

〈外為〉

2021年12月13日

2021年12月調査

★金融機関の12月末の相場予想1ドル=113円65銭、やや円安シフト



- ★注目する変動要因、ドルの「金利／金融政策」とユーロの「景気動向」の上昇が目立つ
円は「景気動向」と「金利／金融政策」が二分、「当局の姿勢」が0%から7%にアップ
- ★向こう6カ月程度の対円での変動予想DI(上昇—下落)、
中国人民元がプラスに転じ大幅拡大、スイスフランはプラス幅拡大
一方、ユーロとロシアルーブルなどはマイナスに転じる

【特別質問】

- ★22年の注目テーマは「米国の金融政策」が圧倒的に首位、次いで「資源価格の動向」や「中国経済の動向」、「供給制約の行方」が続く
- ★22年に強い通貨は「米ドル」が7割超、弱い通貨は「日本円」が半数

《日経ヴェリタスとの共同調査》

【調査期間】	2021年12月6日～12月8日
【調査期間中の円相場】	
対ドル	113円14銭～113円63銭(日銀公表終値)
対ユーロ	127円57銭～128円28銭(同)
【調査対象】	180名(外為市場関係者)
【回答者】	80名
【回答率】	44.4%

《回答者の内訳》

事業法人	23名
金融機関	57名
銀行	8名
証券会社	19名
投信投資顧問	12名
信託銀行	2名
生保	3名
損保	1名
シンクタンクなど	12名

《金融機関の担当資産別》

外国債券	24名
外国株式	15名
外国為替	36名
国内債券	21名
国内株式	21名
その他	11名



【問１】以下のそれぞれについて、現時点で想定されている今月末、３カ月後、６カ月後の予測数値をご記入下さい。

【問１】 ドル／円	金融機関 外為業務			金融機関 非外為業務			事業法人			全体		
	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末
平均（円）	113.65	113.97	114.37	112.86	113.00	113.90	112.73	112.45	112.52	113.26	113.39	113.78
中央値	113.75	114.00	115.00	113.00	113.75	114.00	113.00	113.00	113.00	113.29	114.00	114.00
標準偏差	0.95	2.01	2.64	0.75	2.14	3.56	1.97	2.50	2.80	1.36	2.25	2.92
最大値	115.50	118.00	118.00	114.00	115.00	118.00	115.00	116.00	118.00	115.50	118.00	118.00
最小値	112.00	110.00	108.00	112.00	108.00	108.00	105.00	105.00	105.00	105.00	105.00	105.00
回答数	42	42	42	12	12	12	22	21	21	76	75	75

【問１】 ユーロ／円	金融機関 外為業務			金融機関 非外為業務			事業法人			全体		
	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末
平均（円）	128.37	128.65	129.79	127.72	128.24	129.33	127.94	127.95	128.01	128.14	128.39	129.23
中央値	128.33	128.80	130.00	127.69	128.00	129.00	128.00	128.00	128.00	128.00	128.25	129.00
標準偏差	1.15	2.21	3.24	1.15	2.15	3.10	2.24	2.63	2.74	1.53	2.31	3.14
最大値	131.68	132.82	138.00	130.00	132.20	134.50	131.00	133.00	133.00	131.68	133.00	138.00
最小値	126.00	122.10	123.00	125.50	124.50	125.35	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
回答数	39	39	39	11	11	11	19	19	19	69	69	69

【問１】 ユーロ／ドル	金融機関 外為業務			金融機関 非外為業務			事業法人			全体		
	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末	12月末	2月末	5月末
平均（ドル）	1.129	1.127	1.132	1.131	1.134	1.137	1.134	1.138	1.137	1.130	1.130	1.134
中央値	1.130	1.125	1.140	1.130	1.128	1.130	1.133	1.132	1.133	1.130	1.130	1.133
標準偏差	0.011	0.017	0.025	0.008	0.020	0.024	0.013	0.030	0.032	0.011	0.021	0.026
最大値	1.160	1.160	1.200	1.149	1.180	1.180	1.169	1.220	1.220	1.169	1.220	1.220
最小値	1.100	1.100	1.090	1.120	1.117	1.100	1.113	1.100	1.085	1.100	1.100	1.085
回答数	39	39	39	11	11	11	15	15	15	65	65	65

≪ドル／円 予想（全体）≫



【問2】為替変動要因についてお聞きします。今後6カ月程度を想定してお答えください。記号の意味は次の通りです。

(++：強い上昇要因、+：上昇要因、±：中立要因、-：下落要因、--：強い下落要因)

(1-①) 日本に関する各要因は円に対してどのような影響を与えると予測していますか。

(1-②) 米国に関する各要因は米ドルに対してどのような影響を与えると予測していますか。

(1-③) ユーロ圏に関する各要因はユーロに対してどのような影響を与えると予測していますか。

それぞれ1つずつお答えください。

(2) 最も注目している要因を各通貨ごとに1つお選びください。

【問2】(1)(2) 金融機関 外為業務	指数			(前月比)			注目度			(前月比)		
	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ
景気動向	49.4	70.0	48.8	0.6	-1.3	-3.1	24%	5%	24%	-5%	-2%	9%
物価動向	48.8	65.9	54.9	-1.2	-1.0	0.5	19%	12%	10%	2%	-5%	0%
貿易	45.0	42.9	59.6	0.6	4.1	1.5	10%	0%	0%	-7%	0%	-2%
投資	40.4	64.7	46.8	0.4	-0.3	-2.0	7%	0%	2%	0%	-2%	0%
金利／金融政策	34.6	78.7	44.5	-2.3	5.6	-4.3	24%	81%	56%	2%	10%	-5%
当局の姿勢（介入含む）	48.1	55.1	50.0	0.6	1.9	1.2	7%	2%	2%	7%	2%	2%
政治／外交	50.0	46.8	46.2	-0.6	-0.1	1.8	10%	0%	5%	3%	-2%	-5%

【問2】(1)(2) 金融機関 非外為業務	指数			(前月比)			注目度			(前月比)		
	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ
景気動向	59.1	75.0	45.5	9.1	4.5	-2.0	27%	9%	18%	-3%	-1%	8%
物価動向	52.3	61.4	52.3	7.3	2.3	2.3	9%	18%	9%	-21%	-22%	-21%
貿易	52.3	43.2	54.5	-7.7	-2.3	-3.0	0%	0%	9%	-20%	0%	-21%
投資	52.3	63.6	43.2	7.3	0.0	-6.8	9%	0%	0%	9%	0%	0%
金利／金融政策	38.6	77.3	43.2	6.1	9.1	-4.3	27%	73%	55%	27%	33%	25%
当局の姿勢（介入含む）	50.0	54.5	50.0	0.0	2.2	-2.5	9%	0%	0%	-1%	0%	0%
政治／外交	50.0	45.5	40.9	-5.0	-6.8	-4.1	18%	0%	9%	8%	-10%	9%

【問2】(1)(2) 事業法人	指数			(前月比)			注目度			(前月比)		
	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ
景気動向	48.6	58.8	60.7	-1.4	-3.1	2.9	50%	15%	38%	5%	-8%	1%
物価動向	43.1	55.9	55.4	-9.4	-2.9	2.3	10%	15%	13%	1%	10%	8%
貿易	48.6	47.1	48.2	-0.2	-2.9	1.5	5%	0%	0%	0%	0%	0%
投資	45.8	48.5	48.2	-1.6	-1.5	1.5	0%	0%	0%	0%	0%	0%
金利／金融政策	46.1	58.3	51.7	1.1	-3.0	0.1	10%	45%	13%	-4%	-14%	-13%
当局の姿勢（介入含む）	47.2	55.9	51.8	1.1	-2.9	1.8	5%	10%	6%	-4%	-4%	1%
政治／外交	51.4	51.5	48.2	5.3	0.2	-0.1	20%	15%	31%	2%	15%	5%

【問2】(1)(2) 全体	指数			(前月比)			注目度			(前月比)		
	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ	円	ドル	ユーロ
景気動向	50.7	68.0	50.8	1.4	-0.4	-1.9	32%	8%	26%	-2%	-4%	6%
物価動向	47.8	62.7	54.5	-2.2	-0.7	1.1	15%	14%	10%	-1%	-2%	-1%
貿易	47.1	44.0	56.3	-0.8	1.0	0.9	7%	0%	1%	-7%	0%	-5%
投資	43.8	60.4	46.5	1.0	-0.3	-2.0	5%	0%	1%	1%	-1%	0%
金利／金融政策	38.4	73.2	45.9	-0.2	4.2	-3.3	21%	70%	46%	5%	7%	-1%
当局の姿勢（介入含む）	48.2	55.2	50.4	0.7	0.6	0.8	7%	4%	3%	3%	0%	2%
政治／外交	50.4	47.8	45.7	0.4	-1.1	0.3	14%	4%	12%	3%	1%	-1%

※「注目度」は有効回答に占める比率。「指数」は有効回答中に占める「++」「+」「±」「-」「--」の比率にそれぞれ100、75、50、25、0を掛けて各要因に対する回答者の見方を指数化した。下落要因としての懸念が最も強いときに0、上昇要因としての期待が最も強いときに100となる。

【問3】 向こう6カ月程度の間に、以下の各通貨は対円でどのように推移するとお考えですか。

【問3】 金融機関 外為業務	21/07	21/08	21/09	21/10	21/11	21/12				
						D I	上昇	横ばい圏	下落	回答数
米ドル	41	48	48	59	56	57	67%	24%	10%	42
ユーロ	12	5	11	10	22	-2	31%	36%	33%	42
英ポンド	0	6	14	36	26	25	52%	21%	27%	33
スイスフラン	14	3	-6	-6	9	19	29%	61%	10%	31
加ドル	37	20	30	42	29	35	56%	24%	21%	34
豪ドル	41	27	34	43	39	37	57%	23%	20%	35
NZドル	40	28	37	47	36	37	53%	31%	16%	32
ブラジルリアル	13	-43	-8	-20	-12	-5	36%	23%	41%	22
中国人民元	36	-29	-23	-7	-4	19	46%	27%	27%	26
韓国ウォン	-19	-52	-36	-24	-35	-39	13%	35%	52%	23
インドルピー	-15	-45	-14	-13	14	-14	24%	38%	38%	21
ロシアルーブル	-26	-31	-42	5	6	-30	25%	20%	55%	20
南アフリカランド	16	-36	-34	-17	0	-19	27%	27%	46%	26

【問3】 金融機関 非外為業務	21/07	21/08	21/09	21/10	21/11	21/12				
						D I	上昇	横ばい圏	下落	回答数
米ドル	0	40	0	34	10	37	64%	9%	27%	11
ユーロ	-10	20	-20	-11	-10	-18	18%	45%	36%	11
英ポンド	-22	11	-22	0	20	-10	30%	30%	40%	10
スイスフラン	29	50	38	14	37	0	22%	56%	22%	9
加ドル	50	50	-25	29	50	56	67%	22%	11%	9
豪ドル	50	0	-13	29	13	45	56%	33%	11%	9
NZドル	13	25	-13	0	25	45	56%	33%	11%	9
ブラジルリアル	-62	-12	-37	-86	-50	-62	13%	13%	75%	8
中国人民元	0	22	25	-15	0	11	44%	22%	33%	9
韓国ウォン	-29	0	-43	-50	-25	-75	0%	25%	75%	8
インドルピー	-57	0	-37	-50	-25	-50	13%	25%	63%	8
ロシアルーブル	-71	-29	-50	-33	-25	-86	0%	14%	86%	7
南アフリカランド	-71	-50	-25	-50	-38	-72	14%	0%	86%	7

【問3】 事業法人	21/07	21/08	21/09	21/10	21/11	21/12				
						D I	上昇	横ばい圏	下落	回答数
米ドル	0	-7	10	14	31	5	25%	55%	20%	20
ユーロ	-7	-17	-10	-5	0	12	24%	65%	12%	17
英ポンド	13	-15	0	-11	-11	-15	14%	57%	29%	7
スイスフラン	0	0	-33	0	0	0	0%	100%	0%	2
加ドル	0	0	-33	50	40	33	33%	67%	0%	3
豪ドル	0	20	-15	50	16	0	20%	60%	20%	5
NZドル	-33	25	-15	50	0	-25	0%	75%	25%	4
ブラジルリアル	33	50	-29	-40	-25	0	0%	100%	0%	3
中国人民元	20	40	11	0	0	15	29%	57%	14%	7
韓国ウォン	0	33	0	-33	-33	0	0%	100%	0%	2
インドルピー	-50	-33	-20	-25	-25	0	0%	100%	0%	4
ロシアルーブル	0	0	0	0	0	0	0%	100%	0%	2
南アフリカランド	0	0	0	-33	-33	0	0%	100%	0%	3

【問3】 全体	21/07	21/08	21/09	21/10	21/11	21/12				
						D I	上昇	横ばい圏	下落	回答数
米ドル	27	35	32	43	43	40	55%	30%	15%	73
ユーロ	4	3	1	3	11	-2	27%	44%	29%	70
英ポンド	-1	5	6	22	18	12	42%	28%	30%	50
スイスフラン	15	11	-2	-2	13	14	26%	62%	12%	42
加ドル	37	24	14	40	34	40	57%	26%	17%	46
豪ドル	39	23	21	42	32	35	53%	29%	18%	49
NZドル	31	27	22	40	31	33	49%	36%	16%	45
ブラジルリアル	-3	-24	-17	-35	-22	-18	27%	27%	45%	33
中国人民元	27	-8	-7	-7	-2	17	43%	31%	26%	42
韓国ウォン	-20	-30	-33	-29	-32	-46	9%	36%	55%	33
インドルピー	-27	-31	-20	-21	0	-21	18%	42%	39%	33
ロシアルーブル	-35	-28	-38	-3	-3	-42	17%	24%	59%	29
南アフリカランド	-3	-37	-28	-24	-11	-28	22%	28%	50%	36

【問 4】あなたが運用されているファンドの外貨建て資産についてお伺いします。

(1) 外貨建て資産の組み入れ比率について、当面どのようなスタンスで臨むお考えですか。

【問 4】(1)	21/07	21/08	21/09	21/10	21/11	21/12
オーバーウエート	22%	11%	10%	22%	11%	0%
ニュートラル	78%	78%	80%	67%	78%	63%
アンダーウエート	0%	11%	10%	11%	11%	38%
D I	22	0	0	11	0	-38
回答数	9	9	10	9	9	8

※「オーバーウエート」「ニュートラル」「アンダーウエート」の回答数が全回答数に占める割合を百分比で示し、「オーバーウエート」(%ポイント)から「アンダーウエート」(%ポイント)を差し引きしてD Iを算出した。

(2) 為替ヘッジについて、当面どのようなスタンスで臨むお考えですか。次のうちから1つだけお選びください。

【問 4】(2)	21/07	21/08	21/09	21/10	21/11	21/12
ヘッジ比率を上げる	11%	0%	0%	33%	11%	13%
現在のヘッジ比率を維持	56%	100%	86%	56%	78%	75%
ヘッジ比率を下げる	33%	0%	14%	11%	11%	13%
D I	-22	0	-14	22	0	0
回答数	9	7	7	9	9	8

※「ヘッジ比率を上げる」「現在のヘッジ比率を維持」「ヘッジ比率を下げる」の回答数が全回答数に占める割合を百分比で示し、「ヘッジ比率を上げる」(%ポイント)から「ヘッジ比率を下げる」(%ポイント)を差し引きしてD Iを算出した。

(3) 外貨建て資産のうち、次の通貨建て資産の組み入れ比率について当面どのようなスタンスで臨むお考えですか。それぞれ1つずつお選びください。

【問 4】(3)	21/07	21/08	21/09	21/10	21/11	21/12				
						D I	オーバーウエート	ニュートラル	アンダーウエート	回答数
米ドル	33	37	0	44	22	0	13%	75%	13%	8
ユーロ	-11	-12	-33	-22	-33	-13	0%	88%	13%	8
英ポンド	0	0	-40	17	-33	-50	0%	50%	50%	4
スイスフラン	0	0	-20	0	0	-25	0%	75%	25%	4
資源国通貨	57	50	0	0	-15	-100	0%	0%	100%	5
新興国通貨	-17	-25	-40	-33	-50	-100	0%	0%	100%	4

※「オーバーウエート」「ニュートラル」「アンダーウエート」の回答数が全回答数に占める割合を百分比で示し、「オーバーウエート」(%ポイント)から「アンダーウエート」(%ポイント)を差し引きしてD Iを算出した。

- 【問5】貴社の業績予想の前提となっている為替レートについてお伺いします。
 (1-1) 貴社の業績予想の前提になっている「ドル/円」レートはいくらですか。
 (2-1) 貴社の業績予想の前提になっている「ユーロ/円」レートはいくらですか。

【問5】(1)	ドル	ユーロ
平均(円)	109.22	128.11
中央値	110.00	128.00
標準偏差	2.88	3.43
最大値	115.00	133.25
最小値	105.00	120.00
回答数	18	11

- (1-2) および (2-2) 上記為替レートを過去1カ月以内に変更しましたか。

【問5】(2)	円高方向に変更	変更していない	円安方向に変更	回答数
ドル	0	17	1	18
ユーロ	0	11	0	11

- (1-3) および (2-3) 今後、上記為替レートを変更する予定はありますか。

【問5】(3)	円高方向で変更	円高方向で変更検討中	予定はない	円安方向で変更検討中	円安方向で変更	回答数
ドル	1	0	15	1	1	18
ユーロ	0	0	10	0	1	11

- 【問6】外貨取引の為替予約（為替ヘッジ）状況についてお伺いします。
 (1-1) 「ドル/円」取引に関する為替予約（為替ヘッジ）を行っていますか。
 (2-1) 「ユーロ/円」取引に関する為替予約（為替ヘッジ）を行っていますか。

【問6】(1)	円高備え予約	なし	円安備え予約	回答数
ドル	7	10	0	17
ユーロ	2	11	0	13

- (1-2) および (2-2) 上記の現在の予約状況は、概ね何%ですか。

【問6】(2)	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	回答数
ドル(円高)	0	0	1	0	0	3	0	0	0	1	2	7
ドル(円安)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ユーロ(円高)	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2
ユーロ(円安)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

- (1-3) および (2-3) 上記値について、以下の中で近いものをお選びください。

【問6】(3)	通常より 早め対応	通常通り	通常より 遅め対応	回答数
ドル(円高)	0	6	1	7
ドル(円安)	0	0	0	0
ユーロ(円高)	0	2	0	2
ユーロ(円安)	0	0	0	0

【問7】（1）外国為替市場で2022年に最も注目されるテーマ（コロナ関連は除きます）は何だと考えますか。次のうちから注目度の高い順に3つお選び下さい。

問7(1) 外為市場で2022年に最も注目されるテーマ	1 位	2 位	3 位	換算点
米国の金融政策	69	5	2	219
ユーロ圏の金融政策	0	4	4	12
日本の金融政策	0	3	3	9
資源価格の動向	2	13	20	52
供給制約の行方	2	16	8	46
中国経済の動向	1	16	13	48
北京五輪パラリンピックの開催	0	2	0	4
新興国経済の動向	0	0	2	2
米中対立の激化	3	11	11	42
米国の中間選挙	1	8	12	31
仏大統領選挙	0	0	2	2
日本の参議院選挙	1	1	2	7
その他（注）	0	0	0	0
有効回答数	79	79	79	79

※ 1～3位の集計値は票数。換算点は1位＝3点、2位＝2点、3位＝1点と換算して集計したもの。

【問7】（2）米国の金融政策についてお聞きします。量的緩和の縮小（テーパリング）の終了時期はいつだと予想しますか。次のうちから1つお選び下さい。

問7(2) 米国のテーパリング終了時期	全体
2022年3月まで	45%
2022年4月	21%
2022年5月	5%
2022年6月	20%
2022年7月以降	9%
有効回答数	76

【問7】（3）2022年に米国は何回利上げすると予想しますか。次のうちから1つお選び下さい。

問7(3) 米国は2022年に何回利上げするか	全体
0回	4%
1回	28%
2回	55%
3回	12%
4回以上	1%
有効回答数	78

【問7】（4）主要通貨のうち、2022年に最も強くなる（上昇する）通貨と最も弱くなる（下落する）通貨はどれだと思いますか。次のうちからそれぞれ1つお選び下さい。

問7(4) 2022年中に最も強くなる（上昇する）通貨	全体
米ドル	72%
日本円	8%
ユーロ	4%
英ポンド	4%
カナダドル	4%
豪ドル	4%
スイスフラン	0%
人民元	4%
有効回答数	75

問7(4) 2022年中に最も弱くなる（下落する）通貨	全体
米ドル	4%
日本円	50%
ユーロ	15%
英ポンド	7%
カナダドル	1%
豪ドル	9%
スイスフラン	1%
人民元	12%
有効回答数	74

【問7】（5）2022年末に米ドル、ユーロ、日本円の強弱関係はどうなっていると予想しますか。次のうちから1つお選び下さい。

問7(5) 2022年末の米ドル、ユーロ、日本円の強弱関係	全体
ドル＞ユーロ＞円	63%
ドル＞円＞ユーロ	19%
ユーロ＞ドル＞円	7%
ユーロ＞円＞ドル	3%
円＞ドル＞ユーロ	4%
円＞ユーロ＞ドル	5%
有効回答数	75

《外為相場変動要因に関するコメント》

——「最も注目する円の相場変動要因」の選択肢別に業態毎で並べた

■景気動向

＜事業法人＞

・新型コロナにより先行きの見通しが不透明。

＜投信投資顧問＞

・オミクロン株に関しては、実際の感染状況や、各国の政策対応、ワクチンメーカーの検証結果などを見極める時間帯に入ったと思われる。仮に、深刻な感染拡大が予想される状況となった場合、ドル円はもう一段ドル安・円高に振れる恐れがあるが、流動性相場の長期化観測が強まることで株価が反発し、リスクオフ局面は短期間で終了することも考えられる。そのため、ドル安・円高が進んでも 110 円程度までとみている。

＜銀行＞

・今後、日米金利差が拡大するとの見通しであること、米国の景況感が日本よりも強いことなどを踏まえると、引き続きドル高気味の展開になりやすいと思われる。

＜その他＞

・感染状況と金融政策を踏まえると、ユーロが当面弱いのではないかと。PEPP とその柔軟性が何らかの措置で確保されるのかなどに注目。

・オミクロン株が低毒となれば、コロナの脅威は終わりの始まりに。世界経済はウィズコロナで進む地歩を固めて行き、主要国は金融緩和解除へ漸進し、折々に利上げ通貨

が買われやすい。ただし、2022 年、特に前半は、一時的インフレの行方について不確実性がくすぶり、債券市場、株式市場が動揺する場面もあり、ドル高トレンドを単純には終えないと見ている。インフレ収束の兆しが確認されれば、メジャーな米利上げ下で株式相場堅調、世界需要増で資源価格堅調、資源輸出国から新興国も復調、ここでユーロがしっかりすると、ドル指数下落、このドルより円独歩安のグローバルリスクオン展開もありうる。

・北京冬季五輪の外交ボイコットに関する綱引きが始まっている。各国の対面がかかっており、容易に妥協することは出来ないだろう。その中で、中国の不動産セクター問題が年末を越えられない可能性が高まって来た。ますます不穏な空気の中で、2022 年が始まることになるだろう。

■物価動向

＜証券会社＞

・インフレ動向を背景に、各国は金融政策の折り込み度合いへとステージを移行させた印象がある。これに残り残されているのが日本であり、中長期的な円売りは避けられそうにない。年末を控えた流動性低下が波乱要因となり得るが、オミクロン株感染拡大の影響からすでにポジション調整が入っただけに、この後の大きな揺り戻しは発生しないと見る。

・米国の物価上昇が一過性ではないことをパウエル FRB 議長も追認。2022 年 4 月まで

にはテーパリングを終了させ、6月には第一回の利上げを見込む。

- ・現状、オミクロン株について不明な点が多く、解明が進むとリスクオフの展開となると考えております。

＜投信投資顧問＞

- ・拡張的財政政策を続けられるのは物価の安定があつてこそだが、これまでの財政拡張と現状の物価上昇の持続性を考えるとその両立が難しい局面を想像せざるを得ないところまではいく可能性が高い。問題は米国の「苦境」を全くの他人事とみている日本であり、政府、日銀、国民の「見て見ぬふり」はいずれかなり大きなしっぺ返しが返ってくるだろう。しかしそこで責任を取らされるのはバラマキを主導した政治家でも黒田日銀総裁でもなく、年金生活者である。

＜その他＞

- ・年内は12月14、15日のFOMCが重要event。それ以降は、オミクロン株の動向次第ではあるものの、再び米国の金融政策と日米金利差拡大に市場の関心がシフトし、ドル高・円安の流れに徐々に回帰していくと予想する。12月のFOMCでは、テーパリングのペースを速めることが決定される可能性が高く、今回公表されるFOMCメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）も、9月時点のものから上方修正されよう。問題は予想の中央値がどの程度引き上げられるかだが、足下市場が織り込んでいる以上に上方修正されない限りは、市場がリスクオフに

傾き株価が急落するなどの可能性は低いとみている。仮にテーパリングが来年の3月までに終了する方針となった場合、その後すぐに利上げを開始するかといえ、可能性は低いのではないかと。米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は11月30日の議会証言で、数カ月早いテーパリング終了の検討を示唆した。その際に、「資産購入1ドルごとに緩和の度合いが強まることを想起すると、極めて力強い経済状況と高いインフレ圧力を今や目の当たりにしていることになる」と述べた。確かに、テーパリングは資産買入れ規模の縮小であつて、依然として資産を購入し、緩和を強めていることに変わりはない。これを早期に終了することで、次のステップとなる「利上げ＝引き締め」策を打てる余地を確保しておきたいのではないかと。「利上げ」はあくまで今後のインフレ動向次第であり、慎重に進められるとすれば、ドットチャートの中央値が極端に上方修正され、市場にショックを与える可能性は低いとみている。

■貿易

＜その他＞

- ・日本円は原油相場下落により貿易赤字が縮小、黒字に転じれば円高圧力に。米ドルは物価動向を受けたFedの金融政策が注目点。ユーロ圏はコロナ感染再拡大で景気の減速が不可避の状況。
- ・足元で変異種が確認され不透明感からリスク回避に動いているものの、年末に向けた利益確定意識を刺激したもので株価の割

高感、FRB の金融正常化前倒し観測の影響がむしろ大きい。米国景気の堅調さは不変。雇用は予想以上のペースで改善しており、加えて物価上昇圧力が基調として続き一時的といえなくなるなか、FRB は量的緩和縮小を春先には終了か。利上げも年央には実施できるようにするとみられ、来年の利上げは3回となる可能性が高まっている。足元の米国債利回りは利上げ予想の前倒しを反映して2年債利回りが上昇。リスク回避から10年債には資金流入して利回り上昇が抑制されている。ただ10年債利回りはこの先には再び上昇し来年には2.0%を試す展開に。米金利上昇に起因してリスク選好は抑制されるとみられるが、これらは緩やかなドル高円安を示唆する。資源価格はなお高止まりを予想。円を収支面から圧迫。欧州では感染拡大で金融正常化が遅れる見込み。景気動向いかんだがユーロドル相場も軟調継続。ドル独歩高に。

■投資

＜証券会社＞

・第二次岸田内閣の経済対策に盛り込まれた1兆円規模の大学ファンドの運用が今年度中にスタートする。運用目標益は名目4%と野心的な水準にセットされているため、運用資産の大半はクロス円、ドル円がらみの海外資産に分散投資される可能性が高い。仮に100万ドル＝1本単位で数万本規模のドル円買い切りフローが生まれれば、他の要因が一定なら、それだけで来年度にかけてドル円相場の取引レンジを1～2円

程度は底上げしそう。このほか、日本の貿易収支は現在赤字に転落しており、ドル決済の赤字は年率▲20兆円規模に膨らんでいる一方、円決済の黒字は10兆円以下に縮小しているため、実需のドル不足は年率で10万本を超えている可能性が高い。この状態が定着した場合、来年度にかけてドル円の取引レンジは6円近く底上げされる可能性もあり、投資と実需の両面でドル円の下値は堅く、上値が軽くなりやすい状態が続く。加えて、12月の米FOMCでテーパリングの前倒し終了と政策金利見通しの上方修正が示された場合、利上げの可能性がほぼ皆無の日本との違いが一段と鮮明になり、今後数年程度の時間軸で日米政策金利の拡大観測がさらに強まりそう。ドル円のコアレンジは早晩114円台に復帰し、レンジの上限では115円超の水準をうかがう展開になりそう。

■金利／金融政策

＜証券会社＞

・新型コロナウイルスの感染縮小や半導体などの供給制約の緩和で米経済の急回復が見込まれる中、米インフレ率は急上昇は一服となるものの、高水準で推移し、平均予想を上回るとみられる。2022年春には、米FRBの資産購入縮小の完了が見込まれ、早期利上げ観測が強まる可能性が大きい。ドルレートの上昇が続くことになるだろう。

・米国の利上げが実際にあるかどうか、その場合の米国債と株価の反応はどうかカギになる。

・金融政策に注目している。米国が金融引き締め動く方向になっており、ECB も同様に追随する方向となる中、日銀だけ何ら変更が見込まれていない。物価において消費者物価指数がゼロ近傍となっていますが、物不足・人不足そして企業サービス価格が上昇している状況でも変わらないのか、という問題意識です。変化がなければ、円安というシナリオとなりそうなのですが、オミクロン株の問題もあり、トレンドは定まらないと考えます。

・日銀が出口戦略を描けない中で、各国主要中銀が金融政策の正常化舵を切ることで、一段の円安が予想される。

<その他>

・各国の政策動向の中でも米国の金融政策への注目度がずば抜けて高いだろう。とりわけテーパの加速は既定路線のようだが、利上げの回数が増える可能性を残しているとみている。市場の反応としてFRBと異なるところはターミナルレートではないだろうか。市場の利上げに対する不安がオミクロン株の不透明なところから由来している面もありそうだが、それにしてもフラットニングが強烈である。この巻き戻しがあるとすればそれはドル高への反応なのだろうが、いまのところそこまで踏み込める感じがしないのは株価が揺らいでいるからか。米国株は高値からそれなりの調整を余儀なくされているが、上昇する相場材料が少ないことも加担している気がしている。業績相場への道のりははるか遠くとい

うイメージである。先行き米利上げはフラジャイル5を思い出させることになりそうだ。新興国からの資金流出とハイイールド債からの資金流出は似たような行動原理ではないかとみている。

《問7に関するコメント》

——【問7】のコメントについて業態毎で並べた

＜証券会社＞

・米国経済は、新型コロナウイルスの感染縮小や半導体などの供給制約の緩和に伴う急回復ののち、経済対策の効果の一巡もあり、成長ペースはやや落ちるものの、インフラ投資・歳出法案の成立もあり、失速には至らず、回復基調が続くとみられる。一方でインフレ率は急上昇一服も高水準での推移となり、こうした中、米FRBの資産購入の縮小は22年春には完了し、22年夏場には利上げが開始され、22年中に追加利上げが行われるとみられる。

・日本とユーロ圏の利上げは論外。米国の利上げ観測も行き過ぎで、盛り上げ過ぎの感が強い。

・想定よりも金融正常化のスピードが速くなりつつあるが、インフレ度合いは想定ほど速くないと考える。このためもう一段の進行を見せた後、巻き戻される可能性が高いと考える。そのうえでどこまで伸ばせるかだが、いずれにしても現在の想定から後ズレする可能性は依然として高いと考えます。

・ユーロ圏の政策金利引き上げの時期は米国よりも遅れそうだが、足元の消費者物価上昇率はヘッドライン、コアともに欧州中銀（ECB）設立以来では最も高い水準まで上振れしており、インフレタカ派のドイツなどではラガルド ECB 総裁を「マダム・インフレーション」と揶揄するような風潮も始めている。このため、12月 ECB 理事会では来年3月には感染症対応金融資産購入（PEPP）は予定通り打ち切れ、金融の正常化は着実に進みそう。加えて、ユーロ圏の貿易サービス収支の黒字は内外金利差とは関係のないユーロ買い切りフローの源になっており、世界三大通貨圏ではユーロが最も

強い通貨になりそう。一方、日銀による金融緩和の出口が見えていない日本円は弱い状況が続くそう。

＜投信投資顧問＞

・22年は基本的に金融政策の違いで為替が動く年になる。問題はインフレのスピードで、コロナ問題が急速に解消しないという前提においては、需要サイドの強弱感という意味で、五輪後の中国経済の動向に注目している。日本においても物価上昇は無関係ではいられないが、バラマキと緩和を続けたい政治と中銀は国民の苦境に目を向ける可能性は小さく、国民生活感覚とは若干異なるCPIに固執することで、現状の政策を続けることになろう。

・今回のコロナ・ショックでは、リーマン・ショックと異なり、信用収縮は発生せず、金融市場の機能も大きく毀損していない。そのため、量的緩和を通じた流動性供給は、金融機関に対してではなく、融資などを通じ、家計や企業に対して実施された。すでに家計と企業の流動性残高は十分に増加しており、量的緩和の役割は大方終了したと考えられる。そのため、量的緩和が早く終わっても、金融市場への影響は限定的と思われる。そもそも、量的緩和の終了は、直ちに利上げを意味するものではなく、また、量的緩和が終了しても、FRBのバランスシート規模は、当面維持される見通しであることから、米金融政策正常化に対する過度な警戒は不要であろう。

・市場の米国利上げ織り込みはやや過大と考える。為替市場では大きな動きは予想していないが、ドル円はこれまでの上昇から小幅の反落をみている。

＜銀行＞

・日米欧三極で唯一、一般物価である CPI が上がらない日本は金融政策の正常化議論ができない。これに対し FRB や BOE は言うまでもなく、ECB も利上げまでは行きつかずとも「量」の緩和は終了に向かうだろう。自ずと日銀の孤立感が「円売り」のテーマとして浮上しやすいと予想する。

・パウエル FRB 議長は物価上昇は一過性との表現を改めており、22 年前半にはテーパリングの早期終了に加え、利上げが視野に入ってくると思われる。それに対して、国内の物価上昇圧力は乏しく、政策正常化は見通せない。とはいえ、次期日銀総裁人事は 22 年末に向けて注目度が高まるだろう。

＜その他＞

・量的緩和の縮小ペースの加速は織り込み済み。ただし、そこから利上げには距離があるのではないかと。物価上昇率は前年との比較なので、今後の物価上昇率が高く出るためには、さらに物価が上昇する必要がある。資源エネルギー価格には一服感も見られつつあるなど、供給網の問題が継続しても、価格上昇圧力が弱まるのではないかと。そうであれば、利上げを 2～3 回実施は難しいと想定される。

・インフレ動向などにより思惑が錯綜し易い状況が続くものの、基本的に金融政策の正常化への距離が近い順に米ドル、ユーロ、日本円であり、原油価格が予想通り下落するとすれば、為替相場の強さもその順になると予想。

・今後 1～2 年スパンにおいて、主要各国・地域の金融緩和解除ステップが進む過程で、ユーロの堅調と資源高が重なると、ドル

指数が低下し、新興国が浮揚する展開もありうる。このドルに対して円は独歩高になる可能性がある。これは 2004～07 年に見られた巡り合わせで、当時の新興国・資源投資ブームを円キャリーが促進した。来る場面では、新興国にはまだ脆弱性があり、ユーロがドル指数低下の受け皿になれるか不確実性がくすぶる等、条件面に見劣りする面があるが、単純に新興国からの資金流出にならないシナリオも留意する必要がある。

・先進国通貨間での強弱はドル一強ではないだろうか。利上げをするわけだからそうなることに違和感はない。ユーロはテーパに入れるのかどうか、日本は永遠の緩和継続という感じである。グローバルにみれば中国の緩和が見逃せない。人民元売り圧力が嵩む場合には中国企業が抱えるドル建て債務問題が意識されることになるだろう。過度の人民元安を阻止するために、中国当局は介入を実施する可能性まで視野にいれておくべきか。この時、米国は中国を晴れて為替操作国としてやり玉に挙げるのならそれもよし。市場は米中対立のフェーズを次の段階に入ったと認識するキッカケを待っていると思うので結果的に特段のサプライズにはなりそうもないのだろうと思う。

・2022 年も景気・物価・金融政策格差は米＞欧＞日で変わらず。ただ日欧間の格差は僅差でドルが独歩高に。なお景気堅調推移のなかリスク選好は鈍化しつつも維持されるとみるが、米金利上昇がリスク選好を大きく後退させる事態となればユーロと円の強弱は逆転し円＞ユーロとなるリスクシナリオの可能性もややある。

QUICK月次調査に関するお問い合わせは
株式会社QUICK ナレッジ開発本部
ナレッジコンテンツグループ 編集チーム
(電話 050-3529-9187) までお願いいたします。

「QUICK月次調査ご利用にあたって」

この度は、弊社が実施する「QUICK月次調査」にご協力頂き誠に有難うございます。恐れ入りますが、以下の内容をご確認頂き、ご了解の上でご利用頂きますようお願い致します。

【個人情報の取扱いについて】

調査票に記載・入力頂きました個人情報につきましては、「QUICK月次調査」の調査・集計及び結果の開示、弊社の提供する商品・サービス及び弊社が携わる各種イベント企画に関するご案内並びにこれらに付随する業務を行うために必要な範囲で利用させていただきます。

個人情報は、以下に該当する場合を除き、第三者に開示することはありません。

- (1) 開示または提供時点において既に公知であった情報および開示または提供後に弊社の行為によらずして公知となった情報
- (2) 法令上正当な権限を有する第三者から守秘義務を負わずに取得した情報
- (3) 法令上の手続に従って開示、提供が求められた情報

その他弊社のプライバシーポリシーにつきましては、下記のURLをご覧ください。

URL : <http://corporate.quick.co.jp/other/policy/>

【知的財産権の帰属等について】

ご回答いただきました内容に基づき弊社が編集又は加工し生成する「QUICK月次調査」の集計結果に関する一切の権利（著作権等の知的財産権を含みますが、これに限りません。）は、弊社に帰属します。

「QUICK月次調査」は、調査票にご回答いただきました皆様、および、弊社が必要と認める第三者に集計結果を提供しますが、この集計結果の内容の複製、編集、加工、二次利用等、および、第三者への配布については、これを禁止します。

【免責事項】

調査票により弊社に寄せられました各社様からの回答内容につきましては、その正確性、相当性及び完全性を、弊社が確認する義務を負うものではありません。

「QUICK月次調査」の内容及び管理運営については万全を期しておりますが、弊社がその内容を保証するものではなく、これらによって生じたいかなる損害につきましても、その原因の如何を問わず、弊社及び弊社が指定する者は一切の責任を負いません。また、弊社は、原因の如何を問わず、通信機器、通信回線、商用ネットワーク、コンピュータ等の障害によって生じた「QUICK月次調査」の伝達遅延および誤謬、欠陥について一切責任を負いません。

「QUICK月次調査」の伝達は、技術的不可避な理由によって遅延や中断が生じることがあります。

「QUICK月次調査」の内容は、弊社の事由により変更されることがあります。

「QUICK月次調査」は投資判断を目的としたものではありません。利用については、利用者ご自身の判断と責任において行って頂くものとします。

「QUICK月次調査」の内容が、弊社の許可なくリンクされた第三者のウェブサイト上に掲載されている場合、弊社が当該ウェブサイト上の内容の正確性及び相当性について責任を負うものではありません。

以上