

令和 5 年(2023 年)11 月 30 日

休刊のお知らせ：
FX Monthly 1 月号は休刊とさせていただきます。
次回は FX Monthly 2 月号、
2024 年 1 月 31 日(水)に発行する
予定です。

GLOBAL MARKETS RESEARCH

チーフアナリスト 井野 鉄兵
シニアアナリスト 亀井 純野
アナリスト 横尾 明彦、小池 さくら

三菱 UFJ 銀行
A member of MUFG, a global financial group

Table of contents

- 1 2023 年のレビューと
2024 年の見通し
- 2 予想レンジ
- 3 マーケットカレンダー
- 4 為替相場推移表(11 月)
為替相場推移表(12 月)

2024 年 1 月 4 日
為替相場推移表(12 月)を
追加いたしました。

1. 2023 年のレビューと 2024 年の見通し

- (1)ドル円(井野)
ようやく局面転換へ 2
ドル円は昨年高値目前で頭打ちとなり、1 ヶ月で 5 円超反落している。米国の金融政策転換が意識されているためだ。目先は、まだ追加利上げの可能性も排除せず、ゆえに揺り戻しの可能性もあろうが、今次利上げ局面はいよいよ最終盤と言え、来年にかけては利下げが展望される。物価よりも景気への配慮を重視することになれば、そのタイミングは思いの外早くなりそうだ。一方、日銀は来年早々にも金融政策を正常化する見込みだ。マイナス金利を解消し、金利のある世界に回帰する。調達コストが極めて低く、上がらない円という前提が崩れることで、円売り安心感は払拭されよう。内外の金融政策格差解消により、ドル安円高トレンドの一年となりそうだ。
- (2)ユーロ(亀井)
下振れリスク要因多く、持ち直しは緩やか 15
- (3)英ポンド(亀井)
総選挙で政権は交代する見込み 20
- (4)豪ドル(小池)
内外金融政策格差が豪ドルを押し上げる 24
- (5)カナダドル(小池)
米加金利差と原油価格が下支え 26
- (6)人民元(横尾)
「期待外れ」だった相場は、緩やかな上昇へ 28

(1)ドル円 ようやく局面転換へ

2023年のレビュー

ドル円は130.82で取引開始。早々に2022年6月3日以来の130円割れとなったが、4日の米求人労働異動調査(JOLTs)をきっかけに134円台後半まで急上昇した。6日の米雇用統計を受けて132円台まで反落すると、12日には翌週の日銀金融政策決定会合に関して、「大規模緩和の副作用点検へ」とした観測報道を手掛かりに円高が進行。一時128円台半ばまで下落した。さらに、12月の米消費者物価指数(CPI)でインフレ鈍化が確認され、WSJ紙が2月のFOMCでの利上げ幅縮小を報じたためドル安が進むと、14日には、2022年5月30日以来の安値127.22まで下げ幅を拡大した。ただ、20日には、ダボス会議における黒田総裁(当時)の緩和継続発言が円売り材料とされて上昇し、130円台を回復。24日には米PMIが市場予想を上回ったことで、損失確定の買いも巻き込みつつ、131円台前半まで上伸した。

2月は、1日のFOMC後のパウエルFRB議長会見で「デイスインフレは始まっている」などの発言があり128円台前半まで下落したものの、3日の米雇用統計が大幅に市場予想を上回ると急反発し、6日には、日銀総裁人事を巡る報道も重なって132円台後半まで上伸した。10日には、植田和男氏を総裁とする人事案が報じられ、一時的に129円台後半まで下落したものの、植田氏の現行の金融政策を支持するとの発言から、初期反応的な下げはすぐ帳消しとなり、131円台まで反発。その後もドル円は断続的に水準を切り上げ、14日の米CPIを経て、17日には135円台に到達した。24日の植田総裁候補の国会所信聴取や、PCEデフレーターで136円台半ばまで急伸した。

3月は、1日発表の債券市場サーベイで市場機能度DIが一段と悪化し、黒田総裁最後の金融政策決定会合での政策修正期待から135円台前半まで押されて始まった。ただ、米経済指標が強かったこと、パウエル議長がタカ派的な発言を繰り返したことから、8日には137円台後半まで上昇した。だが、米中堅銀行の預金流出が明るみに出たことや、米雇用統計の一部が市場予想を下回ったことで134円台に反落。米中堅銀行が相次いで破綻に追い込まれるとリスク回避地合いとなったが、ドル円は振れ幅を伴いつつ、134円台を中心とした値動きが続いた。もっとも、金融システム不安は欧州に飛び火し、スイス系金融機関同士の救済合併に発展する事態に、131円台まで下落した。そうしたなかでのFOMCは、追加利上げを決めたものの、積極的な金融引き締めスタンスの見直しを示唆。さらに、金融システム不安の火元となった米当局の対応が定まらないことなどを受け、129円台半ばまで下げ幅を拡大した。しかし、その後は破綻した銀行の救済買収が決まると133円台半ばまで反発した。

4月は、月初から、米経済指標が軒並み市場予想を下回り、ドル安地合いになった。ドル円も130円台半ばまで下落した。ただ、米雇用統計は、労働需給の逼迫が解消していないことをうかがわせるものとの評価でドルが全面高に転じると、10日の植田日銀総裁の就任会見が「ハト派的」と解釈されたことでの円安も加わって、134円絡

みまで急伸した。一時は 132 円絡みまで調整したものの、ウォラーFRB理事が一段の金融引き締めが必要と発言したことなどから、135 円台前半まで上伸。米地銀の経営不安が再燃すると、リスク回避的にドル円にも下押し圧力がかかり、一時は 133 円絡みまで下落したが、植田総裁体制初の日銀金融政策決定会合は据え置きとなり、ハト派的な総裁会見を経て、136 円台まで急上昇した。

5 月は、4 月末の日銀金融政策決定会合を受けた上昇地合いのなかでスタート。1 日には 137 円台半ばまで上伸した。3 日のFOMCでは 25bpの利上げを決定した一方、パウエル議長の会見トーンがハト派的だったことで、133 円台半ばまで下落した。だが、12 日のミシガン大調査による期待インフレ率で、長期が 12 年ぶりの高水準になったことを受けてドル高が強まると、その後は、断続的かつほぼ一方向に上昇する展開となり、138 円台に到達した。一旦は 138 円近辺で足踏みとなったものの、ウォラーFRB理事が 6 月FOMCでの追加利上げも排除しないとの姿勢をみせたこと、米GDPや新規失業保険申請件数が市場予想を上回ったことで、140 円をあっさりと上抜けた。月末には本邦当局がいわゆる「三者会合」実施をアナウンスし、139 円台前半まで反落した。

6 月は、本邦当局による円安牽制姿勢もちらつくなかで、しばらく 138 円台半ばから 140 円台半ばのレンジ推移が続いた。14 日のFOMCでは、市場予想の通りに政策金利は据え置かれたが、いわゆるドットチャートは年内「あと 2 回」の利上げを示唆するタカ派シフトとなり、中期ゾーンを中心とする米金利の上昇に伴って、翌 15 日にはドル円もあっさりとレンジを上抜け、141 円台に上伸した。さらに、16 日の日銀金融政策決定会合では金融政策が据え置かれ、その後の植田総裁の会見も「ハト派的」なものとなると、内外金融政策格差が意識され、週明け 19 日には 142 円台に到達した。22 日のパウエル議長の議会証言では、「年内 2 回の利上げが適切」と一層踏み込んだ発言もあり、チャートポイントとみられていた 142 円台半ばをあっさりと上抜けて 143 円台に上伸すると、翌 23 日には 144 円に迫った。26 日には、本邦当局者の円安を牽制発言が相次いだことが上値を抑えたが、強めの米経済指標が続くと、30 日には 145 円台に上昇した。

7 月は、PCEデフレーターが市場予想を下回ったことで、ドル高の勢いは鈍化。日経平均株価などアジア株が下落するなかでドル円にも下押し圧力がかかり、一時 143 円台に下げた。翌 7 日には、内田副総裁のインタビュー記事によって日銀の政策修正の可能性が意識されたこと、その後の米雇用統計が市場予想を下回ったことから、142 円台に下げ幅を拡大した。さらに、米期待インフレ率の低下によって 141 円台へと下落すると、6 月の米CPIが市場予想を下回ったことで 138 円台前半まで急落した。ただ、G20 財務相・中央銀行総裁会議での植田総裁の発言がハト派的と解釈されると、140 円目前まで反発。さらに、21 日には外電による日銀金融政策決定会合に関する観測記事で 142 円目前まで急伸した。26 日、FOMCが事前の織り込み通りで、パウエル議長の会見にも懸念されていたタカ派傾斜はみ

られなかったことから、139 円台まで下落する場面があった。その後、一旦 141 円台を回復したが、日経新聞が日銀の長短金利操作 (YCC) 修正の観測記事を配信すると 138 円台後半まで急落。だが、28 日に日銀が YCC の修正を決定すると 138 円台から 141 円台までの乱高下を繰り返した。これを受けて長期金利が 0.6% 台まで上伸したものの、日銀が臨時オペをオファーしたことで円安が進行し、142 円台まで上昇している。

8 月は、日銀の臨時オペ実施が円売り材料視される流れのなか、143 円台に上伸して始まった。ただ、欧州株の下落に加え、米経済指標が市場予想を下回ったことで、141 円台半ばまで下落した。世界的に株価が回復するなかで淡々と上値を切り上げる展開となり、米 CPI などをこなしながら、16 日には 146 円台に到達した。この間、本邦当局からは円安牽制発言が相次いだものの、ドル円の上昇抑制効果は限られた。17 日には中国当局が人民元安牽制姿勢を強めたとの見方が台頭し、23 日には米 PMI が悪化したことなどから、144 円台半ばまで調整したが、ジャクソンホールにおける経済シンポジウムでのパウエル議長の講演を控え、146 円台後半まで反発。パウエル議長の講演は無難なものだったが、ドル円は高値 147.37 まで急伸した。

9 月は、1 日の米雇用統計が強弱入り混じるものとなり、瞬間的に 144 円台半ばまで下落したが、直後に発表された米 ISM 製造業指数が市場予想を上回ると、直ちに 146 円台を回復。米国の連休明け 5 日には、147 円台に上伸した。9 日付の読売新聞が掲載した植田総裁のインタビューがタカ派的との受け止めとなり、145 円台まで反落する場面があったが円買いは続かず、直ぐに 147 円台を回復。19 日、20 日の FOMC は、政策金利を据え置きとした一方で、来年の FF 金利見通しを引き上げたため、ドル全面高となり、148 円台へ上伸した。21 日、22 日の日銀金融政策決定会合が「無風」に終わると、あっさり 149 円台に到達した。

10 月は、3 日の米 JOLTs が市場予想を上回ると、心理的な節目である 150 円を上抜けた。直後には、突如 147 円台前半まで急落後、たちまち 149 円台を回復する乱高下をみせると、その後は、本邦当局による為替介入警戒感が上値を抑え、149 円ちょうどを挟んで方向感のない時間帯が続いた。17 日には、月末の日銀『展望レポート』において、2024 年度にかけてのインフレ見通しが上方修正されるとの観測報道により、一時 148 円台後半まで急落したものの、すぐに 149 円台後半まで反発。25 日の米 5 年物国債入札が不調に終わると、米金利は長期ゾーンも含めて上昇し、150 円台に上伸した。30 日に日経新聞が「金利操作を再修正へ」と改めて報じたことで、148 円台後半まで急落したものの、31 日は日銀金融政策決定会合の結果を待たずに反発。その後、日銀は金利操作の修正を発表したが、事前報道の範囲を超えなかったとの受け止めから、ドル円は 151 円台後半まで急上昇した。

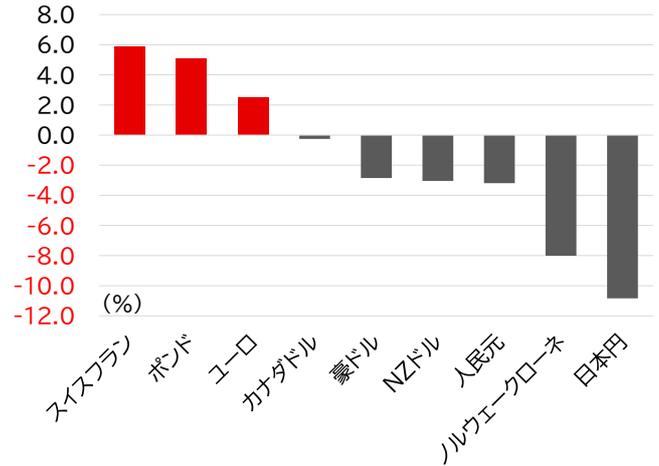
11 月は、1 日の FOMC が市場の警戒よりも「タカ派」的ではなかったとの評価から、150 円台に水準を切り下げて始まると、弱い米指標が続いたこともあり、3 日には 149 円台前半まで下げ幅を拡大した。

その後、特段の材料がないなかで反転上昇すると、パウエル議長が追加利上げの可能性を改めて示唆したこともあり、151円台を回復。これまでの年間高値 151.92 まで上伸した。だが、2022 年高値を目前に本邦当局による介入警戒感も高まり、同水準で上値を抑えられると、15 日発表のCPIが市場予想を下回ったことをきっかけに急落。150円を割り込むと、米感謝祭を前にしたポジション整理もあって、20日にかけて 148円台前半まで下げ幅を拡大した。同水準で一旦反発し、150円絡みまで回復したが、感謝祭明け 27日には再びドル全面安となり、29日には 146円台後半まで下落している。

第1図:2023年のドル円相場(日足、11月29日まで)



第2図:主要通貨の年初来対ドル騰落(11月29日まで)



2023年の見通しが誤っていた理由は何か

① FRBの利上げ終了、年内の利下げ転換を見込んでいた

昨年の本稿では、2023年のドル円相場見通しを「FRBの金融政策転換によるドル安が主導」するかたちで、下落基調となるとした。「ドルが淡々と水準を切り下げる」展開の一方、日銀が「年中盤以降に政策調整を模索する」ことが「円高圧力となる可能性」もあるとして、年末のターゲットを128円に設定した。結果は、掲げた材料が悉く外れ、当然のようにトレンド、水準ともに大きく外れている。2023年はあと1ヵ月ほど残っているが、ターゲット到達は絶望的と言える。

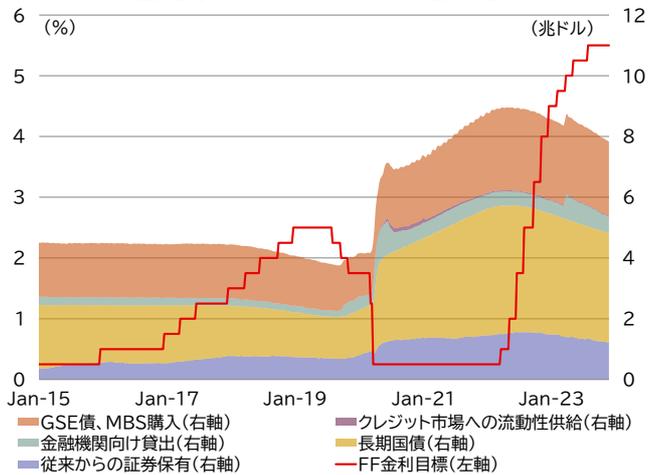
まず、主な要因としていた、米金融政策転換に伴う「ドル安」については、具体的に、2023年序盤の利上げ打ち止めと、年後半の買入資産圧縮の停止や利下げ着手を想定していた。しかし、実際は、7月まで合計100bpの追加利上げが実施され、現時点でも年内「あと1回」の引き上げの可能性が残る。かかる状況ゆえ、買入資産圧縮は同じペースで進捗しており、いわんや利下げをや、の世界である(第3図)。急速な金融引き締めの際にFRBが覚悟していた景気悪化は、これまでのところ「兆し」があるという程度で、むしろ直近第3四半期の実質GDP成長率は、前期比年率で+5.2%に加速した。一方、最重要課題と位置づけられてきた物価は、結局、2022年12月時点のFRBの見通しと整合的か、若干早いペースで鈍化してきているものの、景気鈍化→インフレ鈍化というFRBのシナリオ通りとなっていないこともあって、FRBは、常に再加速の懸念を抱えながらこの一年を過ごしてきた。こうした「想定外」の実体経済の変化により、FRBの金融政策スタンスは、2022年末時点と比べて幾分かタカ派化した。当方同様、2023年中の利下げまで視野に入れていた市場参加者は多く、そのため為替市場では2022年末から2023年始にかけてドル安地合いとなっていた。その流れは早々に止み、ドルは以降高止まりした。加えて、年中盤以降は、連邦政府債務残高の法定上限が暫時停止されたことで、米国債の発行が増加。大口の買い手であるFRBが保有資産の圧縮を続ける環境のもと、米国債の需給は悪化し、タカ派的な金融政策スタンスと相まって、中長期ゾーンで幅広く利回りが上昇する事態となった。たとえば10年物利回りは昨年の水準を上回り、一時は5%に到達した。金利差がとりわけ意識されるドル円を、一段と上昇させる原動力となったのは言うまでもない。

② 日銀総交代による金融政策正常化の期待が高すぎた

次に、本邦金融政策については、日銀総交代を機に金融政策を正常化することを念頭に置いていた。2022年12月のYCCにおける長期金利の変動許容幅拡大(0.25%→0.50%)を皮切りに、植田総裁就任を経て、7月、10月とYCCの「柔軟化」と称する政策修正が続いた。実質的なYCCの形骸化が図られ、正常化に向けて歩みを進めたとは評価できるだろう。ただし、2022年に広がった内外金融政策格差は、2023年も拡大こそすれ縮小はしていない、というのが客観的評価だったとも言わざるを得ない。実際、日銀は、YCCの枠組みを維持し、大規模緩和を継続しているとする。金融政策の正常化に向かっているという見方にも否定的だ。さらに、各国中銀が引き上げてきた短期金利は、本邦においては「マイナス」のまま。増加しているとされる海外勢のキャリー取引などは、極めて低い円資

金の借り入れコストを梃子にしている。さらに、日銀の「ハト派的」な姿勢により、そのコストが近い将来も上がらないという安心感が醸成され、多少ドル円が水準を下げようものなら、円売りのフローが湧いて出てくるような環境となってきた。YCC柔軟化もあって、長期金利は一時1%近辺まで上昇したものの、そもそも米金利の上昇に牽引されている面があり、それでは内外金利差の縮小にはつながらなかった（第4図）。そのため、為替市場ではむしろ、ドル円が2022年の高値151.94の一步手前まで上昇した。本邦財務省による、為替介入実施を警告するような牽制トーンの上昇もあり、同水準にはわずかに届いていないが、ユーロ円などクロス円は軒並み前年の高値を更新している。明らかに円安だったと言わざるを得ない。11月に入り、米金利が低下し、ドル安地合いとなったことで、多少その勢いは収まっているものの、日銀が正式に正常化に踏み切るまでは、ハト派的なコミュニケーションが続くことも想定される。よって、円安になりやすい環境はまだ継続するとみておくべきだろう。

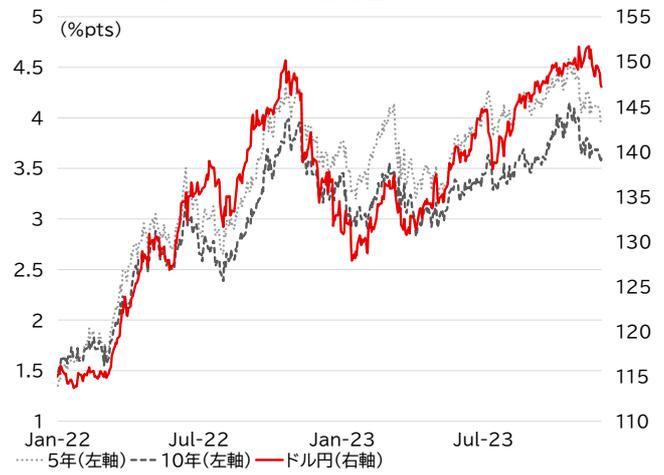
第3図：FF金利誘導目標上限と買入資産残高



(資料)FRB、クリーブランド連銀より

三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第4図：ドル円相場と米-日金利差



(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

いよいよ金融政策格差の縮小でドル安円高方向へ

2024年こそ、昨年の本稿で掲げた世界観が実現すると考えている。すなわち、内外金融政策という大きなテーマは不変ながら、その格差は「拡大」から「縮小」に転換するとみている。米国は、利上げの終了から利下げに向かい、日本は、金融政策正常化に踏み切る。もちろん、金利差の観点では、2022年初の「振り出し」に戻るとまでは考えにくく、ドル円が当時の115円前後まで下落することは見込まない。ただ、この数年の年間の値幅を踏まえると、それなりの幅をもってドル安円高方向に推移するとみておきたい。

FRBの利上げはすでに「完了」の可能性

米国の金融政策についてはまず、今回の利上げ局面は7月の引き上げが最後であり、FF金利の最高到達点は5.50%だったということになる可能性が高そうだ。9月のFOMCで示されたいわゆるドットチャートでは、2023年内「あと1回」の引き上げが示唆されているうえ、FRB高官もその可能性を完全には否定していない。また、仮に年内はスキップとなっても、2024年に入ってから「あと1回」が実

現する可能性もあろう。その点、為替市場でも、本稿執筆時点でみられるドル安は、またも揺り戻しに直面する可能性があると言える。ただ、ここもと観測される米経済の現状は、さらなる金利引き上げを必要としていない模様だ。

今のところ景気の「悪化」までを見通す状況ではないが、労働需給の逼迫感は和らいでいるうえ、インフレ率は順調に減速している（第5図）。当面の間、金利水準を維持することはさておき、7月に利上げを停止してから4ヵ月程度が経過した本稿執筆時点で、さらに引き締め強化が必要との判断に足る材料が表れているとは言い難い。一方、2024年中に利下げに踏み切るということ自体は、いわゆるドットチャートで予告されている。一年前も同じことが展望され、結局見込み違いとなった経験を繰り返す可能性もあるが、その後の追加的な金融引き締めに加え、時間の経過による効果の浸透も手伝って、米景気を圧迫する力は着実に強まっていると考えられる。また、11月28日にはFRB最高幹部の一角でタカ派と目されるウォラー理事が、利下げを議論の俎上に載せた。今度こそ、その方向とみていだろう。

ここまでバイデン政権は、連邦政府債務の拡大を通じて景気支援を行っている。これは、民間銀行が逆イールドカーブの制約などで信用残高を伸ばせない状態になっていることとも関係していよう。また、堅調にみえる消費も、利上げの影響を強く受けていないこと、コロナ禍ゆえ平時よりも蓄えがあったことといった、やや特別な背景に支えられてきた。家計のコスト負担の少なくないウエイトを占める米国の住宅ローンは、そのほぼすべてが固定金利とする商品性になっている。短い期間で急速に金利が引き上げられたため、これまでのところ債務者の多くは利上げ前の金利水準でローンを返済している。その反面、消費者ローンの金利はすでに上昇しており、たとえば自動車販売は伸び悩んでいる。また、家計に余裕をもたらしているコロナ禍由来の「超過貯蓄」（行動制限による消費の減退＋財政による現金等給付で平時以上に貯蓄が拡大したこと）の消費も着実に進んでいる。この超過貯蓄については、計算手法の違いなどによる時期のズレはあるが、2024年いずれかのタイミングでこれを食いつぶしてしまう可能性が高い。その点、すでにクレジットカードの「延滞」が増えてきており、所得の低い層から生活が圧迫されてきているとみられる（第6図）。米国は所得格差が大きく、高所得者の消費が活発であることは従前から指摘されている。よって、全体としての「消費」が目立って落ち込むという事態には至っていない可能性もある。ただ、いずれにせよ家計の景況感のベクトルは悪化の方向とみてよいだろう。

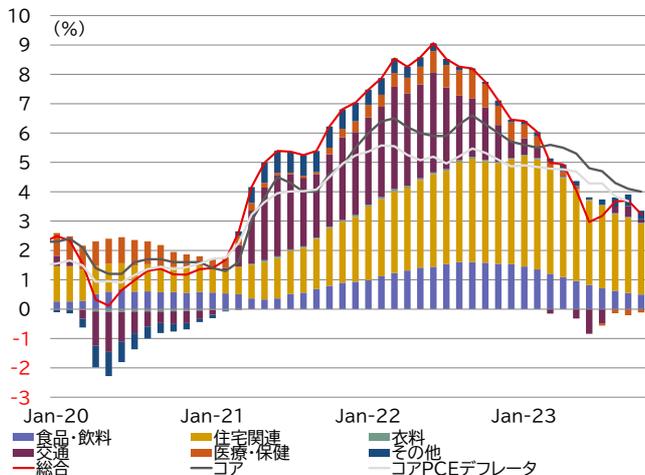
この先の焦点は、いつ、どれくらいのペースでの利下げ局面に入るかとなろう。9月時点のFRBの中心的シナリオでは、2024年通年で50bp（あと1回の利上げ含み）となっている。これは、1回あたり25bpの利下げ幅とすると2回の利上げがありそう、ということだ。2会合連続となれば年終盤、多少間が空くとしても年後半の利下げ着手とみるのが妥当だろう。一方、FF金利先物市場では、より前倒

米金融政策の焦点は利下げ着手のタイミング、ペースへ

しでの利下げを織り込んでいる。11月29日時点で、5月には100%利下げに着手しているとの見立てになっている。当方としてはこうした市場の読みを支持することとしたい。むしろ、さらに前倒しの議論も起き得るのではないかな。

2024年は大統領選イヤーであることがその根拠だ。年明け以降は、徐々に大統領選ムードが高まるだろう。そうしたなかで、経済面の争点は(2022年中間選挙の)物価よりも景気に移りそうだ。11月の地区連銀報告(ページブック)では、広く経済活動の減速判断がみられた。消費の減速は、所得格差によってはっきりと表面化しない可能性もあるが、選挙となると一票の重みはその格差を超越する。すなわち数で勝る「庶民」の生活苦がクローズアップされることは想像に難しくなく、FRBとしてもかかる世論の動向は無視できなくなろう。仮に景気が悪化した状態で大統領選を迎えることになれば、FRBがスケープゴートにされるリスクもある。足もと、野党・共和党の候補者には、トランプ前大統領が選出される可能性が高い。トランプ氏は、すでにFRBの積極的な金融政策引き締めスタンスを批判する。組織防衛の観点でも、FRBは物価よりも景気への配慮に傾く必要があるのではないかな。こうした政治的な事情も踏まえて、利下げの早期化期待が一段と強まれば、その分、年内の利下げ幅(の見立て)も大きくなり、実際の利下げ着手に先駆けて本格的なドル安地合いになってこよう。

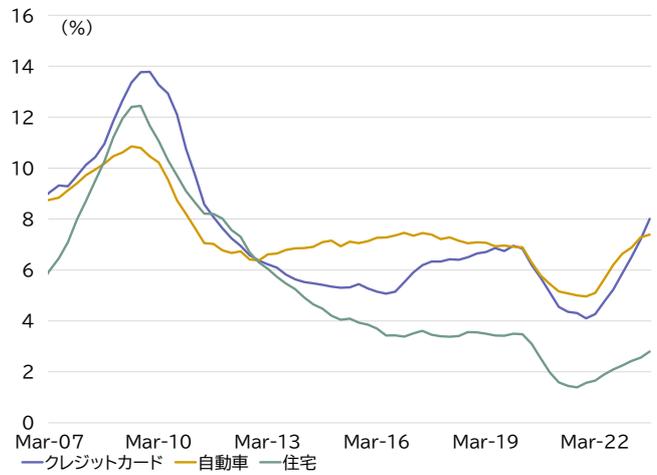
第5図:米消費者物価指数前年比上昇率



(資料)米経済分析局、労働統計局より

三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第6図:米家計債務の延滞率



(注)総残高のうち新たに30日以上「延滞」と認められた金額の割合

(資料)NY連銀より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

日銀の金融政策正常化はもはや既定路線、いつ、何をやるか

翻って、本邦ではもはや金融政策正常化は既定路線であり、タイミングと手段の問題だと考えている。

本邦CPIは、2013年から「物価の安定」目標として掲げる前年比+2%を上回る状態が、すでに2年近く経過した(第7図)。日銀は、ここもとのインフレは資源価格の上昇に起因する価格転嫁による一時的なものであり、2023年後半にはインフレ率が低下するとしてきた。しかし、10月のCPIではインフレの「再加速」がみられたほか、資源価格とは直接的に関係のない企業サービス指数も、8月から3ヵ月連続で前年比+2%を超えてきている。さらに、日銀が「基調的な

インフレを補足する指標」としてCPIを加工して算出する指標は、いずれも前年比+2%を超えた（第8図）。需給ギャップは▲0.07%で依然マイナス圏にあるが、これは第2四半期の実績にすぎない。短観調査などを踏まえると、第3四半期にはプラス圏に浮上している可能性が高い。植田総裁は、11月の国会答弁でも「基調的なインフレ率は2%を超えていない」とするが、ここまで日銀が明らかにしている指標では、それを示すことができない状況となっている。それどころか、10月に公表した『展望レポート』では、コアCPI（除く生鮮食品）のインフレ率見通しの中央値が、2024年度の平均で前年比+2.8%まで大きく引き上げられた。見通しに沿ったものとなれば、「2%」を上回る状態が3年近く継続することになる。政府は引き続き「物価高対策」に追われており、2013年1月に日銀が掲げ、今もそのもとで政策を実施している「物価の安定」の定義、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」に悖る状況とも言えるだろう。そうした状況があと一年も継続するとの見通しを示している時点で、金融政策を正常化する気がないと解釈されても致し方ない。そうした評価があって、10月の金融政策決定会合後も円安が進行したのだろう。

植田日銀はここまで、着実に正常化へ向けて歩んできた

もともと、日銀は植田総裁就任後、金融政策の正常化に向けて着実に歩みを進めているとみるのが妥当だろう。市場の評価はさておき、YCCは形骸化されたと言える。また、11月には、定期的を実施する残存5年超10年以下の国債買入オペ（輪番オペ）の減額にも着手した。『展望レポート』公表のたびに政策修正を繰り返してきていることを踏まえると、次回1月が、いよいよ正常化に踏み切るタイミングとなりそうだ。足もと日銀は、2%程度の物価上昇が将来にわたって持続するかどうかを見極める必要があるとして、「賃金と物価の好循環」を掲げる。その賃金は、2024年度も相応の幅で上昇することが期待される。連合は賃上げ幅を「5%以上」と要求しているうえ、すでに一部大企業は今年度以上の賃金引き上げを表明している。日銀は春闘が大事、と繰り返すが、そもそも春闘は会社が提示するたたき台をもとに組合と交渉するものである。現在の環境において、組合との交渉の結果、会社側の提示するたたき台から賃上げ幅が縮小されることは考えにくい。すなわち、会社の計画さえ把握できれば、賃上げ動向の確認には、春闘の結果を待つ必要はないはずだ。3月決算の大企業は一般的に、年内にも来年度の計画を策定する。9月の読売新聞インタビューで植田総裁は、「十分だと思える情報やデータが年末までにそろそろ可能性もゼロではない」としており、実際、目下、日銀は全国の各支店で精力的に情報収集している模様だ。この点、11月28日の金融経済懇談会で安達審議委員は、「地域の中小企業の中には今年の賃上げが限界であり、これ以上の賃上げは事業の継続に支障をきたすと懸念する声も多く聞かれ」と発言した。同様の見方は経団連からも挙がっているようだ。ただ、こうした見方は昨年の中頃にもみられた。それにもかかわらず、「企業規模によらず、賃上げが実現」（内田副総裁）したというのが日

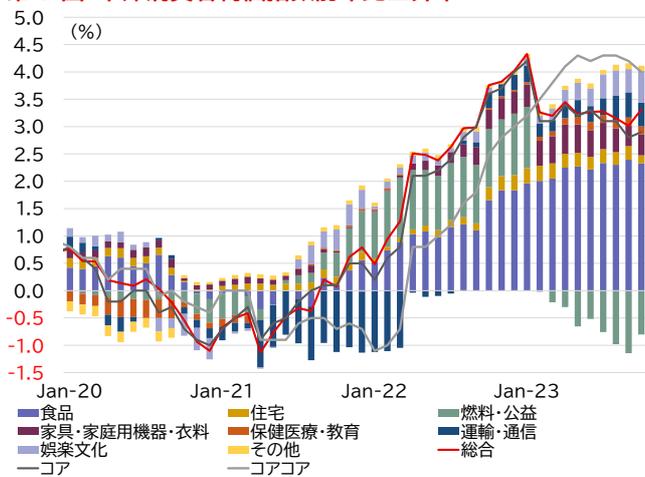
銀の総括だ。「背景には、言うまでもなく、厳しい人手不足」（同）があり、「来年以降も労働市場の基本的な構図は変わらない」ことから、一定の賃上げは幅広く継続するとみていいだろう。この問題については経済産業省が別途、「中小企業の皆さんが人手不足を乗り越えていくにはやはり賃上げも行っていかなければなりません」（西村経産相）との考えから、その原資として「しっかりと価格転嫁が進むよう取組を進め」と宣言している。金融政策で人手不足を補うことはできない点も踏まえると、日銀としては大企業から中堅、中小企業への波及を前提に判断することとなろう。こうした自前の調査を踏まえて、1月の展望レポートでインフレ見通しを改めて上方修正し、同時に金融政策の正常化に踏み切るとみておく。11月末になって日経新聞が、「マイナス金利解除、日銀が地ならし」とした観測報道を打ったことで、俄かに早期の正常化判断の期待が台頭している。同記事にもあるように、判断を先延ばしにすれば、さらなる円安によるインフレ加速のリスクを抱えることになる。また、ビハインド・ザ・カーブでの判断は、正常化どころか、欧米のように急速な引き締めに追い込まれることにもなりかねないといったところだ。

マイナス金利の解除が柱、さらなる引き上げの可能性も仄めかす

金融政策正常化に際して何をするか、であるが、短期金利の引き上げ＝マイナス金利の解除を含めた、大規模緩和の枠組みとしてのYCCの終了となろう。そもそもYCCは、当時すでに実施されていたマイナス金利政策により、長期金利に至るまでマイナス圏に沈むような状況となってしまったため、年金運用などに悪影響を及ぼすとの判断から、長期金利が下がりすぎないようにするために導入されたものである。それがこの2年ほどは、長期金利の上限のごとく存在感を発揮してきた。設計の時点でこうした事態を想定していたかどうか。いずれにせよ、所期の目的は果たしており、現状ではその上限も事実上「撤廃」されている。長期金利の水準がゼロ%台後半にある現状をみるに、少なくとも「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う」との運営方針そのものの存在意義も曖昧になっており、正常化に際しては「削除」されよう。ただ、正常化に際しての懸念事項のひとつは、長期金利の急上昇である。特に年度の国家予算における利払い費との兼ね合いは意識されよう。したがって、何らかの枕詞とともに、「機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する」との文言は残し、長期金利の上昇抑制手段は温存するだろう。一方、正常化の「本丸」は、金融政策運営上の誘導対象を短期金利のみに戻し、現状の「日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する」という、いわゆるマイナス金利政策を終えることになる。もっとも、マイナス金利の解除後は政策金利をゼロにするとの考え方が一般的なようだが、日銀の「ゼロ金利」政策は、実際には幾何かのプラスとなるとみておく必要がある。2013年4月に、現在に至る大規模緩和がスタートする前までの金融政策運用方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」というもので、こ

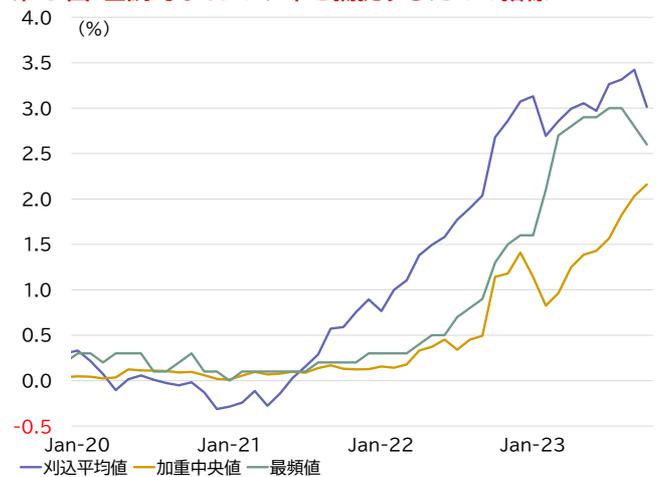
れを「ゼロ金利」政策と呼んでいた。この姿が、本件後の理想形だろう。なお、現状の短期金利は、2016年1月のマイナス金利導入時に、金融機関への影響を抑制する目的から、「日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する」という体系にしている。一足飛びにシンプルな体系には戻せないところもあるだろうが、いずれにせよマイナス金利の撤回により、短期金利は0.1%に近づく仕組みとするだろう。さらに、「ゼロ金利」への移行は正常化の端緒にすぎないということも明確にするだろう。つまり、短期金利は今後も変動し得ると示すところまでが、パッケージとみておきたい。その後の物価動向によっては、実際に、2024年中のさらなる政策金利引き上げもあり得るだろう。その可能性は小さくないと考えている。

第7図:本邦消費者物価指数前年比上昇率



(資料)総務省より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第8図:基調的なインフレ率を捕捉するための指標



(資料)日本銀行より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

1月の金融政策正常化でドル円は水準切り下げへ

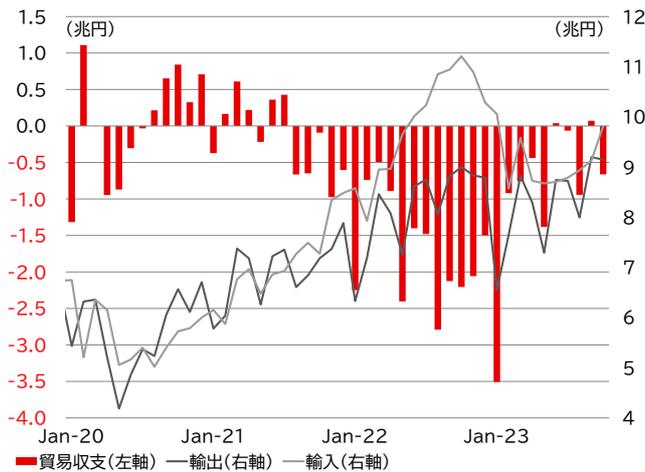
先の日経新聞の報道もあって、俄かに正常化早期化の期待が高まっているが、現時点では、日銀が「春闘、春闘」と繰り返していることもあって、正常化は、あっても4月以降とみる向きが多数派のようだ。また、マイナス金利の解除後の短期金利はゼロ%であり、プラス圏への引き上げはできないとの見方も多いようだ。よって、当方シナリオ通りとなれば、相応の「サプライズ」が起こることになる。日銀は2022年12月の金融政策決定会合で、長期金利の変動許容幅を拡大させるサプライズを起こした。このとき、ドル円は1日で7円程度下落する大相場となっている。日柄的に、クリスマス休暇直前で流動性が低下しつつあったということも割り引いても、今回の変更は10年ぶりの金融政策転換となる。それを多少のサプライズ含みで実施するとなれば、1月23日当日は、相応の幅でドル円が下落する展開となりそうだ。その後も、短期金利が上がり得るといふ意図が確りと伝わることで、キャリー取引などの前提が変わり、ここもとの円売り安心感はそれなりに払拭され、クロス円などでも円安局面は一巡するだろう。

なお、2022年と2023年ともに「円安」だったが、その背景は変化している。2022年は、ウクライナ情勢緊迫化によるエネルギー価格

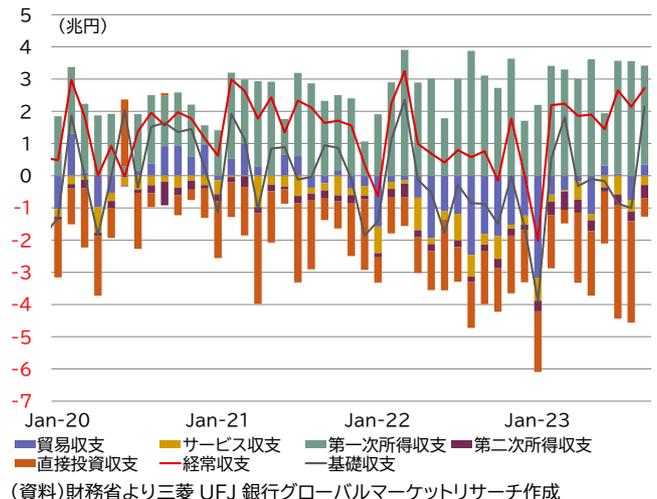
の上昇を通じた本邦貿易収支の赤字拡大が「実需の円売り」となって、円安を進行させていた（第9図）。しかし、その貿易赤字は2023年1月の3.5兆円をピークに縮小方向である。黒字に転換しているわけではなく、「だから円高」とは言えないものの、2022年と足もとを同じ物差しで測るのは適当でない。時折話題となる、クラウドサービス利用などにかかる「デジタル赤字」についても、それ自体は円売り要因であるが、当該項目を含むサービス収支全体で見れば、2022年から2023年にかけて赤字は拡大していない。インバウンドの回帰によって旅行収支の黒字が大幅に拡大したことが貢献している。いずれにせよ、貿易赤字の縮小が主導する格好で、経常収支は黒字が拡大しており、少なくとも実需の円売り圧力は、2022年対比ではそれなりに低減していると考えるのが妥当だ（第10図）。よって、投資、投機の円売りが抑制されれば、ここもとの円安進行は止まるとみている。

もちろん、円安の恩恵が期待されるはずの輸出は伸びておらず、また、エネルギー価格が上昇してしまえば輸入は拡大して、貿易赤字は再び拡大することになる。円の需給は不安定であると言えそうで、ゆえに「リスク回避の円買い」も発生しづらくなっている面もあろう。内外金融政策格差の縮小は予想されるが、金利差が一気に解消するものではない。円金利は名目、実質ともに相対的に低位であることには変わりなく、ドル円が下がったところでは押し目を拾うという動きも出てくるだろう。よって、2022年以降のドル円大相場を完全に巻き戻す（＝115円前後への下落）ことにはならないと考える。ただそれでも、中長期金利の内外差に照らすと、米金利が4%を下回り、本邦の金利が1%を超える環境となれば、その差は3%ポイントとなり、ドル円は130円前後が射程圏内となろう。米国の金融政策如何では、さらに下のレベルも視野に入るとみておきたい。

第9図：本邦貿易収支



第10図：本邦経常収支



トランプ大統領復活のリスクに身構える

予見できる限り、2024年最大のリスクは米大統領選か。共和党への政権交代となると、さまざまな経路で経済に影響が及ぶことになるが、その際の為替相場への影響もさまざまなパターンが想定され

る。振り返ると、2016年の大統領選でトランプ氏が勝利した際のドル円は、瞬間的にドル安となったものの、その後、2ヵ月ほどはドル高が進行した。ただ、2017年1月にトランプ氏が正式に就任すると、ドル円は水準を断続的に切り下げている。現行の金融政策に批判的であることを踏まえると、FRBは金融緩和を強いられる可能性がある一方、減税などを通じて財政悪化が進み、米国債の需給はますます悪化して、長期金利は上昇しやすくなるだろう。それでドルが買われるかどうか。いずれにせよ、トランプ大統領復活の蓋然性が高まれば、ドル円のみならず金融市場のボラティリティは拡大しよう。2024年も値幅の大きい一年となりそうだ。

第1表: 2024年の予想レンジおよび期末予想値

	24年1月~3月	4月~6月	7月~9月	10月~12月
予想レンジ	134.0~150.0	132.0~148.0	130.0~146.0	128.0~144.0
期末予想値	138.0	136.0	134.0	132.0

(予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想。期末予想値は各四半期末のニューヨーク17時時点の予想)

チーフアナリスト 井野 鉄兵
2023年11月30日脱稿

(2)ユーロ 下振れリスク要因多く、持ち直しは緩やか

2023年のレビュー

ユーロドルは、年を通じておおむね米欧の金融政策に左右される展開となり、1.08を挟んだレンジを中心として推移した。1月には米国の利上げ期待が後退し、ドル売りが強まるなかで上昇すると、2月上旬には1.10台前半まで続伸した。ただ、米国の金融政策の先行きに対する期待の修正が進み、米金利が上昇に転じると、年初からの上昇幅をほぼ打ち消す水準まで下落した。3月には、米国の地銀が相次いで破綻したことをきっかけに高まった金融システム不安が欧州にも飛び火したことで、1.05台前半まで下げ幅を拡大。その後は渦中のスイスの金融機関の経営統合がスイス政府主導で合意されたことや、主要6中銀がドルの流動性供給拡充における協調行動を表明したこともあり、懸念が和らいだことで持ち直した。5月にかけて1.10台後半まで上伸したが、その後は米国の利上げ期待の高まりを手掛かりに米欧金利差が縮小。米政府の債務上限の引き上げを巡る不透明感の高まりもあってドル買いが強まると、ユーロは反落し、1.06台後半まで沈んだ。6月中旬以降はドル安が進行するなかでじり高に推移したが、ECBのタカ派姿勢が加わったことで、一段と上伸。さらに、パウエルFRB議長が議会証言で、利上げが目的地に近づいているとの認識を示したことで米金利が低下し、ドル売りが強まると、ユーロは上げ幅を拡大した。6月のECB理事会の議事要旨で50bpの利上げも提案されていたことも好感され、ユーロは2022年3月以来の高値水準となる1.1276まで上昇した。もともと、7月理事会後には、ラガルドECB総裁が9月の利上げを予告しなかったことが欧州金利の低下につながると、ユーロは下落。10月には米国で政府機関の閉鎖が回避されたことに、良好な米経済指標なども加わって米金利が上昇すると、安値1.0448まで下げ幅を拡大した。ECBが政策金利の現状維持を決めたことや、一部で報じられていた、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の満期償還分の再投資方針に関して、早期終了に向けた議論を実施しなかったこともハト派的と受け止められた。ただ、米国の利上げが終了したとの見方が強まるなか、ドル安の進行につれてユーロは持ち直しており、本稿執筆時点では1.10台前半で推移している。

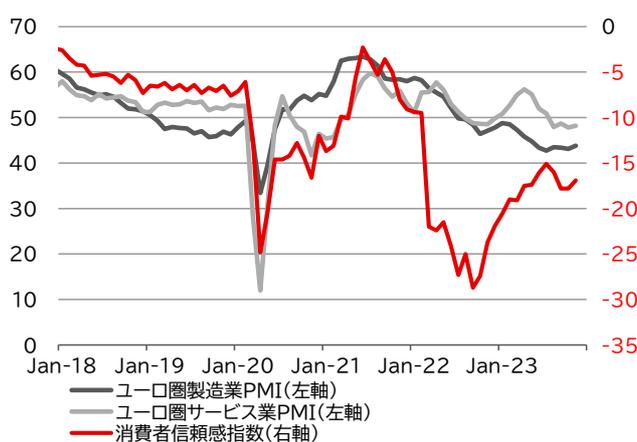
対円相場は139円台後半で寄り付くと、3日に安値137.45まで下落した。だが、同水準で下値の固さが確認されると、その後はおおむね140円台を中心とする推移が続いた。3月にかけて、断続的に下げに転じる場面がみられたが、年初につけた安値の更新には至らず、反発。4月には植田総裁が日銀新総裁に就任。以降も円売りが強まるなかでユーロは次第に水準を切り上げた。6月に入り、150円台に定着すると、内外金融政策格差が意識されるなか、幾度か160円台乗せを試す展開となった。7月には日銀が長短金利操作(イールド・カーブ・コントロール:YCC)の運用柔軟化を決定したが、内外金融政策格差という市場のテーマは変わらず、円売りが続いた。10月には良好な米労働関連指標を受けて米金利が一段と上昇するなか、急落したドル円につれて、ユーロ円も155円を割り込む場面がみら

れた。だが、すぐに切り返すと、11月にかけて明確に160円台に乗せると、高値164.31まで続伸し、161円台前半で推移している。

2024年の見通し

ユーロ圏では、物価の上昇による実質所得の減少や、企業の生産、調達コストの増加によって、消費者や企業のマインドが悪化している。第3四半期の実質GDP成長率は前年比+0.1%と、第2四半期から減速した。足もとでは、消費者信頼感指数やPMIにみる企業の景況感には下げ止まりの兆しがあるものの、PMIは好不況の分岐とされる50を下回っており、依然として低水準で推移している(第1図)。今後は、これまでのECBによる利上げの累積的な効果が一段と強まることや、世界的な景気減速への懸念が高まっていることなどから、当面はユーロ圏経済の停滞が続きそうだ。ECBも10月の理事会において、景気の下振れリスクへの懸念を示しているほか、ユーロ圏経済がテクニカル・リセッションに陥る可能性も指摘されており、当面、厳しい状況が続きそうだ。特に、経済のけん引役であるドイツ経済が低調である。景況感に持ち直しの兆しはみられるが、ビジネス・サイクル・クロック分析では、不況領域での推移が続いている(第2図)。

第1図: ユーロ圏のPMIと消費者信頼感指数



(資料)欧州委員会、S&P Globalより
三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図: ビジネス・サイクル・クロック分析



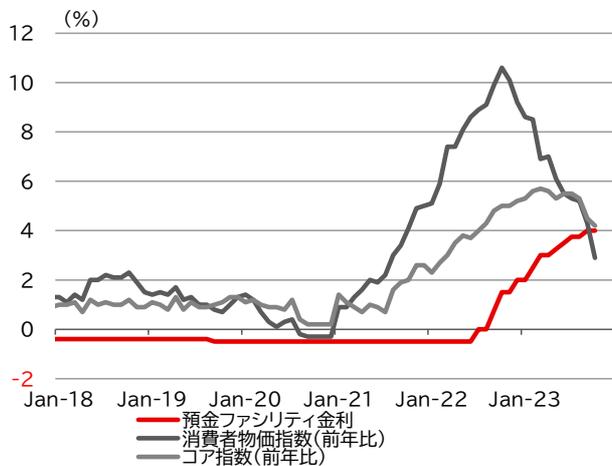
(資料)ifo 経済研究所より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

ECBは当面はインフレ抑制を見極め、2024年第2四半期からは利下げを開始か

物価をみると、ヘッドラインのインフレ率は2022年10月にピークをつけて以降、鈍化傾向が続いている。ECBが重視するコア指数も、2023年3月にピークをつけてから低下傾向にある(第3図)。もっとも、コア指数は10月時点でも前年比+4.2%と、2%近くとするECBの物価目標を大きく上回っている。ECBは2023年に入り、合計200bpの利上げを実施しており、預金ファシリティ金利は4%まで引き上げられた。ECBは10月、2022年に利上げを開始して以来、初めて金融政策の現状維持を決定した。政策金利がピークに達したとの判断は下さず、追加利上げ実施の選択肢も残したが、これまでの利上げの実体経済への影響を見極めるべく、当面は政策金利を現状水準に据え置く構えだ。デギンドス副総裁をはじめ、ECBの中心적인見方を反映するとされる高官からは、現状の金利水準を十分長く維

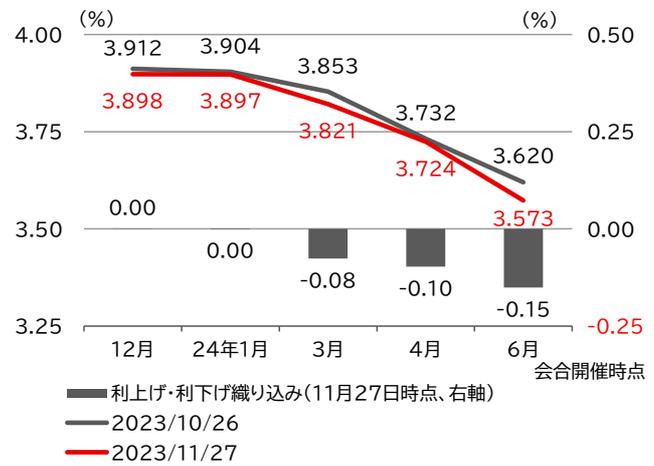
持すれば、インフレは抑制可能であるとのとの発言も聞かれる。当方は、ECBの利上げは9月で終了しており、当面は、利下げ開始時期を見極める時間帯が続くとみている。なお、ECBが利下げの検討を開始する時期は、10月理事会後にラガルド総裁が「一例」として触れたように、必要なデータが揃うと考えられる、2024年の賃金交渉が終わった2024年初以降となりそうだ。現状、市場参加者はさらなる利上げは見込んでいないものの、利下げ開始時期についての見方は3月から6月まで分かれている（第4図）。当方はECBが第2四半期に利下げを開始すると予想している。市場参加者は6月までの利下げ開始を完全に織り込んでいる格好だが、景気の減速が鮮明になれば、4月にも開始する可能性があると考えている。その場合、市場での織り込み不足の修正とともに、ユーロには売り圧力がかかることになるだろう。

第3図:ユーロ圏の消費者物価指数とECBの利上げ



(資料)ECB, Eurostat より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第4図:市場参加者の利上げ・利下げ織り込み

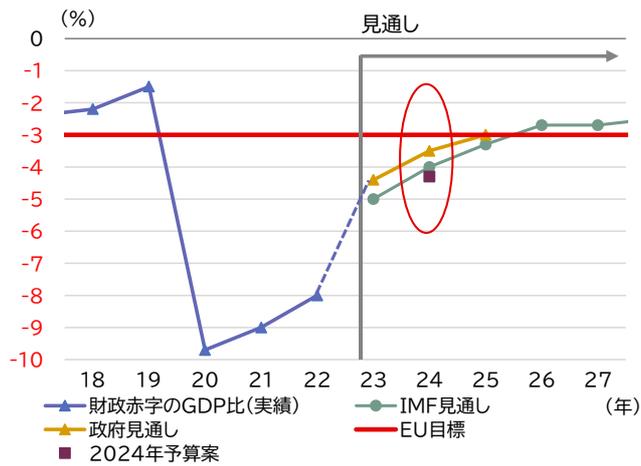


(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

南欧諸国の財政問題も懸念材料

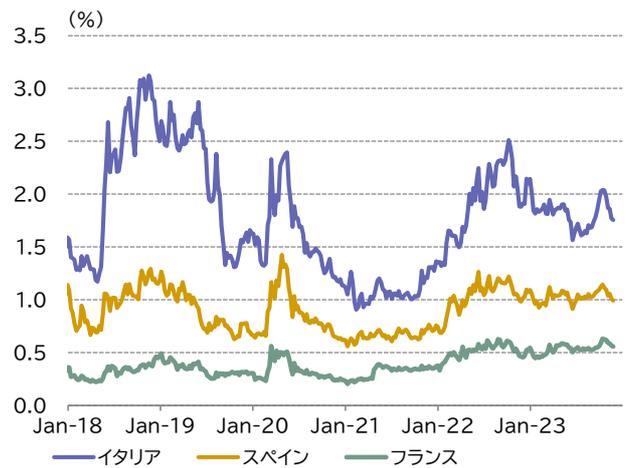
このほか、2024年には財政リスクが高まることも想定される。欧州委員会は、コロナ禍で一旦停止していた各国に対する財政規律の適用を、2024年に再開する。ECBの利上げによる金利上昇は、利払い負担の増加につながることから、域内各国の財政悪化への懸念が高まる要因となりえる。すでに、フランスが監視リスト入りする可能性が報じられているが、イタリアの財政問題が市場の関心を集める可能性には注意しておきたい。イタリア政府は、2024年の財政赤字見通しをGDP比4.3%とする予算案を、欧州委員会に提出している（第5図）。足もとでは、イタリア国債の対独スプレッドの拡大は一服しているが、今後、EUとの協議が進むなかで財政リスクが意識され、周縁国の金利上昇にも波及することとなれば、ユーロ安要因となりえる（第6図）。

第5図:イタリアの財政赤字のGDP比と今後の見通し



(資料)Eurostat、IMF、イタリア経済財政省より
三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第6図:周縁国国債の対独スプレッド(10年債)



(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

欧州議会選挙では右傾化の進展を警戒

来年6月には、欧州議会選挙が行われる。生活コストの上昇が続く、景気が力強さを欠くなか、欧州諸国で一層の右傾化が進むようなことがあれば、EUとの対立が強まるなど、先行きの不透明感が強まりかねない。すでに11月に実施された総選挙において、オランダでは極右政党の自由党が第1党となった。連立交渉など、先行きに向けての課題は多く、政権樹立を優先させるなかで、その主張は幾分トーンダウンする可能性があるものの、仮にウィルダース党首が首相となるようであれば、政治リスクの高まりがユーロ安材料となりえる。

ユーロの持ち直しを想定するも、特に前半は緩やかな持ち直しにとどまりそう

物価の高止まりが続き、景況感にも改善がみられないなか、2024年もユーロ圏経済は弱い成長が続くとみており、景気の下支えを強めるべく、ECBは第2四半期から利下げに転じると予想している。一方、米国においても、これまでの引き締めの影響がみえ始めており、FRBは利下げに転じよう。米国の利下げ開始が意識されるなか、特に前半はドル安が進みやすく、ユーロの対ドル相場を幾分支えるものと見込んでいる。ただし、ECBの利下げも意識されるなかで、米欧の金融政策格差が欧州有利に拡大するとは見込みづらい。景気という点でも、積極的なユーロ買い要因とはなりづらく、ユーロはドル安を支えに緩やかに持ち直していく展開を予想する。

対円相場に関しては、当方は日銀が1月に金融政策の正常化に踏み出すのに伴い、これまでの大幅な円安の巻き戻しが進むと予想している。ECBの利下げ開始も加わり、欧日金融政策格差も縮小することから、予測期間を通じてユーロ円は下落基調を辿ると予想する。

第1表: 2024年の予想レンジ

	24年1月~3月	4月~6月	7月~9月	10月~12月
対ドル	1.06~1.14	1.07~1.16	1.08~1.17	1.09~1.19
対円	148.0~163.0	146.0~161.0	144.0~159.0	142.0~157.0

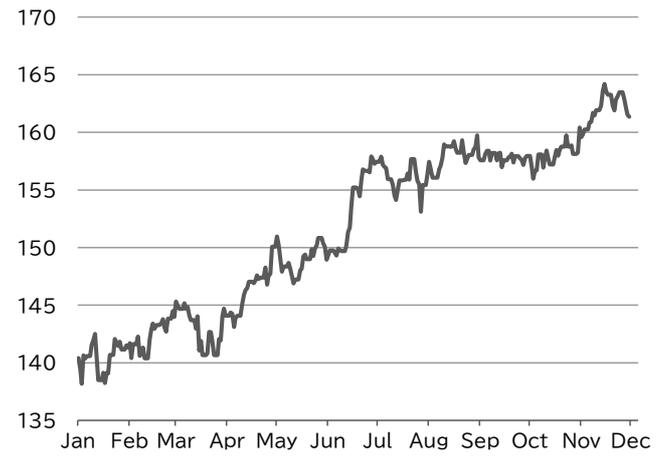
予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想

第7図: 2023年の推移(対ドル)



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第8図: 2023年の推移(対円)



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

シニアアナリスト 亀井 純野
2023年11月29日脱稿

(3)英ポンド 総選挙で政権は交代する見込み

2023年のレビュー

ポンドの対ドル相場は1.20台後半で寄り付くと、ドル売りが強まるなかで上昇した。だが、2月に入ると、良好な米経済指標を手掛かりに米国の利上げ期待が高まり、FRBによる金融引き締めが「より高く、長く」なることが意識されるなかでドル買いが優勢となり、反落した。2月下旬には、懸案となっていた北アイルランド議定書問題に関して、EUとの合意が成立したことが好感され、1.20台を回復した。もっとも3月には、パウエルFRB議長の議会証言がタカ派姿勢を強めたと受け止められたことでドル買いが強まると、ポンドは安値1.1805まで反落した。だが、その後は米国の金融システム不安の高まりをきっかけに反発すると、年央に向かって断続的に水準を切り上げた。7月には高値1.3144まで上昇したが、その後は反落すると、10月にかけてそれまでの上昇幅をほぼ打ち消す水準まで軟化し、3月以来の1.21台に沈んだ。さらなる利上げ実施の可能性に含みを残す米国に対して、イングランド銀行(BOE)は、インフレの鈍化を背景に利上げ停止の可能性を示唆するなど、両国の金融政策格差がその背景となった。もっとも、11月に発表された経済指標を踏まえて、米国におけるインフレ再加速への懸念が後退すると、米金利の低下につれてドル安が進行。ポンドはドル売りの受け皿の一つとして意識されたこともあり、1.26台前半まで持ち直している。

ポンドの対円相場は158円台前半で寄り付くと、3日に安値155円台前半まで下落した。だが、その後は内外金融政策格差を手掛かりに断続的に水準を切り上げ、6月には180円台に到達。7月には一時、180円台を割り込む場面もみられたが、円売り圧力に支えられて持ち直した。本邦通貨当局による為替介入が意識されて上値は重いながらも、11月には一段と水準を切り上げ、2015年9月以来の高値となる188円台後半まで上伸した。本稿執筆時点では187円台で推移している。

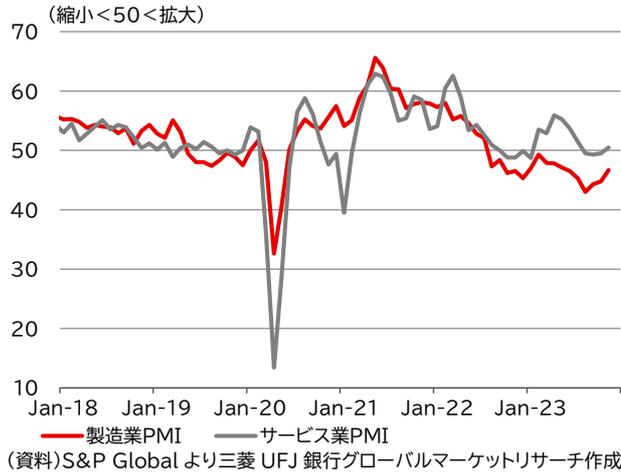
2024年の見通し

2023年のポンド相場は、米国の金融政策の見通しに左右される展開が続いたが、3年ぶりに対ドルで上昇して引けそうだ。当方は、2024年に米国は利下げに転じるとみており、ドル売り圧力の高まりがポンドの支援材料になると予想している。ただ、英国経済も弱いと見込まれるため、ポンドの上昇は緩やかなものにとどまりそうだ。

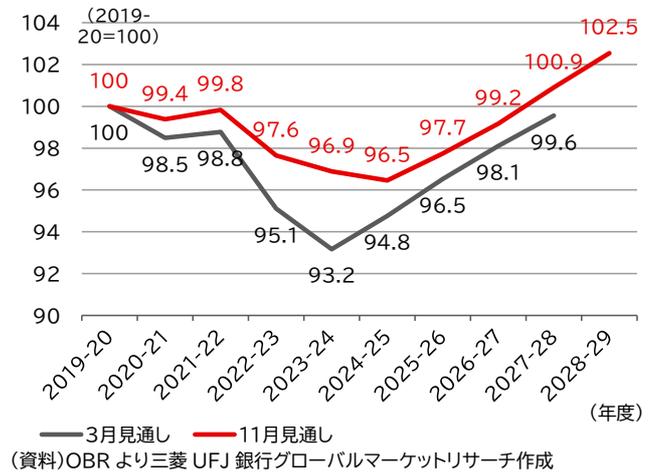
足もとの英国経済をみると、企業のマインドは持ち直しに転じたが、依然として弱い(第1図)。消費者のマインドも、再び悪化に転じている。英国予算責任局(OBR)が11月に公表した最新の経済見通しでは、2023年の英国経済は、3月の春季見通しで想定されていたマイナス成長は回避できる見込みながら、前年比+0.6%の成長にとどまる。先行きもプラス成長が続くとの見立てながら、2024年も同+0.7%と、ほぼ横ばいが見込まれている。BOEが11月に公表した最新の見通しでも、2024年はゼロ成長となり、2026年にかけても1%を下回る弱い成長が続くとされている。その背景として挙げられるのが、家計部門の可処分所得の減少である。EU離脱に伴う供給制

約の影響もあり、英国では、ロシアによるウクライナ侵攻以前から生活費の上昇が深刻となっていた。そこにウクライナ情勢の悪化も加わり、景気の下押し要因となっている。OBRの見通しでは、実質可処分所得は2023-24年度にかけて、2019-20年度から7%近く減少した後、緩やかに持ち直す見込みとなっている（第2図）。ただし、2019-20年度の水準を回復するのは2027-28年度以降とまだ先との予想であり、当面、個人消費は低調にとどまるとみられる。

第1図:PMI



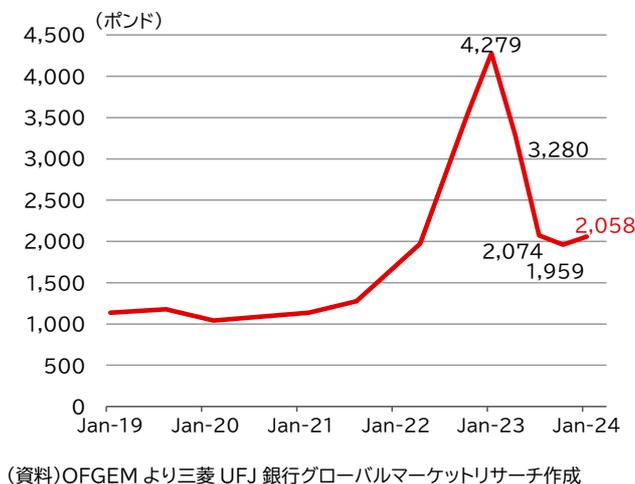
第2図:家計部門の実質可処分所得(11月時点)



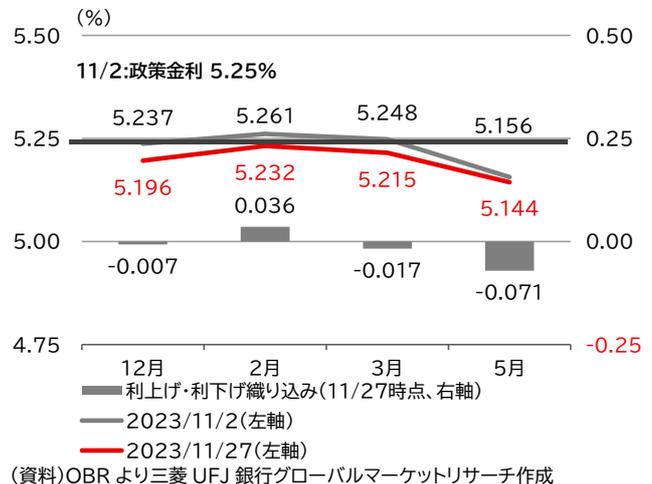
2024年に物価の伸びは鈍化も、目標を上回る推移が続く

一方、物価の伸びは10月時点で前年比+4.6%に鈍化しているが、BOEは2023年第4四半期時点の水準を前年比+4.75%とみており、依然としてインフレ再加速への警戒姿勢を緩めていない。インフレ率が2%の目標水準に回帰する時期について、BOEとOBRは、どちらも2025年と予想している。また、ベイリーBOE総裁は物価目標の達成に向けた戦いには「前半と後半」があり、後半は「大変な仕事」だとしている。2022年以降、インフレ押し上げ要因の一つとなっているエネルギー価格について、英国のガス・電力市場局（OFGEM）の定めるエネルギー価格の上限は、2024年1月以降、現状の1,959ポンドから、2,058ポンドに引き上げられる（第3図）。これを受けて1月以降、標準的な世帯の光熱費支払額が5%程度上昇の見込みであることも、インフレ抑制に向けた「後半戦」の逆風となろう。

第3図:OFGEMの価格上限推移



第4図:市場参加者の利上げ・利下げ織り込み



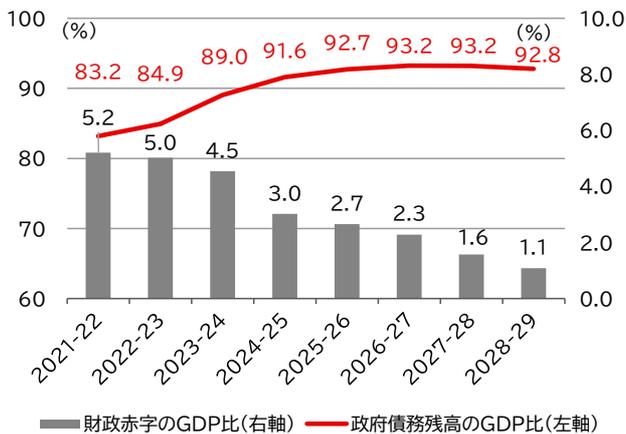
景気減速に物価の伸び鈍化も加わり、第2四半期には利下げを開始か

金融政策をみると、BOEは2023年に、政策金利を合計175bp引き上げており、政策金利は11月時点で5.25%に達している。BOEは最新の見通しに対するリスクとして、景気については下振れ方向とした一方、インフレは上振れ方向との見解だ。そうした点で追加利上げに含みを残してはいるものの、現状の金利水準を「制限的」と評価していることから、インフレの一段の加速がない限り、追加利上げを決定する可能性は低いだろう。ただし、2024年初には光熱費の上昇が見込まれることもあり、当面はインフレ再加速への警戒姿勢を維持し、政策金利を現状水準に据え置くとみられる。景気下支えのために利下げを開始するのは、2024年第2四半期以降と予想している。現時点では、市場参加者は6月の利下げを5割程度しか織り込んでおらず（第4図）、織り込み不足の解消が進めば、ポンドの下押し材料となろう。

財政懸念は幾分後退

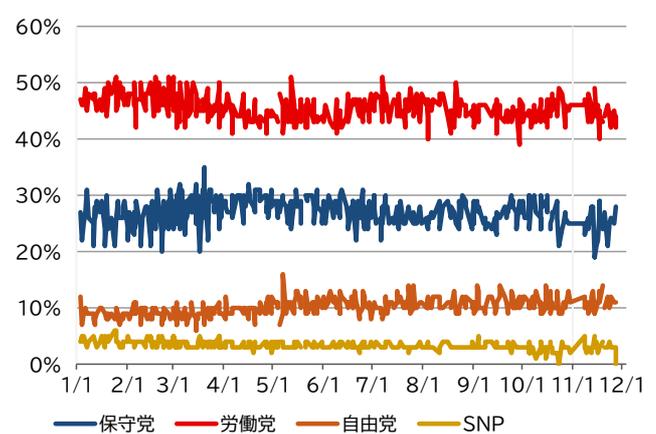
11月に財務相が発表した秋季財政報告では、減税策が盛り込まれた。ただ、財源のない大型減税で市場の混乱を招いたトラス前首相の轍を踏まないよう、政府支出を拡大しない形となっており、個人消費を大きく押し上げるものとは想定していない。当面は政府債務残高の一段の拡大が見込まれるものの、2026-27年度にピークを迎え、2028-29年度以降は縮小に転じる見込みである。また、財政赤字のGDP比も、2022年の想定から1年度前倒して、2024-25年度以降は3%の目標水準に収まる見通しである。こうした政府の方針を市場は好感しており、2024年も財政懸念が市場のテーマとして再び意識される可能性は低そうだ。

第5図：秋季財政報告における政府債務、財政赤字の見通し



(資料)OBR より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第6図：2023年の主要政党の支持率推移



(資料)各種調査より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

総選挙では政権交代が見込まれる

このほかの材料として、総選挙が挙げられる。規定によれば、次回選挙は2025年1月までに実施する必要があるが、クリスマス前後の実施に対しては反対の声も強いことから、10月から11月頃に実施されることとなりそうだ。政党別の支持率をみると、最大野党・労働党が与党・保守党の支持率を上回る状態が続いており、政権交代が起きる可能性が高い（第6図）。その場合、政策が不連続とな

るなど、過渡期に政治的な不透明感が高まるようなことがあれば、ポンド安要因となりえるが、新たに労働党政権が発足した場合でも、新政権は国民の一番の関心事である経済にショックを与えないよう、政策転換を緩やかに進めるとみられる。そのため、総選挙の結果による政治的な不透明感の高まりがポンドの下押し要因として意識される可能性は、あくまでリスクシナリオと考えている。

ポンドは、緩やかな持ち直しを見込む

当方では、物価の高止まりに景気の減速が加わり、2024年の英国経済及びポンドを取り巻く環境は厳しさを増すとみている。米国経済も、これまでの引き締めの影響がみえ始めていることから、FRBは利下げに転じると予想しており、2024年はドル安がテーマになるとみている。米国の利下げ開始が意識されるなか、特に前半はドル安が幾分ポンドの対ドル相場を支えそうだ。ただし、英国経済が減速するなか、BOEも第2四半期には利下げを開始する可能性が高く、米英の金融政策格差が英国有利に拡大するとは見込みづらい。ドル安を支えに、ポンドは緩やかに持ち直していくと予想している。

対円相場に関しては、当方は、日銀が1月に金融政策の正常化に踏み出すと予想しており、円安トレンドが反転すると見込んでいる。そのため、予測期間を通じてポンド円は弱含みでの推移を見込んでいる。

第1表: 2024年の予想レンジ

	24年1月~3月	4月~6月	7月~9月	10月~12月
対ドル	1.235~1.330	1.240~1.340	1.245~1.350	1.250~1.360
対円	172.0~188.0	170.0~186.0	168.0~184.0	166.0~182.0

予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想

第7図: 2023年の推移(対ドル)



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第8図: 2023年の推移(対円)



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

シニアアナリスト 亀井 純野
2023年11月28日脱稿

(4)豪ドル 内外金融政策格差が豪ドルを押し上げる

2023年のレビュー

豪ドルの対ドル相場は0.68近辺で寄り付いた。年初には、中国が豪州産石炭の輸入再開を決定したとの報道が好感され、強含んだ。2月に入ると、FOMC後のドル売りにも後押しされて、年初来高値0.71台後半まで上昇したが、その後はドル高地合いに転じると反落。3月も、リスク回避姿勢が強まるなかで上値を抑えられた。4月も準備銀が利上げ停止に踏み切り、軟調に推移したものの5月には利上げを再開したことで反発した。だが、米国の強い経済指標を受けたドル高によって反落。6月には準備銀が予想外に利上げに踏み切ると再び豪ドル高地合いとなったが、FRBがスタンスをタカ派化すると失速。7月にはドル安によって再び押し上げられたが、準備銀のタカ派スタンスの軟化が鮮明になると反落し、翌8月も弱含んだ。9月はおおむね横ばい圏で推移したものの、10月には、ドル高や原油価格の頭打ちなどを受けて年初来安値0.62台後半まで下落した。もっとも、11月に入るとドル安や準備銀の追加利上げを受けて反発し、本稿執筆時点では0.66台前半で推移する。対円相場は、89円近辺で寄り付くと、年前半は90円を挟んで揉み合った。植田総裁就任後の日銀の金融政策スタンスがハト派的なものとの評価になり、円安地合いとなると、95円絡みまで水準を切り上げ、11月には2014年12月以来の高値となる98円台後半まで上昇した。

2024年の見通し

米国との金融政策格差によって、2024年は緩やかな豪ドル高基調に復していくと予想する。

米国においては、FRBの金融政策が2024年半ばには転換期を迎え、利下げに踏み切ることが予想される一方で、豪州では更なる利上げも見込まれる。準備銀は、2022年5月に開始した利上げサイクルを2023年4月に一旦休止。インフレ率のピークアウトを受け、金融政策判断の軸足は景気の維持にシフトしたとの見方が台頭したものの、翌5月には利上げを再開している。その後、6月、11月も追加利上げを実施しており、ペースは緩やかながらも、利上げ局面はまだ続いていると言えそうだ。ブロック総裁は最近でもタカ派的な発言を繰り返しており、物価の動向によっては、追加利上げがあり得るとみておくべきだろう。その物価だが、第3四半期消費者物価指数(CPI)は前年比+5.4%、10月の月次調査でも同+4.9%と、準備銀がインフレ目標圏とする「+2%~+3%」にはまだ距離がある。また、労働者の待遇改善に積極的な労働党のアルバニー政権のもと、7月には最低賃金が大幅に引き上げられ、第3四半期の賃金上昇率は前年比+4.0%と、2009年以来最大の上昇幅となっている。加えて、政治、社会問題にもなっている労働生産性の低下がみられるなか、インフレ圧力は根強いものとなっていると言えよう。さらに、国境開放以降、移民の流入が過去最高水準に達しているなど、労働需給の緩みを示す兆候は確認できるものの、依然として人手不足の解消には至っていない。賃金インフレへの警戒を緩めるのも早計だろう。こうした環境下、準備銀は当面の間、引き締めの金融政策運営を続けると

考えられる。内外の金融政策格差が意識され、豪ドルはじり高に推移するだろう。

もっとも、長引く利上げを背景に、消費者のマインドが悲観的である点には注意が必要だろう。家計は、賃金上昇によって所得が向上しているにもかかわらず、住宅ローン金利の上昇による返済負担の増加を背景に「生活防衛」を強く意識する。実際、2023年に入り、名目ベースの小売売上高が伸び悩んでいる（実質ベースではマイナス）。準備銀が追加利上げを示唆するなかで、消費は今後、さらに減速していく可能性があるということだ。準備銀はインフレと景気の狭間で難しいかじ取りを迫られよう。一方通行の豪ドル高を阻む要因となってきた。

なお、準備銀は、政府主導で制度改革が進められている。9月のブロック総裁就任がその走りだが、11月には空席だった副総裁に英中銀幹部を招聘することが決まった。またその一環で、総裁以外の幹部が金融政策について発言する機会を持つなど、市場とのコミュニケーションの積極化を図っている。政策決定の過程における透明性の向上を目指すものだが、幹部が私見を披露することでかえってノイズを強めるリスクもあり、必ずしも豪ドルを支援する材料とはならないか。

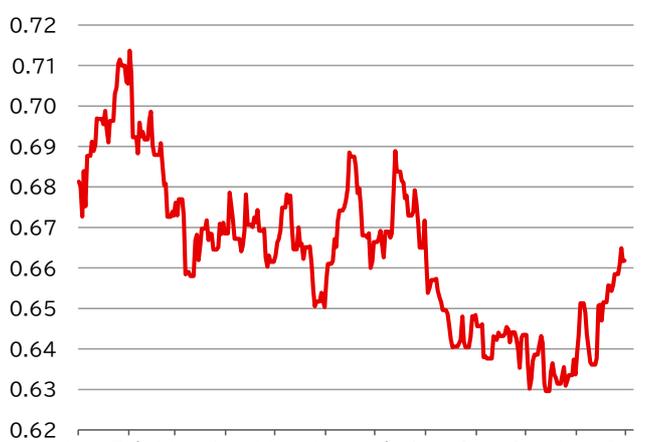
翻って、主な外貨獲得手段である資源輸出に関しては、中国の不動産セクターの持ち直しを待つ時間帯が続く。実需の豪ドル買いフローは相応に支援材料になるものの、主要輸出相手国である中国の景気回復が緩やかなペースにとどまると想定されるため、一段の押し上げ圧力とまではなりにくいだろう。

第1表: 2024年の予想レンジ

	24年1月~3月	4月~6月	7月~9月	10月~12月
対ドル	0.64~0.74	0.65~0.75	0.66~0.76	0.67~0.77
対円	90.0~101.0	89.0~100.0	88.5~99.5	88.0~99.0

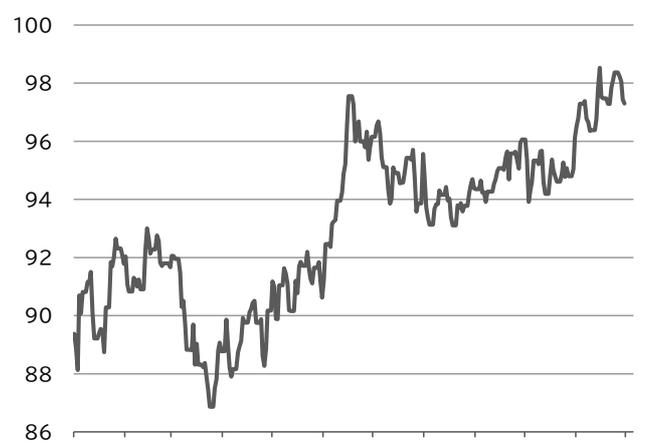
予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想

第1図: 2023年の推移(対ドル)



(資料)Bloomberg より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図: 2023年の推移(対円)



(資料)Bloomberg より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

アナリスト 小池 さくら
2023年11月29日脱稿

(5)カナダドル 米加金利差と原油価格が下支え

2023年のレビュー

カナダドルの対ドル相場は 1.35 台後半で寄り付いた。年初には、FRBの利上げ幅縮小が織り込まれる格好でドル安が進み、強含んだ。だが、2月に入り、米金利の先高観からドルが全面高となると反落し、年初からの上昇を打ち消した。ドル買い優勢となるなか、3月にはカナダ中銀が他の主要国中銀に先んじて利上げ停止を決定。カナダドルは一段安となったが、米地銀の破綻を受けてドルが急落すると、反発した。もっとも、リスク回避姿勢の高まりから原油価格が下落し、カナダドルの上値は重かった。4月、原油価格が反発する局面ではつれ高となったが、再び金融システム不安が高まると下落に転じた。5月には、ドル高のなかでカナダドルは相対的に底堅さを維持。6月、中銀が市場の据え置き予想に反して利上げを再開すると、米国との債券利回り差がカナダ有利の方向に逆転する場面がみられるなど、米加金利差がカナダドルを押し上げた。7月には米国の「逆CPIショック」を受けたドル安地合いから、年初来高値 1.30 台後半まで上伸。だが、カナダ中銀のタカ派スタンスもトーンダウンすると、失速した。8月には、ドル高に加えて、中銀の金利据え置き観測が高まったことで、カナダドルは続落。9月も、FOMCのタカ派サブライズを受けてドル高地合いとなったほか、翌10月も原油価格の頭打ちが重石となって上値は重かった。11月には年初来安値 1.38 台後半まで下落したものの、ドル安を受けて反発し、本稿執筆時点では 1.36 台前半で推移する。

2024年の見通し

カナダドルは年初来、対ドルで若干弱含んだものの、おおむね横ばい圏での値動きとなった。年間を通じて、米加の金融政策格差ないし原油価格の動向によって変動したと言えそうだ。

カナダの金融政策は、隣国かつ経済的なつながりも深い米国を強く意識して運営される模様だ。その点、3月にカナダ中銀が、米国をなど主要国中銀に先んじて「タカ派的停止」に踏み切ったことは注目に値する。ただ、その後、米国も7月以降は利上げを停止しており、この先も米加の金融政策は、ある程度足並みが揃うものと見込まれる。足もと、米国では利上げ打ち止め感が漂うなか、マックレム中銀総裁は、「景気はもはや過熱していない」との見方を示したほか、「政策金利は十分に引締めめである」と述べた。10月の消費者物価指数（CPI）は前年比+3.1%と再び伸びが鈍化し、中銀のインフレ目標圏とする同+1%~+3%の水準に迫る。また、10月の失業率は5.7%と、2022年1月以来の水準まで上昇しており、労働市場における逼迫感は解消しつつある。

一方、小売売上高は堅調に推移するなど、内需が冷え込んでいるとまでは言いづらい。また、利上げに敏感に反応するはずの住宅セクターは、政府による債務者支援策もあって、依然として底堅く、主要都市の住宅価格は高止まりが続いている。ただ、家計債務は2022年末時点ですでにGDP比100%を超える水準まで膨らんでおり、金利の上昇が家計を圧迫しやすい構造となっている。コロナ禍中に

取得が進んだ住宅の多くで採用された変動金利型住宅ローンや、もとより同国で主流の期間5年の固定金利型住宅ローンの適用金利見直し時期が到来するに従って、内需は一段と抑制され、景気の減速感が強まる可能性が高い。これらを踏まえると、総裁の発言は事実上の利上げ打ち止め宣言とみていいだろう。カナダの政策金利は、現行の5.00%がターミナルレートとなりそうだ。

なお、直近の金融政策決定会合では、一部のメンバーが追加利上げの必要性を指摘している。現時点では、利上げ終了で一枚岩になっているわけではないということだ。一方、米国では、最高幹部の一角であるウォラー理事が利下げに言及した。両国金融政策の中期的な方向性は同じだろうが、米国がカナダに先んじて利下げに踏み切る可能性もありそうだ。仮にそうなれば、カナダドルが対ドルで強含む場面があると考えられる。

翻って、原油価格の動向は、産油国通貨カナダドルを下支えする材料となろう。WTI先物価格は、需給の逼迫感から9月末に一時13ヵ月ぶり高値となる、1バレル95ドル台前半まで上昇したあと、足もとで75ドルちょうど近辺まで下落基調にある。ただ、OPECプラスは、2024年も減産を継続する構えだ。こうした産油国による需給のコントロールによって、原油価格の下値余地は限定されるだろう。加えて、原油の一大消費国である中国の景況感が、先行き緩やかながら回復すると見込まれる点も、原油価格を押し上げる要因と言えよう。「高水準」で推移する原油価格によって、カナダドルは底堅く推移するとみておきたい。

第1表: 2024年の予想レンジ

	24年1月~3月	4月~6月	7月~9月	10月~12月
対ドル	1.31~1.41	1.30~1.40	1.29~1.39	1.28~1.38
対円	101.0~111.0	100.5~110.5	100.0~110.0	99.5~109.5

予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想

第1図: 2023年の推移(対ドル)



(資料) Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図: 2023年の推移(対円)



(資料) Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

アナリスト 小池 さくら
2023年11月29日脱稿

(6)人民元 「期待外れ」だった相場は、緩やかな上昇へ

2023年のレビュー

中国人民元の対ドル相場は6.92台で取引開始。ゼロコロナ政策の撤廃によって景気回復への期待が高まったことで、1月16日にはここまでの年間高値6.68台に上昇した。翌17日発表の主要経済指標が弱く、下落に転じると、2月には、米利上げ見通しが台頭したことも相まって中米金利差が拡大し、人民元は6.97台まで続落した。3月初の全国人民代表大会（全人代）では、2023年のGDP成長率目標が「5.0%前後」と控えめな設定となったことで、景気回復期待が後退。4月にかけて6.90台を挟んで上値の重い展開が続いた。5月には、米国発の金融不安などを背景に、金融市場でのリスク回避姿勢が強まったことでドル高が進行し、人民元は7.00大台まで下落。6月には若年層の失業率が20%超となるなど景気悪化が意識されたこと、人民銀が中期貸出ファシリティ（MLF）金利などの諸政策金利の引き下げを決定したこと、FRBが追加利上げを示唆したことなどが重なり、7.27台まで人民元安が加速した。さらに、7月末には、共産党が不動産バブルの再燃や地方政府債務の膨張など「重大リスク」の抑制を重視する方針を固めたと報じられ、下半期の景気対策が「期待外れ」なものになるとの見方が台頭したことや、8月15日に再びMLF金利が引き下げられたこともあって、翌16日には7.3大台を突破。9月8日には、16年ぶりの安値圏となる7.34台まで下げ幅を拡大した。だが、11日に人民銀が「全国外国為替市場自主機構」の会議において、人民元安を牽制する声明を発表すると、直後に7.26台まで急騰。その後、FRBがタカ派姿勢を強めたことで、再び7.3大台を超えて下落したが、人民銀が連日、対ドル基準値を前日終値比で2%近く人民元高方向に設定したほか、各種規制強化を通じて人民元安抑制に努めたこともあり、人民元は10月末にかけて7.32台を挟んで推移した。11月には、10月の米消費者物価指数（CPI）など市場予想比で弱い指標が続いたことでドル高圧力が和らぎ、人民元は上昇に転じた。20日、人民銀が最優遇貸出金利（LPR）の据え置きを決定したことで人民元高が加速し、本稿執筆時点では、7.14台まで上伸して推移する。

対円相場は18.9台で取引開始後、年間を通じて人民元高が進行した。1月には18.8台まで下落したが、日銀が金融緩和を継続すると決定したことで円安が進行。人民元は2月末に19.6台まで上昇した。3月には米銀の破綻、7月には日銀の金融政策修正が要因となって、円高が進む場面があったものの、8月以降、人民元は対円で再び上昇。10月末の日銀会合で金融緩和方針の維持が決定されると、20.5台まで急上昇した。11月には、円安地合いが継続するなか、20日に人民銀がLPRの据え置きを決定したことを受けて人民元高が進行。23日には年初来高値20.9台まで上値を伸ばした。本稿執筆時点では同水準で推移する。

2024年の見通し： 中米金利差の縮小で、ドル 安人民元高に転じる

ただし、人民元の上昇は、
緩やかなペースで進むだ
ろう

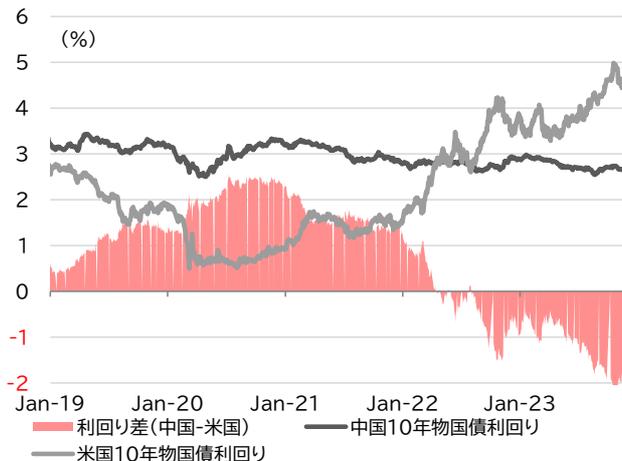
2023年の人民元の対ドル相場は、米金利の上昇を背景とした「ドル高」と、人民銀の利下げに伴う「人民元安」が同時に進んだ。9月には2007年以来、約16年ぶりの安値まで下落しているが、9月以降は人民銀が人民元安抑制の姿勢を強化したことにより、対ドル以外での「人民元安」は抑制されている。

2024年は、米国が利上げ停止から利下げに転じると予想される一方、中国も利下げは打ち止めるものとみられ、中米金利差が縮小することで、ドル安人民元高が進むと予想する（第1図）。

共産党や政府は足もと、景気刺激よりも不動産バブルや地方政府債務の膨張、金融機関の破綻といった「重大リスク」の抑制を重視する。そのなかで人民銀は、金融緩和の強化には慎重な姿勢を維持している。この先、2024年2月の春節休暇（10~17日）が明けたあと、1~2月の主要経済指標がまとめて発表され、例年、全人代が開催される3月までは、諸政策金利の引き下げには踏み切らず、中米金融政策格差の拡大は生じにくいと予想する。もっとも、当面の間、米金利は高止まりが見込まれることから、中米金利差（中国-米国）そのものは、米国有利の形が続くとみられ、対ドルでの急上昇も考えにくい。

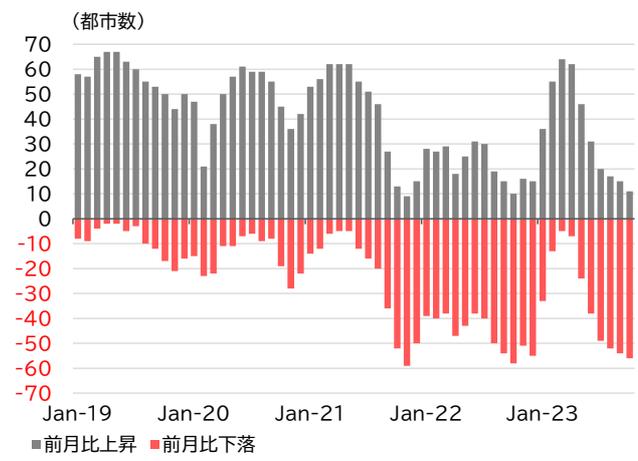
また、当局が金融リスクへの警戒姿勢を続けるなかには、GDPの約3割を占めるとされる不動産市場の低迷が長引きそう（第2図）。景気回復の加速は見込めず、対内証券投資の流入が活発化することは期待しづらい。なお、3月に開催が見込まれる全人代では、GDP成長率の目標などが設定され、それを受けて政府は経済政策を本格化させる。人民銀も、その頃には春節休暇を挟んだ時期の経済データを入手していると考えられる。不動産市場の回復遅延が確認されれば、4月以降に追加利下げに踏み切る可能性がありそう。中米金利差は、中国主導では縮小しづらいとみておくべきだろう。

第1図：中米10年物国債利回り格差(=中国-米国)



(資料)Refinitiv より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図：70都市の不動産販売価格の騰落(10月まで)

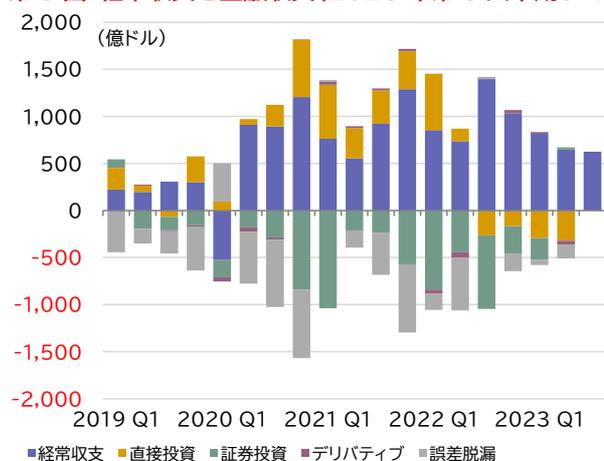


(資料)中国国家統計局より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

経常収支の黒字は縮小に向かうだろう

翻って、国際収支に目を向けると、総じて中国への資金流入の規模は縮小しそうだ（第3図）。まず、経常収支は黒字が縮小しよう。米国、欧州の景気は累積的な利上げの結果、減速する見通しだ。アジアの周辺国も自国の利上げの影響に加えて、輸出製品の最終需要地である欧米の景気減速により、景気には下押し圧力がかかりそうだ。こうした、主要貿易相手国の需要減を受け、中国の輸出はさらに減少する可能性がある。一方、内需の回復を受けて輸入は増加し、貿易黒字は縮小するとみられる。さらに、サービス収支は、受け入れ国側の入国規制緩和により、中国人の海外旅行客が増加し続けるものと予想され、旅行サービスの輸入拡大が続く。また、輸入増加に伴う輸送費用の高止まりも、サービス収支の悪化を促すだろう（第4図）。

第3図：経常収支と金融収支(2023年第3四半期まで)

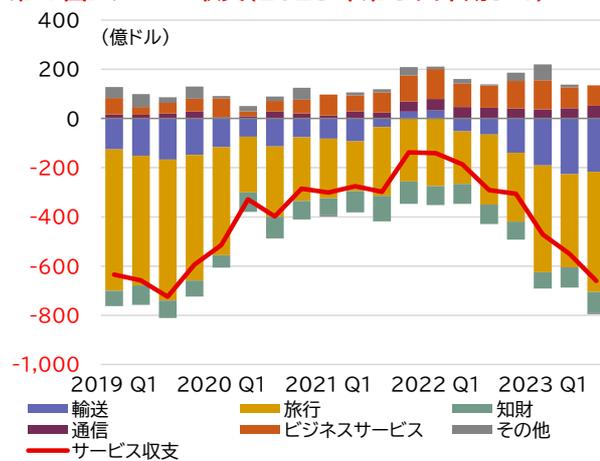


(注)経常収支以外のデータは、2023年第2四半期まで

(資料)中国国家外貨管理局より

三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第4図：サービス収支(2023年第3四半期まで)



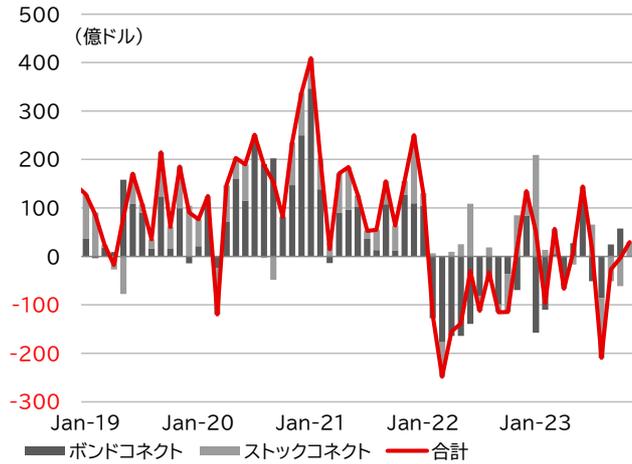
(資料)中国国家外貨管理局より

三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

金融収支の改善は、まちなものになりそうだ

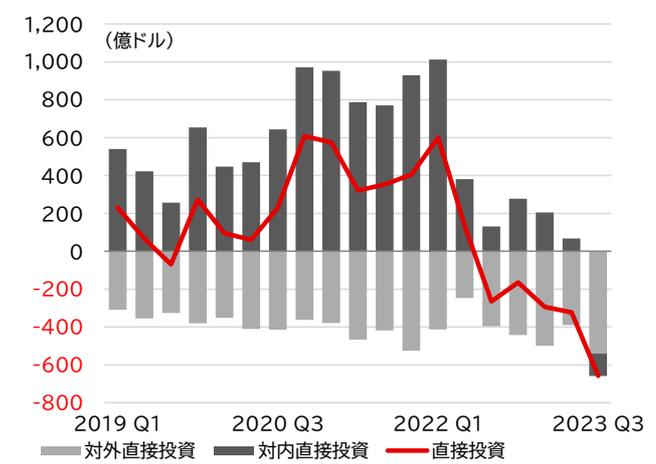
一方で、金融収支に目を転じると、すでに、足もとでは香港を経由した対内証券投資の流出は一巡したと言えそうだ（第5図）。中国の景気回復がはっきりすれば、株式や債券など、対内証券投資は流入超に転じると予想する。ただし、第3四半期に対内直接投資が流出超に転じたことは、あらたな懸念材料と言える（第6図）。米中関係の悪化や、安全保障を理由とした当局による外資企業への規制強化を受け、外資企業がサプライチェーン再編を加速させている可能性もある。この点、中国政府は、米中首脳会談の実施などを通じて投資環境の改善を図る動きをみせ始めている。資本流出が止まるか、再び流入に転じるか、注視したいところだ。

第5図: 香港経由の資金流入(債券/ストックコネクト)



(注)債券コネクトは、香港経由で中国本土の債券/株式を購入できる取引形態。
 債券コネクトのデータは10月末まで、ストックコネクトのデータは11月20日まで
 (資料)債券通、滬港通、深港通より
 三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第6図: 対外/対内直接投資(2023年第3四半期末まで)



(資料)中国国家外貨管理局より
 三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

アップサイドのリスクシナリオにも目を配っておきたい

目先は、例年12月半ばに開催される中央経済工作会議に注目したい。同会議では翌年1年間の経済政策の基本方針が決定されるが、10月の「1兆元の国債」増発にみられるように、政府は景気刺激にも配慮する姿勢もみせ始めていることを踏まえると、「重大リスク」の抑制よりも景気回復を重視するという方針を固める可能性があるためだ。景気刺激の手段は、投機的な不動産取引など、当局が注視している金融リスクを高めることがないように、金融緩和の加速ではなく、地方政府のインフラ投資拡充などの財政出動が中心になると考えられる。その場合、3月全人代で審議される2024年度予算では、地方政府向けの景気対策費が積み増されることになるだろう。そうなれば、景気回復が加速するとの期待が高まることで、対内証券投資の流入が加速し、人民元が対ドルで一段と上昇する、というシナリオが有力になるだろう。

第1表: 2024年の予想レンジ

	24年1月~3月	4月~6月	7月~9月	10月~12月
対ドル	6.850~7.250	6.750~7.150	6.650~7.050	6.600~7.000
対円	19.1~20.5	19.0~20.4	18.9~20.3	18.8~20.2

予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想

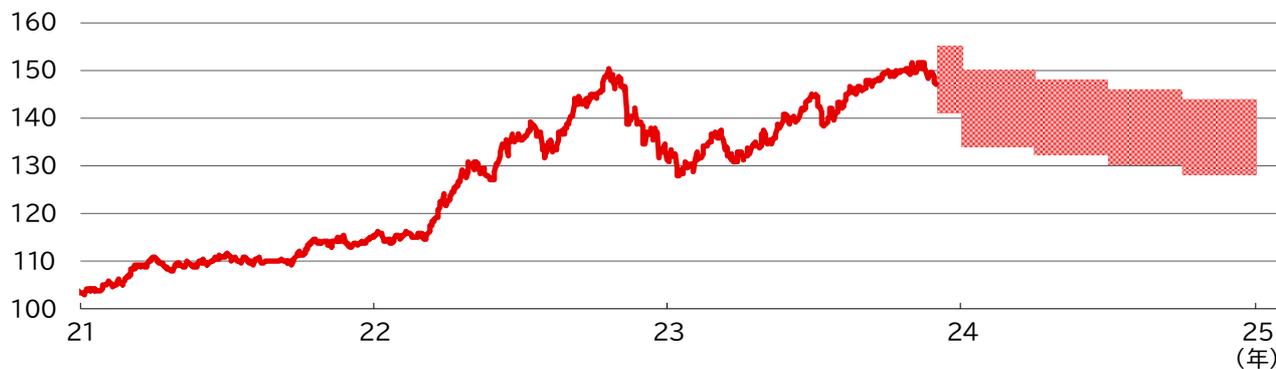
アナリスト 横尾 明彦
 2023年11月24日脱稿

2. 予想レンジ

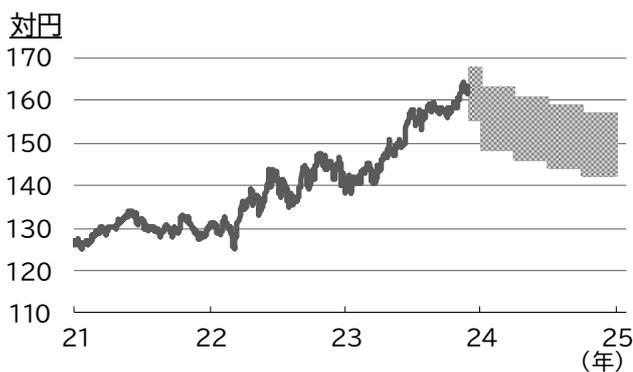
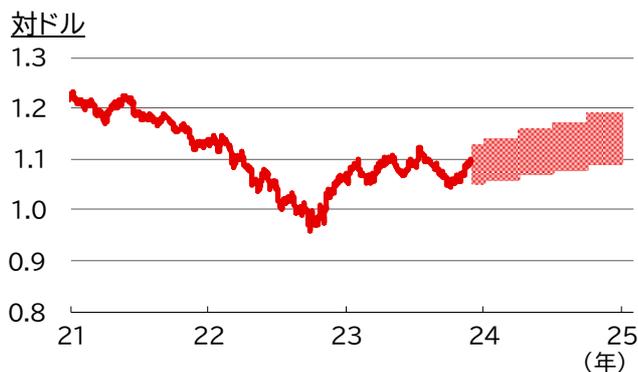
	23年12月	24年1月~3月	4月~6月	7月~9月	10月~12月
為替					
USD/JPY	141.0~155.0	134.0~150.0	132.0~148.0	130.0~146.0	128.0~144.0
EUR/USD	1.05~1.13	1.06~1.14	1.07~1.16	1.08~1.17	1.09~1.19
EUR/JPY	155.0~168.0	148.0~163.0	146.0~161.0	144.0~159.0	142.0~157.0
GBP/USD	1.230~1.310	1.235~1.330	1.240~1.340	1.245~1.350	1.250~1.360
EUR/GBP	0.830~0.880	0.830~0.885	0.835~0.890	0.840~0.895	0.850~0.900
GBP/JPY	179.0~193.0	172.0~188.0	170.0~186.0	168.0~184.0	166.0~182.0
AUD/USD	0.63~0.70	0.64~0.74	0.65~0.75	0.66~0.76	0.67~0.77
AUD/JPY	93.5~104.5	90.0~101.0	89.0~100.0	88.5~99.5	88.0~99.0
USD/CAD	1.33~1.41	1.31~1.41	1.30~1.40	1.29~1.39	1.28~1.38
CAD/JPY	104.0~114.0	101.0~111.0	100.5~110.5	100.0~110.0	99.5~109.5
USD/CNY	7.000~7.350	6.850~7.250	6.750~7.150	6.650~7.050	6.600~7.000
CNY/JPY	19.7~21.0	19.1~20.5	19.0~20.4	18.9~20.3	18.8~20.2

米金利の見通し					
FF金利(上限)	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	5.00%
3ヵ月物国債利回り	5.381%	5.40%	5.30%	5.15%	4.80%
10年物国債利回り	4.273%	4.25%	4.25%	4.00%	4.00%
円金利の見通し					
政策金利	-0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.30%
3ヵ月物国債利回り	-0.02%	0.10%	0.10%	0.10%	0.30%
10年物国債利回り	0.90%	1.00%	1.10%	1.20%	1.30%

(1)ドル円



(2)ユーロ

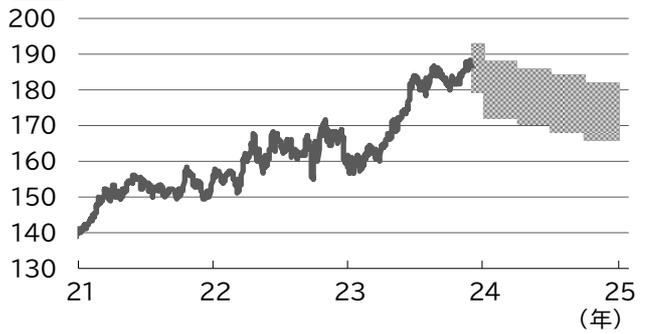


(3) 英ポンド

対ドル



対円

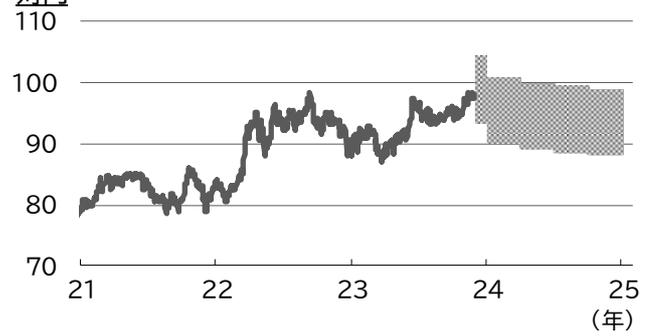


(4) 豪ドル

対ドル

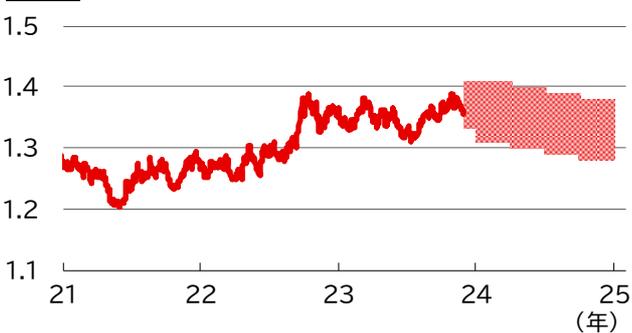


対円

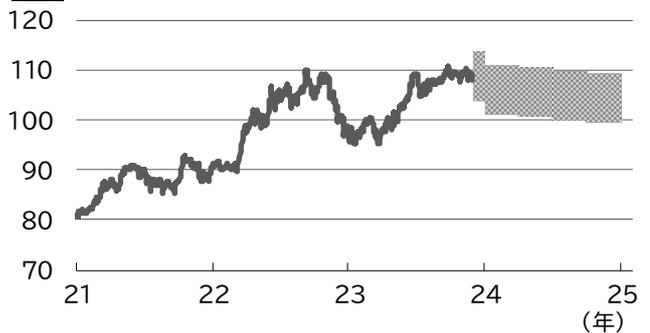


(5) カナダドル

対ドル

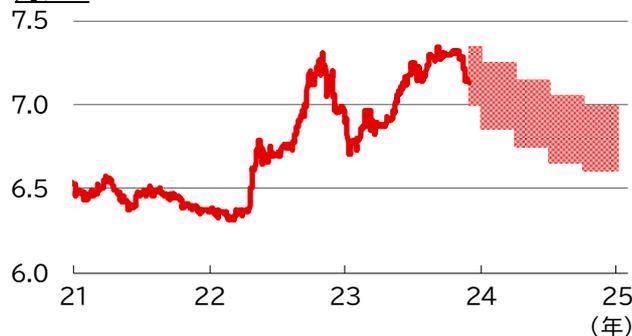


対円

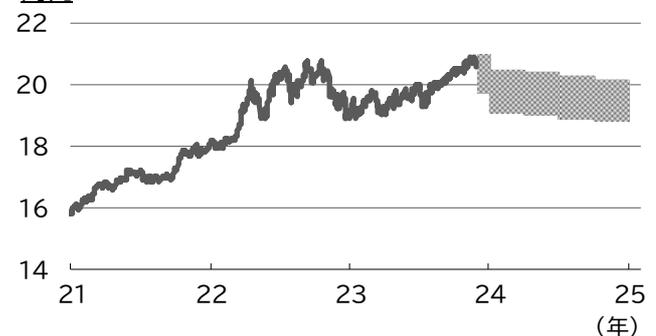


(6) 人民元

対ドル



対円



(注) 網掛け部分は当面の予想レンジ

(資料) Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

3. マーケットカレンダー

月	火	水	木	金
				2023/12/1 米/ISM 製造業景気指数(11月) 建設支出(10月) 自動車販売(11月)* 日/完全失業率(10月) 法人企業統計(Q3) 米・バーFRB 副議長講演 米・シカゴ連銀総裁討論会 米・パウエル FRB 議長講演 米・パウエル FRB 議長 / クック FRB 理事討論会
4 米/製造業受注(10月) 独/貿易収支(10月)	5 米/ISM 非製造業景気指数(11月) 求人労働異動調査(10月) ユーロ圏/生産者物価指数(10月) 日/消費者物価指数(都区部、11月) 豪/RBA 理事会	6 米/ADP 雇用統計(11月) 貿易収支速報(10月) ユーロ圏/小売売上高(10月) 加/金融政策決定会合	7 米/消費者信用残高(10月) 独/鉱工業生産(10月) 中/貿易収支(11月) 日/景気動向指数速報(10月) ユーロ圏財務相会合	8 米/雇用統計(11月) ミシガン大消費者信頼感指数速報 (12月) 中/消費者物価指数(11月)[9日] 生産者物価指数(11月)[9日] 日/GDP 改定(Q3) 家計調査(10月) 国際収支速報(10月) 対外対内証券売買契約等の状況 (11月) 景気ウォッチャー調査(11月) EU 経済・財務相理事会
11 中/マネーサプライ M2(11月)* 日/法人企業景気予測調査(Q4)	12 米/FOMC(～13日) 消費者物価指数(11月) 財政収支(11月) 独/ZEW 景況感指数(12月)	13 米/FOMC FRB 議長定例会見 生産者物価指数(11月) ユーロ圏/鉱工業生産(10月) 英/MPC(BOE 金融政策委員会、 ～14日) 日/日銀短観 概要	14 米/輸出入物価指数(11月) 小売売上高(11月) 企業在庫(10月) ユーロ圏/ECB 理事会 ECB 総裁定例会見 英/MPC(BOE 金融政策委員会) MPC 議事録 日/日銀短観 調査全容 機械受注(10月) EU 首脳会議(～15日)	15 米/NY 連銀景気指数(12月) 鉱工業生産(11月) 設備稼働率(11月) ユーロ圏/製造業 PMI 速報(12月) サービス業 PMI 速報(12月) 貿易収支(10月) 中/鉱工業生産(11月) 小売売上高(11月) 都市部固定資産投資(11月)
18 独/ifo 景況指数(12月) 日/日銀金融政策決定会(～19日)	19 米/住宅着工件数(11月) 建設許可件数(11月) 証券投資収支(10月) 日/日銀金融政策決定会合 日銀総裁定例会見	20 米/経常収支(Q3) 中古住宅販売(11月) CB 消費者信頼感指数(12月) ユーロ圏/EU 新車登録台数(11月) 経常収支(10月) 消費者信頼感指数速報(12月) 日/貿易収支速報(11月) 米・20年物国債入札	21 米/GDP 確報(Q3) フィラデルフィア連銀景況指数 (12月) 景気先行指数(11月) 米・5年物インフレ連動債入札	22 米/個人所得・消費支出(11月) 耐久財受注速報(11月) 新築住宅販売(11月) 日/日銀金融政策決定会合 議事要旨 (10/30, 31分) 消費者物価指数(全国、11月)
25 米英独市場休場	26 米/ケース・シラー住宅価格指数 (10月) FHFA 住宅価格指数(10月) 日/完全失業率(11月) 米・2年物国債入札 英独市場休場	27 独/小売売上高(11月)* 日/日銀金融政策決定会合 主な意見 (12/18, 19分) 住宅着工戸数(11月) 米・5年物国債入札	28 米/卸売在庫速報(11月) 日/鉱工業生産速報(11月)	29 米/シカゴ PM 景気指数(12月) 中/製造業 PMI(12月)[31日]

*印は作成日(11/30)現在で日程が未確定のもの
(資料)各種報道等より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

4. 為替相場推移表

2023年11月

日付	U\$/円				U\$/円	EUR/円	SF/円	£/円	A\$/円
	寄付	高値	安値	終値	公表相場	公表相場	公表相場	公表相場	公表相場
11月1日	151.31	151.44	150.67	150.95	151.47	160.13	166.41	183.91	95.82
11月2日	150.56	150.59	149.85	150.47	150.62	159.60	166.41	183.64	96.85
11月6日	149.45	150.08	149.38	150.07	149.67	160.48	166.43	185.07	97.50
11月7日	149.97	150.68	149.97	150.43	150.10	160.79	166.94	185.21	97.28
11月8日	150.41	151.05	150.35	150.96	150.67	161.10	167.24	185.13	96.79
11月9日	150.85	151.39	150.77	151.35	151.08	161.69	167.92	185.47	96.74
11月10日	151.34	151.60	151.23	151.53	151.43	161.56	167.64	185.08	96.23
11月13日	151.47	151.92	151.20	151.71	151.71	162.07	168.04	185.45	96.35
11月14日	151.63	151.85	150.17	150.39	151.77	162.39	168.28	186.27	96.81
11月15日	150.48	151.43	150.05	151.39	150.66	163.80	169.38	188.08	97.72
11月16日	151.21	151.43	150.29	150.74	151.34	164.19	170.49	187.86	98.30
11月17日	150.70	150.77	149.20	149.61	150.76	163.62	169.68	187.17	97.50
11月20日	149.96	149.99	148.10	148.39	149.95	163.54	169.22	186.69	97.57
11月21日	148.39	148.60	147.16	148.39	148.18	162.21	167.62	185.42	97.34
11月22日	148.12	149.75	148.04	149.54	148.35	161.97	167.93	186.09	97.30
11月24日	149.63	149.71	149.20	149.47	149.63	163.23	169.30	187.71	98.25
11月27日	149.56	149.67	148.55	148.69	149.52	163.41	169.39	188.35	98.35
11月28日	148.41	148.83	147.33	147.45	148.15	162.30	168.31	187.19	97.97
11月29日	147.05	147.91	146.68	147.24	146.94	161.72	167.64	186.83	97.80
11月30日	147.04	148.52	146.87	148.21	147.07	161.51	168.56	186.84	97.45
月間平均	149.88	150.36	149.25	149.85	149.95	162.07	168.14	186.17	97.30

(注)四本値の出所: 弊行 4 本値

2023年12月

日付	U\$/円				U\$/円	EUR/円	SF/円	£/円	A\$/円
	寄付	高値	安値	終値	公表相場	公表相場	公表相場	公表相場	公表相場
12月1日	148.00	148.33	146.66	146.80	147.88	161.22	169.14	186.95	97.79
12月4日	146.37	147.44	146.24	147.20	146.40	159.17	168.41	185.58	97.82
12月5日	147.30	147.39	146.57	147.14	147.15	159.53	168.85	186.03	97.37
12月6日	147.18	147.50	146.90	147.30	147.26	158.97	168.34	185.53	96.74
12月7日	147.18	147.18	141.60	144.18	147.17	158.49	168.21	184.86	96.46
12月8日	144.25	145.22	142.50	144.95	143.25	154.68	163.66	180.39	94.62
12月11日	144.95	146.58	144.91	146.19	145.40	156.58	165.36	182.49	95.59
12月12日	146.05	146.12	144.75	145.46	145.88	157.00	166.09	183.25	95.84
12月13日	145.29	146.00	142.65	142.89	145.63	157.18	166.28	182.88	95.56
12月14日	142.79	142.92	140.95	141.84	142.49	155.16	163.76	180.04	95.35
12月15日	142.26	142.46	141.45	142.21	142.50	156.48	164.17	181.70	95.45
12月18日	142.33	143.16	142.08	142.80	142.20	155.00	163.37	180.35	95.37
12月19日	142.68	144.95	142.25	143.84	142.69	155.79	164.52	180.56	95.79
12月20日	143.92	144.09	143.28	143.58	144.03	158.07	167.40	183.28	97.26
12月21日	143.51	143.57	142.05	142.11	143.48	157.02	166.28	181.47	96.73
12月22日	142.07	142.66	141.88	142.46	142.34	156.56	166.17	180.62	96.68
12月25日	142.50	142.57	142.10	142.55	142.22	156.34	165.80	180.48	96.67
12月26日	142.24	142.63	142.09	142.39	142.27	156.74	166.11	180.73	96.81
12月27日	142.48	142.83	141.55	141.82	142.79	157.60	167.18	181.71	97.40
12月28日	141.43	141.71	140.27	141.40	141.84	157.66	168.48	181.61	97.32
12月29日	141.43	141.91	140.80	141.01	141.83	157.12	168.24	180.68	96.94
月間平均	144.11	144.63	143.03	143.82	144.13	157.26	166.47	182.44	96.46

(注)四本値の出所: 弊行 4 本値

照会先:三菱UFJ銀行 グローバルマーケットリサーチ
チーフアナリスト 井野 鉄兵

当資料は一般的な情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定のお客様のニーズ、財務状況又は投資対象に対応することを意図しておりません。また、当資料は、適用法令上許容される範囲内でのみ利用可能であり、当資料の頒布を制約する法令が存在する地域の方によって利用されることを意図しておりません。当資料内のいかなる情報又は意見も、預金、有価証券、デリバティブ取引その他の金融商品の売買、投資、保有などを勧誘又は推奨するものではありません。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性、適時性、適切性又は完全性を表明又は保証するものではなく、当行、その子会社又は関連会社は、お客様による当資料の利用等に関して生じうるいかなる損害についても責任を負いません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。

また、過去の結果が必ずしも将来の結果を暗示するものではありません。

当行は、当資料において言及されている会社と関係を有し、又はかかる会社に対して金融サービスを提供している可能性があります。当行のグループ会社は、当資料において言及されている証券又はこれに関連する証券について権利を有し、又はこれらの証券の引受けを行っている可能性があり、また、これらの証券又はそのポジションを保有している可能性があります。

当資料の内容は予告なしに変更することがあり、また、当行、その子会社又は関連会社は、当資料を更新する義務を負っておりません。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されており、当行の書面による許可なく複製又は第三者、個人顧客もしくは一般投資家への配布をすることはできません。

(株式会社三菱UFJ銀行ロンドン支店のみに適用される情報開示)

株式会社三菱UFJ銀行(以下「MUFG Bank」)は、日本で設立され、東京法務局(会社法人等番号 0100-01-008846)において登記された有限責任の株式会社です。

MUFG Bankの本店は、東京都千代田区丸の内二丁目7番1号(郵便番号100-8388)に所在しています。

MUFG Bankロンドン支店は、英国会社登録所において、英国支店として登録されています(登録番号BR002013)。

MUFG Bankは、日本の金融庁によって認可及び規制されています。MUFG Bankロンドン支店は、英国ブルーデンス規制機構より認可を受けており(FCA/PRA番号139189)、英国金融行為監督機構の規制とブルーデンス規制機構の限定された規制の対象となっています。英国ブルーデンス規制機構によるMUFG Bankロンドン支店の規制の範囲の詳細は、ご請求いただいた方にお渡ししております。