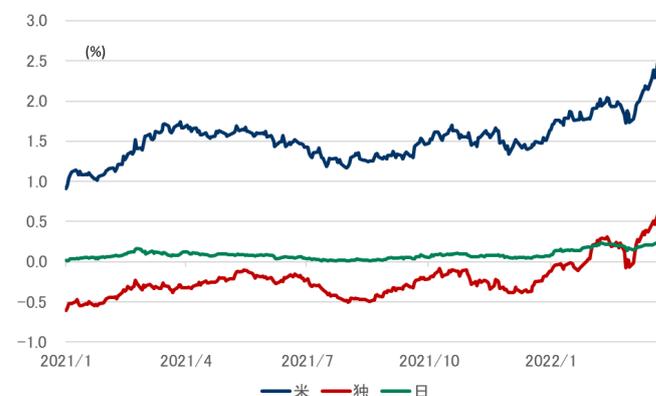
移していた。相対的に米国債の投資先としての魅力は高く、結果としてパウエル議長の指摘した通り、日欧の長期金利の低さが米長期金利の重しとなっていた可能性は高い。ところが、欧州でもインフレが加速したことで、欧州中銀 (ECB) も今年に入りタカ派にシフトしつつある。これにより独 10 年債利回りはプラス圏に転じたため、日本の低金利が益々際立っている(図表 4)。YCC の上限である 0.25%の利回りを維持するために、日銀が「指値オペ」で金利の上昇を抑えると、為替市場はこれに着目し、円安が勢いづいた。

(図表 3) 22 年末のドットチャート中央値と米インフレ率



出所: 米商務省, Bloomberg, SFGI

(図表 4) 日米独 10 年債利回り



出所: Bloomberg, SFGI

さらに、日本の経常収支の悪化も円安に寄与している公算が大きい。財務省が 3 月 8 日に公表した 1 月の経常収支は 1 兆 1,887 億円の赤字となった。経常収支の赤字転落は、端的に言えば海外からの収入超から海外への支払い超になったことを示すため、為替の需給としては外貨売り円買いよりも、外貨買い円売り圧力のほうが大きくなる。為替市場では、このところ原油価格の上昇に伴う貿易赤字の拡大に関心が集まっていたため、12 月に続き連続で経常収支が赤字になったうえ、赤字の規模も拡大していたことはこのほか注目を集めた。他にはテクニカル要因なども円急落の背景にありそうだ。これまでドル円の上値抵抗線とみられていた

ポイントをことごとく上抜けたため、円の先安観から、実需の為替ヘッジなども含めて、本邦勢から様々な円売りドル買い需要が炙りだされた可能性がある。

#### 4. 円安は今後も続く公算が大きい

今後円安が続くかどうかは、上述した要因が今後どうなるかが次第と言えよう。テクニカル要因については、投機であれ実需であれ、円売り・ドル買いが一巡すれば勢いには歯止めがかかってくるはずだ。FRB のスタンスの変化に伴うドル高についても、市場は期待で動くため、今後の米利上げが概ね市場に織り込まれれば、ドル高圧力は収まっていくとみられる。ただ、問題は、今後も FOMC のドットチャート自体が変化する可能性がある点だ。当社は最新の見通しで、22 年は 7 回の利上げ、うち 5 月は 50Bps の利上げ幅を予想しているが、リスクは上方に傾いているとみている。FRB はあくまで「データ次第」としているが、利上げが経済への効力を発揮するにはタイムラグがあることを踏まえると、米インフレが落ち着くには相当程度時間がかかりそうだ。したがって現段階で市場が十分に FRB の利上げを織り込んだとは言いがたく、少なくとも次回 6 月のドットチャート公表までは、もう一段ドル高が進む可能性はあるとみている。この間、日銀が引き締め方向に舵を切る可能性は低く、日米の金融政策スタンスの格差から来る円安圧力も強まることになろう。したがって、今年 6 月末のドル円予想値を黒田ラインの 126 円付近とし、その後ドル円は 124~127 円程度の高原状態が続くとみている。年後半に、FRB の利上げのパスが市場に十分に織り込まれ、米中間選挙などのイベントリスクや、日銀の次期総裁人事にも注目が集まり始める頃、一旦ドル円が調整局面を迎える可能性は高いが、トレンドとして下落に転換する程の影響はないとみる。

問題は日本の経常収支だ。そのうち、海外投資による利息や配当金といった所得収支は、そもそも海外で再投資される傾向があるため、外貨が即座に円転されるとは限らない。また、比較的為替相場に影響を及ぼしやすい貿易収支についても、輸出と輸入では業種によってビジネスサイクルも異なり、実需の為替取引が発生するタイミングや為替ヘッジなどの期間も異なる。このため、貿易収支が赤字になったからといって突然円売りの規模が増大するわけではない。経常収支の変化は一定のタイムラグをもってじわじわと円相場に影響を及ぼす傾向がある。経常収支(GDP 比)と円の名目実効為替レートを重ねると、両者は長期に亘り比較的相関性が高いものの、経常収支の変化から概ね半年から 1 年半程度遅れて円相場に影響していることが分かる(図表 5)。したがって、足下の経常収支の悪化は、むしろ今後じわりと円安に効いてくるとすれば、足下のハイペースな円安は早晩和らいだとしても、円安トレンド自体は当面変わらないと見るべきだろう。したがって来年中は仮にドル高の調整局面があ

ったとしても、ドル円は堅調地合いが続き、高値圏の推移となりそうだ。

また、今後地政学リスクや国家間の摩擦によるサプライチェーンの変化、及び世界的なグリーン戦略の影響などにより、エネルギー資源の輸入価格がさらに上昇するリスクも否定できない。さらには、少子高齢化による貯蓄の減少に伴い、今後経常収支の赤字が恒常化する可能性もある。この場合、円安傾向は長期に亘り継続するかもしれない、いずれかのタイミングでドル円が 130 円の大台に接近してもおかしくはないだろう。

(図表 5) 経常収支と円の名目実効為替レート



出所: Bloomberg, SFGI

#### 5. 円安是正の可能性はあるのか

円安・円高は日本経済にとって双方にメリット・デメリットがある。振り返れば昨年は 1 ドル=103 円台の円高水準で近年明けを迎え、むしろ 100 円を超える円高の可能性が心配されていたくらいだ。ただ、現在のように実質賃金がマイナスの環境での資源価格上昇を伴う円安は、ガソリンや食料品などの生活必需品の値上げを通じて、消費者の体感インフレを高め、消費者マインドを悪化させやすい。今夏に参院選を控えていることを踏まえれば、政治的にはこのまま一本調子の円安進行は避けたいだろう。ただ、投機的な動きが顕著にならない限り、為替介入を実施するのは現実的ではない。特にインフレ高進に苦しむ米国にとってドル高は問題ではなく、米国政府の賛同は得にくい。また、経常赤字を伴う円安は、それが通貨の実力との見方もできるため、介入すれば「為替操作」と批判される可能性もある。加えて、無理に介入によって相場を反転させれば、今度は円高が行きすぎるリスクも伴うだろう。鈴木財務大臣が 3 月 29 日、「悪い円安にならないようにしっかりと注視する」と述べたが、政府としての対策は、円安けん制を今後強める程度に留まるのではないかとみる。

一方、黒田日銀総裁は「円安は総合的には日本経済にとってメリット」との考えを維持している。物価上昇についても、

賃金の上昇を伴わないコストプッシュインフレの現状においては、「政策変更は全く考えていない」と明確に否定しており、同総裁の任期中に YCC の枠組み変更が決定される可能性は低いだろう。ただ YCC の長期金利目標の年限引き下げ（10 年→5 年）を実施する可能性はあるとみている（P5「日本の金融政策見通し」参照）。これを市場が織り込むようになれば、一本調子の円安には徐々にブレーキがかかるかもしれない。ただ、これは米国のハイペースな利上げに比べれば対症療法でしかなく、円安のトレンドを反転させるほどのインパクトはないだろう。ドル円で大幅にドル安・円高が進むとすれば、それは米国の景気サイクルによって、次回 FRB が利下げに転じる時になるのではないか。

尾河 眞樹

# 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(YCC)」の下、長短金利の低位安定が長期化

- 短期金利は-0.1%を持続
- 長期金利目標もゼロ%程度を維持
- 長期金利変動幅±0.25%を維持
  - 海外金利の上昇を受け、日本の長期金利にも上昇圧力が高まるが、長期金利0.25%超えは指値オペで阻止可能
- ETF・J-REITの買入れは価格急落時のみ

### <日銀金融政策見通し>

	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%)	0.25	0.25	0.25	0.25
	年限 (年)	10	5	5
ETF買入上限 (兆円/年)	12.0	6.0	6.0	6.0
J-REIT買入上限 (億円/年)	1800	900	900	900
CP/社債残高上限 (兆円)	20.0	10.0	10.0	10.0

## <金融正常化への道>

- 目標とする長期金利を5年に短縮
  - 長期・超長期金利の上昇を容認
- YCCの枠組みとは矛盾せず
- 実現は黒田総辞任後(2023年)か、ただし円安行過ぎで政治的圧力増大の場合には2022年中にも

## <「悪い円安論」への反論:黒田総辞任>

- 円安が日本経済にプラスという見方は堅持
- エネルギー・食料品価格上昇は(円安の影響もあるが)商品市況上昇による面が大
- 「内外金利差拡大による円安」効果を否定
- ただし、足下では「近年の円安は企業収益や設備投資へのプラス効果が強まる一方、家計の実質所得の減少を通じて日本経済の下押し要因になり得る」とややトーンダウン
- コストプッシュインフレの下での利上げを否定

# 米国の金融政策見通し(菅野)

## <FF金利見通し:メインシナリオ(55%)>

- 22年3月:25bp(実施済み)
- 22年5月:50bp、6・7・9・11・12月:各25bp
- 23年3回利上げ(各25bp)
  - 23年は最初の3回のFOMCで利上げ
  - 利上げ幅の合計は275bp
  - ターミナルレート(利上げのピーク)は2.75%と中立(longer run)金利の2.4%を小幅ながら上回る
  - 緩やかな逆イールドが発生
  - 最終的に実質金利は小幅のプラスとなるが、実質成長率を下回ることから景気後退には至らず
- 25年に利下げ(計50bp)、中立金利並みに
- 量的引き締め(QT)は本年5月開始

## <悲観シナリオ(30%)>

- インフレ率上振れ・景気過熱から利上げペースは加速、ターミナルレートは4%程度に
- 大幅な逆イールド発生
- 景気後退(2024年か)の可能性高まる
- 24年中に複数回の利下げも

## <ハッピーエンド・シナリオ(10%)>

- 利上げでインフレ率が目標圏内に低下
- ターミナルレートは中立金利並み
- イールドカーブはフラット化、景気後退は回避

## <ブラックスワン・シナリオ(5%)>

- 利上げ途中の外的ショック(原油価格急騰、国際紛争激化、パンデミック等)で世界的景気後退に
- ターミナルレートは中立金利を下回る
- 利上げ途中で再び金融緩和へ
- その後急速な利下げでゼロ金利時代へ逆戻り

# 米国経済見通し(渡辺)

## <ポイント>

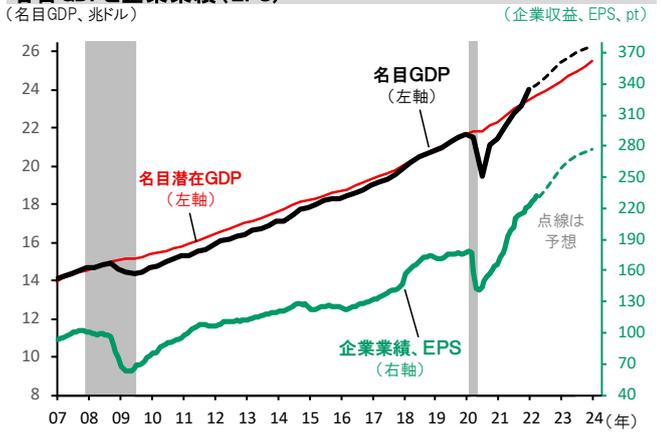
- 米国経済は潜在成長率を上回る成長を持続。その原動力は、潤沢な家計貯蓄と低金利環境
- 高インフレで消費者心理が悪化し、バイデン大統領の支持率も低下。大型財政政策(BBB法)の実現は困難化、中間選挙は民主党の敗色濃厚に
- FRBは中立金利を上回る利上げを提示し、景気を犠牲にしてもインフレを鎮圧する姿勢。ただし、米景気や企業業績は利上げに耐え得ると予想(上図)。株式市場では業績相場が続く公算
- 原油高で投資家心理が悪化。ウクライナ危機に伴う資源高がスタグフレーションや、急激な利上げによるオーバーキルを招くリスクを警戒(下図)

## <リスク>

- ロシアの軍事的エスカレーションと商品市況高騰
- インフレが鎮静化せず、大幅利上げで景気後退

CY	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	5.7	3.5	2.5	2.1	1.8
潜在成長率	1.9	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)	

## 名目GDPと企業業績(EPS)



注: EPS予想はGDPの市場予想に基づく。シャドーは景気後退期  
出所: BEA, CBO, Bloomberg, SFGI

## 供給制約による原油高で投資感心理は悪化



注: 信用スプレッド=米低格付け社債利回り-米10年国債利回り  
出所: NYMEX, Bloomberg, SFGI

# 日本経済見通し(宮嶋)

## <ポイント>

- 経済活動再開とサプライチェーン制約等により、資源価格が高騰。生活必需品の値上げにより、消費者の体感物価が上昇(上図)。今後ウクライナ情勢悪化から体感物価がさらに上昇の見込み。5%に近づく個人消費が下押しされる公算大
- 強制貯蓄の取り崩しが今後の景気下支えとなるも、体感物価上昇が足かせとなり、2022年の景気拡大テンポは当初期待ほど高まらない可能性。
- 2023~24年は、強制貯蓄の取り崩しによる押し上げ剥落により、成長率は減速へ。中期的に企業の期待成長率が低下する中、賃上げ加速による景気浮揚も見込みにくい(下図)

## <リスク>

- ウクライナ情勢悪化による資源高や円安がさらに進展、体感物価上昇による悪影響が増す恐れ

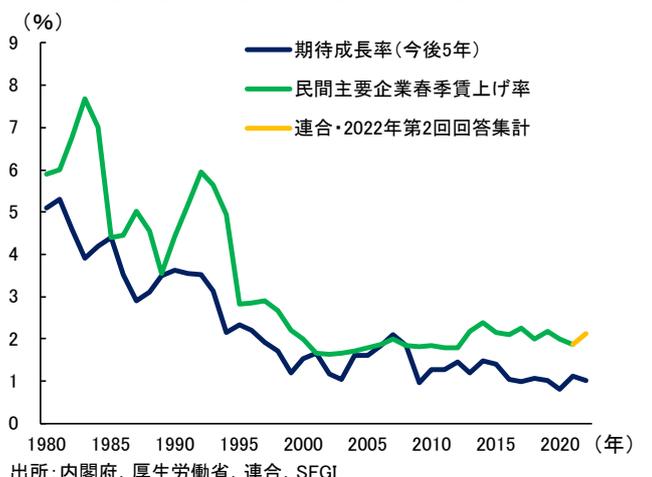
FY	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	2.4	2.2	1.4	0.9	0.5
潜在成長率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
イベント	東京五輪(7月) 岸田首相就任、 衆院選(10月)	参院選(7月)	日銀黒田総裁 任期満了(4月)		参院選(7月) 衆院選(10月迄)

## 体感物価上昇は個人消費を下押しする公算大



注: 体感物価は1か月未満に購入する頻度の品目の価格  
出所: 総務省, SFGI

## 企業の期待成長率は低迷、大幅賃上げは見込みにくい



出所: 内閣府、厚生労働省、連合、SFGI

# 米国物価見通し(渡辺)

## <ポイント>

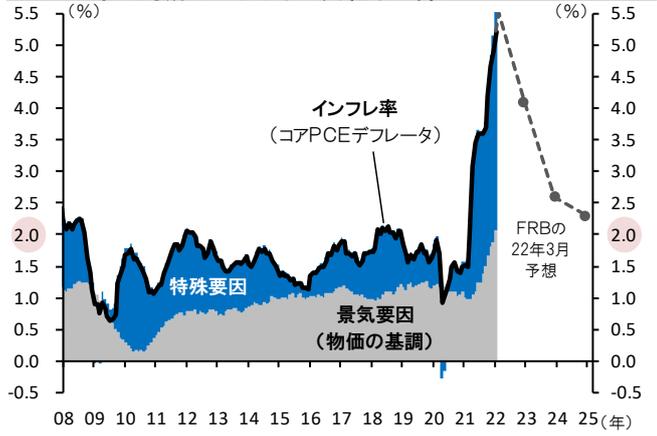
- コロナ禍の供給制約に伴う局所的なインフレから、広範なインフレへと発展。好調な景気と労働需給の逼迫で賃金上昇が加速。賃金上昇と物価上昇のスパイラルの兆し(上図、景気要因部分)。
- FRBはタカ派化。足下の高インフレへの対応に加え、物価の番人としての信認を維持し、市場参加者のインフレ予想を安定させる狙いも(下図)
- FRBは中立金利を上回る利上げによりインフレ率が2%近辺へ鎮静化すると予想(上図)。ただし、予想を上回るインフレ進行や期待インフレ率の急上昇があれば、FRBは利上げを加速へ

## <リスク>

- ウクライナ危機による商品市況の高騰がコストプッシュ型のインフレを加速させる恐れ。インフレが金融政策では制御不能との見方が広がれば、期待インフレ率が暴走。駆け込み需要や便乗値上げが殺到し、歯止めなきインフレの恐れ
- スタグフレーション下での大幅利上げのリスク

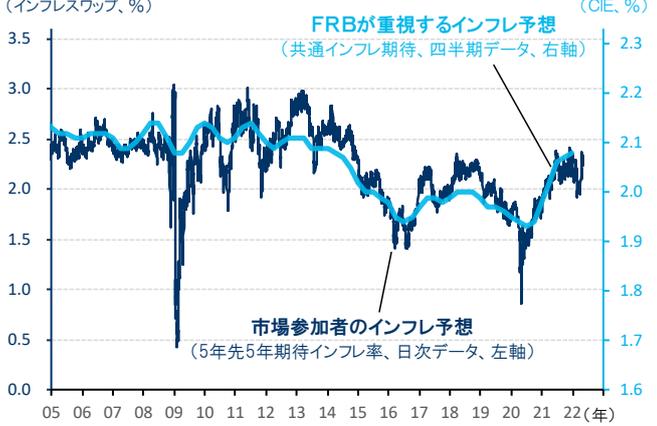
CY	2021	2022	2023	2024	2025
米国 コアPCED	4.9	4.1	2.6	2.3	2.0

インフレ率は局所に止まらない広範な上昇に



注:コアPCEデフレタの分解は、SF連銀による  
出所:BEA、サンフランシスコ連銀、SFGI

インフレ予想はFRBへの信認を表す



注:5年先5年期待インフレ率はセントルイス連銀、共通インフレ期待はFRBが算出  
出所:FRB、セントルイス連銀、SFGI

# 日本物価見通し(宮嶋)

## <ポイント>

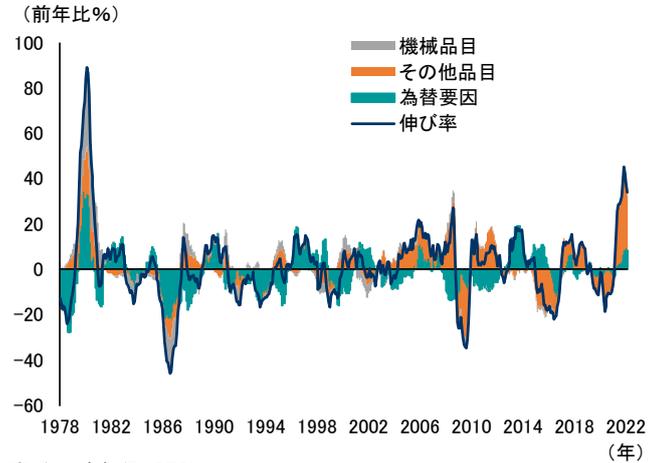
- 国際的な資源高により、輸入物価が大幅上昇(上図)。今後、ウクライナ情勢悪化の影響により、輸入物価上昇圧力はさらに強まり、コアCPIにもラグを伴って波及する見込み。4月以降の伸び率は一時的に2%を超える公算が大きく、2022年通年の伸び率も前年から加速すると予想
- ただ、需給ギャップはいまだ大幅マイナス(下図)。生鮮食品・エネルギーを除いた基調的な物価上昇圧力は強まっておらず、持続性には乏しい。
- 履歴効果によるデフレマインドも根強いことから、2023年以降のコアCPIの伸びは減速する見込み。2024年まで2%物価目標達成は困難と予想

## <リスク>

- 2022年のコアCPIがエネルギー・食品主体に予想以上に高騰して景気が悪化すれば、翌年以降の企業の価格転嫁が大幅に抑制される恐れ
- 一方、脱炭素やサプライチェーン再編の動きが強まれば、投入物価上昇が長期化する公算も

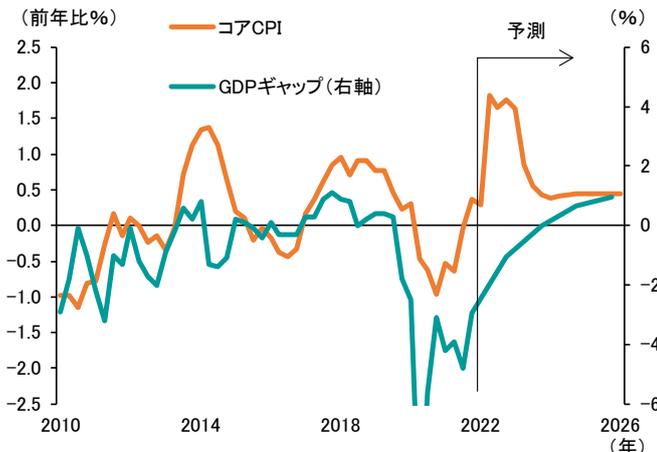
FY	2021	2022	2023	2024	2025
日本 コアCPI	0.1	1.7	0.6	0.4	0.4

輸入物価は資源高により大幅上昇、国内物価に波及



出所:日本銀行、SFGI

需給ギャップは未だ大幅マイナスで物価上昇圧力は限定的



出所:内閣府、総務省、SFGI

# 米国の金利見通し(渡辺)

## <ポイント>

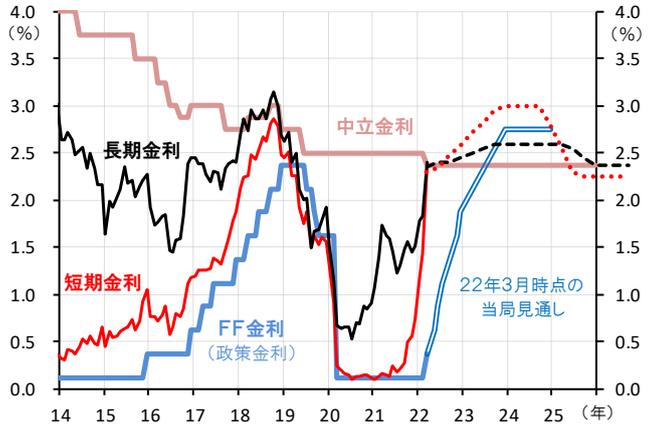
- 利上げ局面ではイールドカーブが平坦化。通常、長期金利は中立金利近辺に止まる一方、短期金利は政策金利を上回る傾向
- FRBは中立金利を約40bp上回るターミナルレートを提示。その下で長期金利は2.6%、短期金利は3%と予想(上図)。▲40bpの逆イールドが発生へ
- 供給制約強く、インフレ圧力は需給ギャップが示す以上に高い。FRBのタカ派色は鮮明で、逆イールドは通常より深くなる公算(下図)
- 逆イールド発生でも、金利(資本コスト)が名目潜在成長率(投資リターン、4%)を下回る限り、実物資産への資金流入は続き、景気拡大は継続

## <リスク>

- FRBが4%超の利上げを断行すれば、投資から貯蓄へ資金が逆流し景気後退・株価暴落のリスク
- 米金利上昇とドル高が新興国の資本流出・通貨安・インフレ・利上げ・景気悪化へと連鎖する恐れ

年末値(%)	2021	2022	2023	2024	2025
FF金利(下限)	0.00	2.00	2.75	2.75	2.25
10年国債利回り	1.51	2.45	2.60	2.60	2.35

ターミナルレート>中立金利 ⇒ 短期金利>長期金利



注:長期金利は米10年国債利回り、短期金利は2年国債利回り  
出所:FRB、Bloomberg、SFGI

長短金利差と需給ギャップ



注:需給ギャップは、CBOの潜在GDP推定値と市場参加者のGDP予想に基づき作成  
出所:FRB、NBER、CBO、SFGI

# 日本の金利見通し(宮嶋)

## <ポイント>

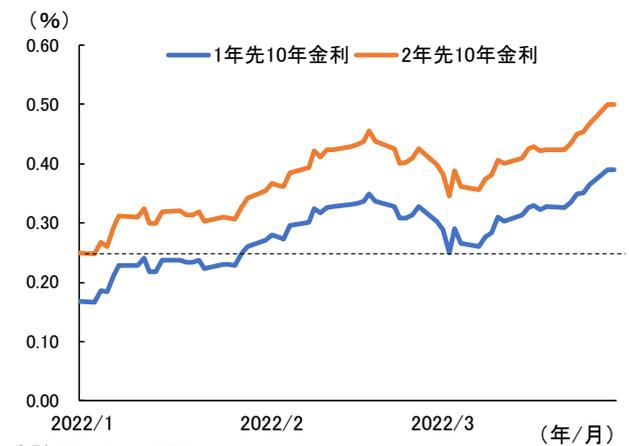
- 米金利に連動して、10年金利は上昇基調が強まるも、日銀は3月末に連続指値オペを実施。10年金利の0.25%超えを許容せず
- 市場では、黒田総裁退任後の政策修正を既に織り込み済(上図)。当社では、2023年にYCC政策における長期金利目標の年限引き下げ(10年→5年)を実施すると予想。2023年以降、長期金利は0.25%超え、超長期金利も上昇へ
- ただし、日本の潜在成長率は趨勢的に低下、実質金利の天井は低い(下図)。期待インフレ率も低く、10年金利の上限は0.5%程度か

## <リスク>

- 参議院選挙の前に、生鮮食品など生活必需品の物価高騰によって、円安に対する国民の不満がさらに高まった場合、政府の要請から、YCC政策の修正を早期に迫られる可能性

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	0.25	0.27	0.29	0.31
40年国債利回り	0.71	1.05	1.08	1.11	1.14

円債市場では黒田総裁退任後の政策修正を織り込み済



出所: Bloomberg、SFGI

潜在成長率は趨勢的に低下、長期金利の上昇余地は乏しい



出所: 内閣府、日銀、Bloomberg、SFGI

# 計数表

## 米国

CY・%	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	5.7	3.5	2.5	2.1	1.8
潜在成長率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
コアPCED前年比	4.9	4.1	2.6	2.3	2.0
FF金利(下限)	0.00	2.00	2.75	2.75	2.25
10年国債利回り	1.51	2.45	2.60	2.60	2.35
イベント	バイデン政権発足 (1月)	FRB議長任期 (2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	2.4	2.2	1.4	0.9	0.5
潜在成長率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
コアCPI前年比	0.1	1.7	0.6	0.4	0.4
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.07	0.25	0.27	0.29	0.31
40年国債利回り	0.71	1.05	1.08	1.11	1.14
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)

# ドル円の見通し(尾河)

## <ポイント>

- FRBの一段のタカ派シフトを織り込むなかドル高圧力は継続。
- 日米実質金利差の拡大に伴い、ドル円は緩やかな上昇トレンドが継続する公算
- 日銀の緩和継続と、経常収支の赤字転落によって円安圧力は当面続く見通し
- 景気循環により米国の利下げが視野に入ってきた際には、ドル円相場は反落する公算だが、24年以降となる見通し

## <リスク>

- 経常収支のさらなる悪化で、円安に歯止めがかからなくなるリスク
- 米国の急速な利上げにより、米国が景気後退に陥るリスク
- ロシア・ウクライナ問題の更なる広がり
- 中国・台湾問題など地政学リスクの一段の高まり→ただし有事の際にはドル高の可能性も

	2021	2022	2023	2024	2025
ドル円	115	124	126	124	120

注: 21年は実績、22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

## 【日本の経常収支と円の名目実効為替レート】



出所: Bloomberg、SFGI

# ユーロの見通し(森本)

## <ポイント>

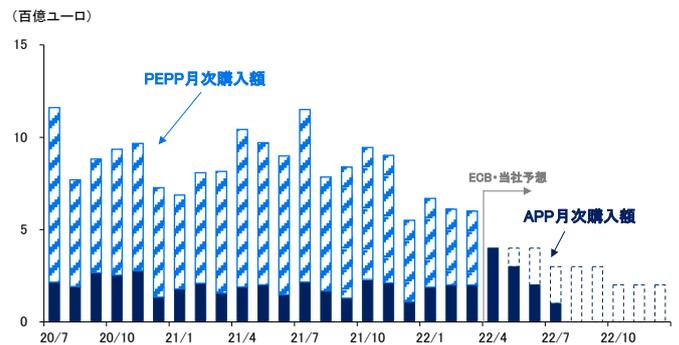
- ECBは3月の理事会で、APP購入終了時期の前倒しを決定。経済見通しでは戦争の影響が最も深刻なシナリオでも年率2.3%のGDP成長を達成する予測が示された。堅調な経済を背景に、ECBはインフレ対策を最優先する公算で、年内利上げの可能性も高まっている
- もっとも、米金融政策のタカ派シフトはより急激で、市場は織り込み切れていない可能性も。一方ユーロは既に年内5回もの利上げが織り込まれており、年央にかけ市場の期待が修正されるまではユーロ安基調が継続の公算。その後は利上げ議論本格化に伴い反発するも、インフレ鎮静化に伴い24年以降は上昇一服か

## <リスク>

- ウクライナ情勢悪化でより厳しい制裁の必要が生じれば、利上げ環境が整わずユーロ安に
- 4月の仏大統領選で極右候補者が勝利すれば、地政学リスクの高まりからユーロ安に

	2021	2022	2023	2024	2025
ユーロドル	1.14	1.12	1.13	1.15	1.15
ユーロ円	131	139	142	143	138

## 【PEPP + APP月次購入額】



注: 22/3はPEPP=400億€/月、APP=200億€/月、22/7月にはAPP=100億€/月で純購入を終了する想定 点線は12月理事会見通し 出所: ECB、Bloomberg、SFGI

## 【ユーロ圏消費者物価指数(HICP)】



出所: ECB、Bloomberg、SFGI

# 新興国通貨ヒートマップ(石川)

- 「With コロナ」の中で世界的に商品需要が高まっている上、ロシアによるウクライナ侵攻によって、国際商品価格が高騰する中、ロシアから地理的に遠い資源国通貨には上昇圧力
- ただし国際商品価格高騰により世界的なインフレ加速が発生、急速な利上げを迫られる国も散見される
- 急速かつ大幅な利上げでもインフレが抑制できない上、景気に強い逆風が吹いている国が目立ち始めており、通貨安要因になる部分も
- 米国の早いペースでの利上げ観測に伴うドル高は、資源国・新興国からの資金流出を招き、通貨安要因
- 中国の景気減速懸念は、同国を最大貿易相手国とする国の通貨中心に逆風

## 【改善が見られる地域】

台湾(コロナ禍からの回復により、輸出のみならず内需も好調)

豪州(コロナ禍からの回復に加え、資源高が追い風に)

## 【悪化が目立つ国】

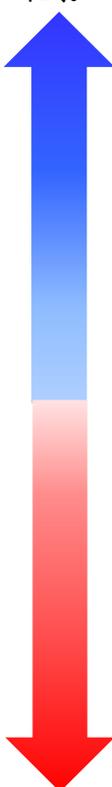
トルコ(インフレ加速中にも関わらず大統領による中銀圧力によって利下げ圧力、外交リスク)

ロシア(ウクライナ侵攻に伴う各国からの経済制裁で、ファンダメンタルズが統計データ以上に急速に悪化)

## 《重要イベント》

22/04/08	CIS外相会議	22/04/22-24	IMF・世界銀行春季総会
22/04/10	メキシコ大統領罷免に向けた国民審査	22/04/24	フランス大統領選(決選投票)
22/04/10	フランス大統領選(第1回投票)	22/05/03	ASEAN+3財務相・中央銀行総裁会議
22/04/15	米財務省・半期為替政策報告書の提出期限	22/05/08	香港特別行政区行政長官選挙
22/04/21	G7財務相・中央銀行総裁会議	22/05/09	フィリピン大統領および総選挙
22/04/21-22	G20財務相・中央銀行総裁会議	22/05/18	アルゼンチン国勢調査
		22/05/18-20	G7財務相・中央銀行総裁会議
		22/05月中	CIS首相会議

売られにくい



売られやすい

	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)	外貨準備高適正率
台湾	4.3	4.4	-0.7	9.2	5.1	1.0	0.1	CCu	Cu	NA
香港	4.8	4.5	2.0	1.6	11.2	3.8	2.5	AA+	A-1+	NA
韓国	4.2	2.7	-23.7	3.7	5.1	1.4	0.3	AA	A-1+	99.0%
豪州	4.2	4.0	0.2	3.5	3.6	44.3	10.3	AAAu	A-1+u	NA
インドネシア	5.0	6.5	-2.2	2.1	0.3	3.6	0.4	BBB	A-2	125.2%
ロシア	4.3	4.4	-0.7	9.2	5.1	1.0	0.1	CCu	Cu	359.2%
フィリピン	7.7	6.4	-8.6	3.6	-1.8	1.1	0.1	BBB+	A-2	237.6%
ポーランド	7.3	3.0	-7.1	8.5	-2.5	1.8	0.4	A-	A-2	138.5%
中国	4.0	4.0	-5.1	0.9	1.8	1.5	0.4	A+	A-1	74.8%
ベトナム	2.6	2.1	3.4	1.4	-1.3	0.4	0.2	BB	B	NA
マレーシア	3.6	4.2	-3.4	2.2	3.5	2.4	0.9	A-	A-2	118.3%
タイ	1.9	1.6	-5.5	5.3	-0.2	0.9	0.3	BBB+	A-2	251.3%
メキシコ	1.1	3.6	-2.9	7.3	-0.2	2.6	0.2	BBB	A-2	128.9%
ペルー	3.3	8.9	-6.0	6.2	-2.8	1.2	0.1	BBB	A-2	287.0%
NZ	1.7	3.2	-10.6	5.9	-4.1	18.1	4.6	AA+	A-1+	NA
インド	5.4	8.0	-6.2	6.1	-0.5	1.0	0.2	BBB-u	A-3u	190.7%
ブラジル	1.6	11.6	-4.0	10.5	-1.8	2.0	0.2	BB-	B	163.8%
南アフリカ	1.7	34.9	-5.5	5.7	3.7	3.3	1.3	BB-	B	75.2%
トルコ	9.1	12.1	-2.7	54.4	-1.8	5.9	1.6	B+u	Bu	76.4%
アルゼンチン	8.6	7.0	-3.0	51.3	1.2	8.1	2.0	CCC+	C	68.5%

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



**尾河 真樹 (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「十字路口」「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入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。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。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)。

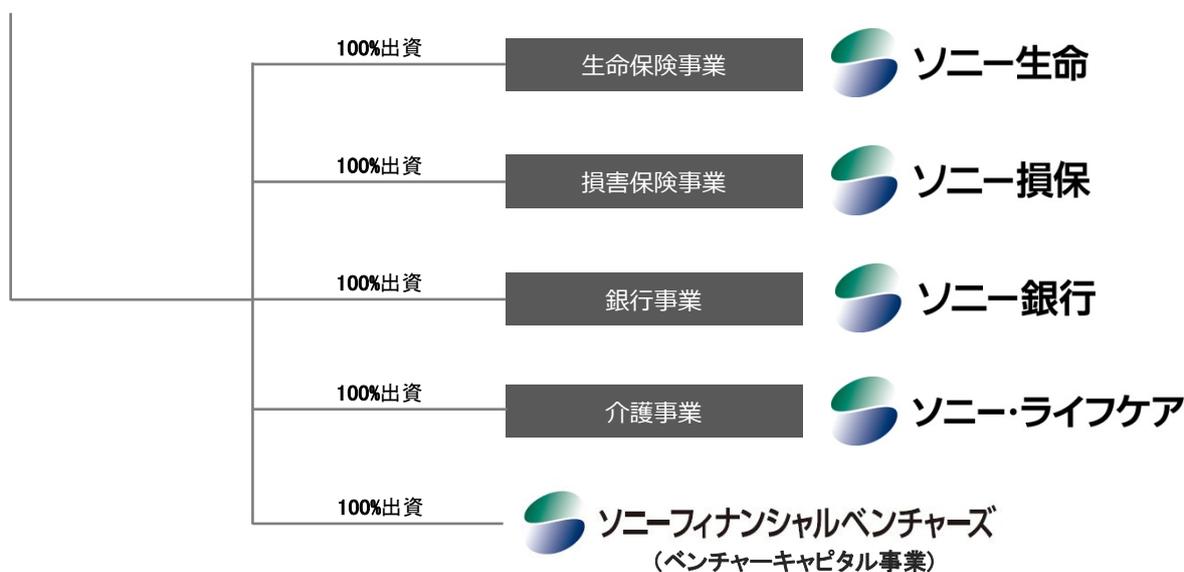
## 本レポートについてのご注意

- 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いたします。
- 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)



- 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様に提供しています。
- 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>