

## 経済金融研究会

### 「日米の政治・経済・金融市場動向とドル円相場の見通し」

三菱UFJモルガン・スタンレー証券インベスタメントリサーチ部チーフ為替ストラテジスト 植野 大作氏

令和6年9月11日

【植野】 皆様、こんにちは。ただいま御紹介いただきました三菱UFJモルガン・スタンレー証券の植野と申します。

本日は、皆さんお忙しい方ばかりだと思うんですが、私みたいな者の話を聞くためにこうやってお集まりくださいまして、本当にありがとうございます。光栄に感じております。

私も今回お声がけいただいたときに、13年間やっている研究会だということで、過去出られた方のリストをざっと見させていただいたんです。皆さんエコノミストの方がお話しされるケースが多いので、経済金融研究会というそういう講師になるのかなと思ったんですけども、何で今回私みたいな為替しかやっていないような人間に声かけていただいたのかというと、為替がすごく荒れているからだと思うんですね。

実際、私も、今年は本当に為替の予想って苦労していて、はっきり言うとあまり当たっていないですね。年明け能登の地震があったときって、1ドル円140円でスタートしたじゃないですか。正月のときには、恐らく7か月後に38年ぶりに162円に行くなんて夢にも思ってなかったですけども、実際行っちゃったと。

その後、どこまで行くかなと思ったら一気に5週間で20円も下がって、141円まで目まぐるしく円高雪崩が起きたと思ったら、そこから切り返して150円ぐらいまでいって、また、今日140円割れすれすれぐらいまで落ちこちてきているということなので、一体何でこういうことが起きているのか、それから今後どうやって見ていくべきなのかということについて、私なりに考え方をまとめて今回まいりましたので、その話を今日、させていただこうかなと思います。

今から大体1時間程度お時間いただいていますので、5時過ぎぐらいまで私、お話をさせていただき、その後、多分私の話の内容で足りないところとか、ここ違うんじゃないとか、突っ込みどころ満載だと思いますので、御意見とかございましたら、何でもいいのでおっしゃっていただければ、議論させていただければと思います。

それでは、時間も限られておりますので、早速本題のほうに入っていきたいのですが、私も最初に予想、結論から申し上げますと、恐らく今年の7月3日につけた161円95銭という38年ぶりのドル高円安水準で、3年以上続いていた歴史的な円安局面は、もう1回終わっていると思いますね。

ですので、もう円高サイクルが始まっていると思いますから、ここから先は、為替はどちらかというと、もう少しドル安円高が進む。今140円割れすれすれぐらいまで来ていますけれども、きっと140円台はスルー

して、130円台でドルを買うチャンスは必ず来ると思っていますね。

ただ、どこまでいくかということに関して言うと、私はもうここまで下がってしまうと、ここから先のドル円の下落余地というのはもうそんなに限られてない。恐らく130円台には下がるけれども、平成の頃に見たみたいなの120円台とか110円台とか、100円割れすれすれとか、ああいう安い値段でドルを買うチャンスは、今回アメリカが利下げを始めて日銀が利上げしても、あまり行かないと思いますね。

何でそう思っているかということこれから説明するんですけども、まず歴史的な円安が一旦終わってしまったという背景については、恐らく2つの要素が絡んでいると思います。

1つは、こちらのチャートにあるんですけども、テクニカル的に見てこれ以上円安が進んだら、チャートの見た目が壊れてやばいことになるという、もうきわきわのタイミングで、日本の財務省が過去見たことがないような強烈な金額で外貨準備を取り崩して、介入をやったと。結果的にチャートの見た目が壊れる前の時間稼ぎに成功したというのが1つ。もう一つはそうやって時間稼ぎをやっている間に、ついにアメリカが利下げしてくれるというふうにコミュニケーションを取ってきたこと。この2つが大きいと思います。

まずテクニカル的に見ると、こちらのチャートにありますように、この7月3日につけた161円95銭という高値は38年ぶりのドル高円安水準でしたから、いわゆる2000年代とか1990年代につけた過去のピークは、これ全部もう抜いちゃっているんです。ですから、もうプラザ合意前の262円までの間に、最後にまだ攻略されてない砦は1個しか残ってなかったんです。

ここです。1986年11月だかに、私、多分大学生ぐらいの頃なので記憶にないんですけども、164円50銭という数字がどうもあるらしくて、もうこの山を抜けちゃうと、プラザ合意後の下落幅の半値押し半値戻しのセンターラインがこの赤い線なんですけど、169円どころを走っていると思いますが、もうそこももうほとんど間近に迫る。

この辺りの164円とか169円とか、一気に抜けちゃうと、もう「半値戻しは全値戻し」の格言の世界に入ってしまうから、プラザ合意前の262円まで、ほぼ青天井、真空状態になってしまうので、多分チャート的には物すごく円安が進みやすい形に変わっていたと思うんです。最近こういう見た目の変化ってばかにできないのは、人間じゃなくてAIに為替の売買を任せるようなトレード手法なんかもはやっているからなんです。

ですので、人間は、ちゃんと自分の感覚というものがありますから、まさか164円50銭を抜けたからといって一気に170、180は行かんだろうというふうに思いますよね。ただ、機械というのは人の心を持っていないので、トレンドが上向きでテクニカルポイントを抜けたら、もうこうやって売り買いしろというプログラムがあると、それを忠実に実行したりするので、本当にここを抜けていたら円売りが円売りを呼ぶような市場心理の瓦解現象というのが起きかねないような局面だったと思うんです。

なので、もう退官されましたけれども、財務省の神田財務官は、もうここはとにかく、建前としてはレベル

を意識してないとはおっしゃっていましたが、明らかにレベルを意識して160円以上の円安を進むのを阻止するような、かなりメッセージ性の強い介入を今年実施されました。どれだけドラマチックな介入が今回起きたかというのを、次に見ていただきたいと思います。

こちらは用意した資料の3ページ目。今年は、ドル売り介入は2回やっていますね。1回目はゴールデンウイークの前半。2回目は7月の中旬です。

まず、この一発目のゴールデンウイークの前半にやられた介入というのは、私、休みを取っていて、奈良に旅行に行っていたらいきなり160円。34年ぶりに抜かれて、鹿に煎餅をあげていたら一発目の介入が入って、翌日もう休みキャンセルして、会社に出なきゃいけない羽目になったんですけれども、このときの介入は本当に工夫されているんです。

というのも、まず何でこの昭和の日の祝日午前中に、何にも材料がないのに160円抜けたかという、恐らく米系ヘッジファンドが犯人だと言われているんですが、変なデマを流していた人がいるんです。要は今、働き方改革って政府主導で日本やっているじゃないですか。この令和の時代、部下の労務管理とかむちゃくちゃやかましいですよ。

ですので、祝日はどんなに円安になっても、財務省と日銀と受け手の金融機関が休日出勤しないと介入ってできないから、祝日は何ぼ円安で攻めても介入出てこないなんていうデマを流していた人がどうもいたみたいなんです。それがきっかけだったか分からないですけども、とにかく昭和の日の祝日に、もしニューヨークの人が犯人だとしたら、彼ら日曜日の夜中に会社出てきて、円売り投機しているって話ですよ。

多分こんなタイミングで、何の脈絡もなく160円抜けるというのはもう投機以外考えられないから、そこで多分介入のスイッチがばちっと入った。そこで一発目の介入が東京市場の13時過ぎに入るんですけども、このときの介入の面白かったのは、1回介入やめて死んだふりしてフェイントかけてからもう1回やるんです。つまり、160円超えたドルを155円まで下げるためには、恐らく数兆円サイズ。何万本もドル円をこのとき売らないと、こんなには下がらないですよ。

その後、狂ったようにドル売っていた人たちが一旦ばちっと介入やめると、当然自律反発してくるので、戻り高値をもう1回殴ってやろうと思って隠し玉を用意しておいて、次に2発目を発動したのが、ロンドン市場の朝8時。我々の業界でロンパチって言われる、ヨーロッパ勢の人たちが入ってくる出会い頭もう一発入れる。

今度は154円まで下げて、その後、1日半ぐらいたまた休んで、もう終わったかなと思わせてから、今度は5月1日の平日の何の変哲もないニューヨーク市場の夕方16時過ぎ。アメリカのヘッジファンドの人たちがもうそろそろ帰り支度をして、5時以降ビールでも飲みに行きませんかみたいな話を同僚としていたらいきなり介入が入って、残業しなきゃいけない羽目になるというようなことを今回やっているんです。

何でこういう複雑な介入をやったかという、やはり2つのメッセージを伝えたかったんだと私は推測して

いるんです。

1つは、さっき言ったようにテクニカル的に160円超えると重要なポイントがいっぱい並んでいるから、とにかくこの場の局面、160円超えたらレッドラインを超えるよということを、まず示したかったというのが1つ。

それともう一つは、祝日でも平日でも関係ありません。東京でもロンドンでもニューヨークでも関係ありません。月曜日から金曜日までだったら24時間体制で介入をやるだけの意思と能力を持っているということが多分示したかったんだと思うんです。

ですので、コスパだけを考えたら、多分3回に分けないで1回でやったほうがドルを売る金額が少なく済んだはずなんですよ。3回に分けてやっているから、結局153円まで下げるのに、9.8兆円もドルを売っているということなんですよ。1連の介入の塊としては、これは多分史上最高金額だと思いますので、相当強烈なメッセージを送りました。

ただ、残念なことに外国為替市場というのは規模が大き過ぎて、1日の取引ドル円だけで150兆円ぐらいありますから、多分その10兆円ぐらいドル売ってショックを与えても、結局アメリカが利下げを始め始めるまでの間の時間稼ぎしかできなかったのが、当時このゴールデンウィークの前半の頃というのは、パウエル議長が利下げ「ヤルヤル詐欺」みたいなことになっていて、いつか利下げはするんだけど、条件が整ってないということなんで、いつ利下げしてくれるか全然分からない状況だったから、10兆円近くもドル売って、7円近く下げたのに、結局2か月半でこの介入の効果が切れてしまい、また7月あたりに160円抜けてくるわけです。

そこで、財務省怒りの介入第2弾というのが入ったのが、7月11日と12日連日なんですけれども、こちらのドル円のティックチャート見ていただくと、私がこのときすごく印象に残ったのは、この一発目の介入です。今晚、アメリカで8月分のCPIが発表されると思いますが、この日の夜は6月分のCPIがやたらめったら注目されていました。

そこで、日本時間の夜中9時半に発表されてみたら、市場予想よりもCPIの伸びが鈍化していたんです。だから介入なんかやらなくても自然にドルが下がって161円台だったやつが、1円ぐらいドンと下がるんですよ。下がっているドルを、あえて押し下げような、こういう介入をやるんです。

これは、一般的には介入の原則から言うと、ちょっとルール違反というか、マナー違反というか、そういう介入に近いんですね。というのも、為替介入というのは、法律的には正式名称何て言うかという、「外国為替平衡操作」って言いますよね。要は、特定のレベルをブロックしたり、特定の方向感だけを目指すようなことに介入は使っちゃいけないと。あくまでも平衡操作なんで、上や下に飛び抜けたときにそれを平準化するためにやるのが通常為替介入の建前なんですけれども、このときはもう本当に明らかに下がっているドルを売りに行ったわけだから、明らかにこのレベルを嫌がっていて、方向は下だというメッセージを強烈に送るんです。

ですから、ちょっと言うと、何か結構頑張った介入をやっている感じ。頭を下げている相手の後頭部をトンカチで殴るような介入をやっているの、明らかに方向を意識していますよね。2夜連続で今度PPIが発表された後もドル売り介入をやったので、結局ここで160円を超える円安は許さない。このときには、たまたま二回で済んだので5兆円ぐらいのドル売りで済んだんですが、これだってすごい金額ですよ。

これも、もしかしてアメリカが利下げしてくれるって、その後、言ってくれなかったらどっかで時間切れになったんでしょけれども、ようやくこの後、20日後ですよ。7月31日のFOMC後の記者会見でパウエルさんが「As soon as the next meeting in September」、早ければ次回9月の会合で、金利を下げる事ができると思うということを明言した。

これは本当に中銀トップが、特定の時期を明言してそういうことというのは、非常に珍しいから、そこでマーケットの心理がガラッと変わってここでようやく利下げが始まるなど。その後、8月下旬のジャクソンホール会議で、もう政策をアジャストする時が来たということを彼が言ったので、いよいよもう介入やらなくても、これからアメリカの金利が下がってくれば、ドルの値段が下がりそうな状況にはなったわけです。

そこで今後、今注目されているのが、来週の水曜日アメリカがどれぐらい金利下げるかということなんですけれども、アメリカの金利の動向ということで、ここから先はアメリカの金利の見通しをしたいと思います。

今これ見ていただいているのは、世界の6大通貨圏の金利です。世界で最も取引量の大きな6つの通貨の短期の基準金利、政策金利を見たものですが、何と今世界一流動性の高いドルに、先進国で一番高い金利がついているんです。この間ニュージーランドが利下げしたんで、今、世界6大通貨だけじゃなくて先進国通貨全部見ても、ドルの短期金利が一番高いんです。

我々もちょっと想像するとすごいことが起きているんですけれども、例えば銀行預金で5%以上の利息ついたらうれしくないですか？ドルって今そういう状況になっているから、この状態がほぐれなかったら、もうドルの人気は鉄板状態。多分介入やってもドル安になんか全然なんないし、日銀が地味に利上げしたぐらいじゃ、円安止めるとか無理でしたね。

というのも、ドルという通貨は、世界6大通貨の中では一番流動性があるって、世界一使い勝手がいい通貨だから、私の事業法人のお客様なんかにも沢山そういう方いらっしゃるんですけども、金利が0%でもドル欲しいって人、世界中に山のようにいるわけです。実需のある人というのは。金利ゼロでもいいからドルというのは持ってりゃどっかで使えるし、誰でも受け取ってくれやすい、世界で一番使い勝手のいい通貨だから、金利が0%でもドル欲しいですって人は、日本だけじゃなくて世界中に山のようにいますから、そのドルにこんなに魅力的な金利つけられたら、そりゃドルの値段なんて介入やったぐらいじゃ下がらないですよ。

介入やって五、六円ドーンとドルが下がったら、もうみんなありがとございますって言って、値段の下が

ったドル、これだけ金利についてはみんな買いに来るし、日銀が3月にマイナス金利解除してイールドカーブコントロールをやめて、明らかに金融引締めへ転じているのにちっとも円高にならなかったというのは、ドルの金利の魅力が高過ぎたことが私は一番の原因だと思っています。

だからそこが今回変わってくれたので、トレンドが変わるんですけども、じゃあここからドルってどれぐらい金利下がるんですかというのが次問題なんです。私自身は来週の水曜日のFOMCで、最初の利下げが0.25%から0.5%かというのはあまり関係ないと思うんですよ。入り口どれだけ下げるかというのは、最終的にどこまで下げるかということが今重要になっているんですけども、それは恐らくここから2%ぐらいはドルの金利下がるだろうというイメージなんですよ。

次に、今度6ページ目のこちらのチャートを見ていただきますと、こちらは、先週末金曜日の雇用統計が発表された後の時点で、どういう折り込みになっているかと。赤い線が当社の予想で、私が所属しているチームの米国担当のエコノミスト、森山というんですけども、彼は一発目の利下げは0.25ですと。その後、0.25%刻みで、大体9回下げるので、2026年の春に大体3%ぐらいのところまで金利下げて、ここがターミナルレートで利下げ打ち止めという予想をしています。

一方で、マーケットは一発目の利下げが0.5%と見ていて、前倒しで利下げはするんですけども、最終的にはだんだんなだらかになっていって、同じぐらいの時期で見ると、うちの会社よりも1回分多いかな。森山は9回利下げ説。アメリカの政策金利先物市場では10回利下げ説なので、今5%を超えているドルは大体3%前後ぐらいまで金利が下がるというのが、現時点での世の中の的中的な見通しなのかなと。これらの予想が当たらずといえども遠からず、今5%を超えているドルの金利が3%ぐらいまで下がるんだったら、普通ドルの値段下がるよねって考えるのが普通ですね。

私もこの仕事を長くやっていますが、基本的にその金融政策の大きなトレンドが変わって、為替のサイクルが変わると、大体どんな通貨でもトップから1割から1割5分ぐらいは最低動くので、例えば今回介入でバチっと止めた161円トップで1割引だったら16円引きじゃないですか。145円ぐらいになりますよね。15%引きといったら24円引きになりますから、137円とかそれぐらいになるので、恐らく実際に利下げが始まれば、140円台はスルーして130円台で買うチャンスは十分来ると思うんです。

ただ、私がこういうお話をすると、よく突っ込まれるのは、今から2%もドルの金利が下がるんでしょうと。なのに、ここからはもうあと140円まで下がっているわけだから、数円ぐらいしか、四、五円しか下がらないのというのは少なくないですかということをよく言われるんですけども、私はそうじゃないと思っています。

というのも、これからアメリカが実際に利下げをして日銀が利上げを始めても、大してここから先の円高はあまり進まないと思っているのには、3つの訳があるんです。

1つ目の訳は、この青い線が示しているんですけども、市場がもう3%ぐらいまでアメリカの政策金利

が下がるのを予想しちゃっているということ。外国為替市場の村に暮らしている私みたいな住人は、性格的に前のめりでせっかちな人がほとんどだから、将来こういうことが起きるぞという情報が入ってくると、起きる前に先回りして動いてやろうという形になるので、もうアメリカの政策金利先物市場で3%割れのところまでFF金利織り込んでいるんだったら、これも織り込み済み、予想済みなんですよ。

だから、外国為替市場の人というのは、予想していない利下げにはすごく激しく反応してドル売りますけれども、予想どおりの利下げだったら、「え、やったの？」じゃなくて「やっぱやったんだ」って話になるので、地味なドル売りリアクションしかしない状態になっていると思うんです。

ですので、恐らく7月トップの161円台から現在ボトムの140円、もう20円以上ドル下がっている過程で、もう脳内シミュレーションはかなり終わっていて、アメリカが多分3%ぐらいまで利下げをして、後でお話ししますけれども、日銀が1%ぐらいまで金利上げるというのは、ある程度予想した上でもう既に値段が付き始めている感じだと思うんです。これが1番目の理由です。

2番目の理由は実は金利の方向感ではなくて、レベル感に注目すると、さっき見ていただいたように、日銀の利上げって、はっきり言って、周回遅れでやっているじゃないですか。こんな感じで。よその国が、プーチン大統領が始めた戦争インフレを退治するために思い切り金利上げて利下げののり代をつくって、ようやく利下げするかなという今ぐらいになって、一周遅れて地味に金利上げているんで、金利の方向感だけ見ると、アメリカ利下げ日本利上げでドル安円高なんですけれども、金利のレベルを見ると、明らかに円の金利が低過ぎて、むちゃくちゃ円高に多分ならないと思うんですよ。

といいますのも、7ページ飛ばしていただいて次、8ページ見ていただきたいんですが、日本の金利が、利上げしても低過ぎると思うんです。というのも、こちら左がアメリカ、右が日本なんです。金利のレベルを比較するために作ったものなんですけど、一番左の棒グラフが翌日物金利です。その後、3年、10年、30年、3年、10年、30年と並べているんですけども、アメリカの場合は、これから利下げ始めるんですが、インフレ抑制のために、1回、もう実質金利を物価目標2%から3%以上も高いところまで思い切り利下げののり代をつくってから、おもむろに金利を下げてくるという状況です。

ですから、これから翌日物金利が下がってくるというふうには利下げ期待、金利の先安感がありますので、翌日物金利が今一番高くて、3年金利のほうが低いという、こういう状態にはなっているので、金利の方向感としては下向いていますね。

日本はその逆で、今年の3月に8年以上続けていたマイナス金利を解除した後、7月に植田さんが0.25%まで金利を上げた。その後、植田日銀総裁いわく、「日銀の見通しどおりの経済状況であればこれからも金利を上げ続ける」というふうにおっしゃっていて、今日も中川順子さん、審議委員がそのお話をしたんで140円まできているので、金利には先高感があるから、通常方向は上向いていますよね。

ただ、先ほど申し上げましたように、よその国がインフレ退治の利上げを思い切りやって利下げののり

代をつくっている間に、日本は全くマイナス金利解除しないで、周回遅れで利上げ始めているので、ここから地味に利上げしたところで、もう物価よりも勝てない金利しか稼げないというのが今の日本の金利の残念なところですよ。

例えばアメリカの企業財務の担当者さんであれば、今、より取り見取りですよ。こんなに楽に会社のキャッシュを運用するのが楽な状態はない。つまり、企業財務の担当者で会社がお金余っていたら、別に銀行預金にポンと預けておいてもいいし、二、三年使わないなと思ったら、二、三年ゾーンの国債を買ってあげれば、その当該期間中の物価2%に負けない利息をずっと稼がしてくれるから。結局何にも元本を削るリスクを取らずに会社の財産を実質的に増やし続けることが簡単にできちゃう。それが今のドルです。利下げしても実質金利プラスというのはそういう状態だから、ドルの人気は利下げすれば落ちますけれども、ガタ落ちにはならないと思うんですよ。

一方で日本は、これから利上げするよって言っていますけれども、どこまで利上げするのかというと、大体どんなエコノミストに聞いても、実質金利プラスまで上げるって人、1人もいないですね。私、今まで聞いてないですね。大体1%ぐらいまで数年かけて上げられたらいいところなんじゃないの。もう本当に日銀の利上げで円安止めたいんだったら、欧米並みに物価上昇率に勝てる利息を、金利をつけなきゃいけないので、例えば、翌日物金利2.5%まで上げりゃ、それはやはり円安止まると思いますよ。だって、安全確実に物価に負けない金利を円でも稼げるってなったら、状況変わってきますから。

ただ、でもそんなことしたら、たぶん長期金利が3.5%とかそういう状況になると思うので、政府の利払いが増え過ぎて、多分その機動的な財政を打てなくなるとか、財政赤字の問題がかえってクローズアップされるとか、資金繰り倒産を起こす中堅・中小企業が増えるとか、あるいは住宅ローン返すのが大変な人がどんどん増えるとか、円安とは別の問題が起きると思うんですよ。

ですから、政府としては、日銀には歴史的な円安は止めてもらいたいんだけど、金利はむちゃくちゃ上げてほしくないという状況だと思うんです。

当の日銀も、恐らく今の日本経済に欧米並みに物価上昇率に勝てる金利を短期でつけるだけの基礎体力が備わっていないと判断しているのであれば、これから日銀が利上げしても、日本の政策金利は先進国で唯一今はマイナス金利、実質マイナスゾーンに沈んでいるんですけども、その状態自体はほぐれないですよ。

今は新興国まで見ても、実質マイナス金利政策やっている国ってトルコと日本ぐらいしかないので、そういう状態のときというのは利上げをするたびにワнтаイムの円高ショックは起きるんだけど、円の上値をずっと追いかけて買い続ける人が出てこないと持続的な円高圧力というのは起きないんですが、この金利だと無理だと思いますね。

日本の短期金利が1%ぐらいまで引き上げられても、私は構造的に円安を止めるのは無理だと思うので、

結局アメリカが利下げやっている間だけはドル安圧力が発生するから円安は止まって多少円高に振れるんだけれども、アメリカの利下げが止まってしまうと、ドル安円高もそここの水準で止まってしまうような、そういう残念な金利しか円はしばらくつけれないというふうに思っています。これが2番目。

3番目の理由、私はこれが一番重要だと思っているんですけども、7月高値の161円から8月足元安値の140円まで、もう5週間で一気に20円ぐらい円高雪崩を引き起こした犯人。投機筋の円キャリートレードの巻き戻しというのがもうほぼ全部終わっちゃっているということなんです。というのも、こちら9ページのチャートを見ていただくと、過去20年分ぐらいのシカゴ通貨先物市場のドル円のポジションが青い線で、実際のドル円相場が赤い線。ドル円相場はひっくり返していますので、下に行くと円安。

なので、今回7月に161円まで円安が進んだところは、見ていただくと、海外投機筋の投機的持ち高の代理変数であるシカゴで見ると、何と過去20年間で見たこともないような円キャリートレードのポジションが膨張していて、マイナス19.5万枚の円売り超過だったわけです。

つまり、3年ぐらいかけてじっくりじっくり増え続けていた円キャリートレードのポジションがたった5週間でなくなったんですよ。要は、例えて言うならば、3年ぐらいかけて雪がずーっとこんなに分厚く積もっていて、3年半ぐらいかけて積もった雪が5週間で全部流れ落ちたというぐらいのことが起きたんで、物すごい運動エネルギーがそのときって生まれますよね。なので、5週間で20円なんてちょっとびっくりするようなペース。あんなの絶対スピード違反なんで。

というのも、7月から8月までの1か月間で、5週間で20円落ちるということは、そのまま今年の大みそかまで同じペースで下がったら、今年の年末のドル円って1ドル60円になるようなペースで下がっていたわけですから。何であれが起きるかという、よほど特別なことが起きないとあんな円高は起きませんので、これはやはり円高雪崩を起こしたのは、円キャリートレードの一気の巻き戻しですよ。

今はどこまで来ているかというと、9月3日の段階で、もう4.7万枚の円のロングポジションまで来ちゃっている。過去見ると、円の売りポジションというのは、増えると18万枚とか19万枚まで増えるんだけれども、縁の買いポジションというのは増えても8万枚から7万枚が限度なんです。

要は、円売りポジションというのは時間をかけてじっくり増えて、すごい金額になるんだけれども、円買いポジションというのは、滞空時間も短いし、そんなに増えない。これは何でかという、ポジティブキャリーのミルク補給をもらえるか、ネガティブキャリーの兵糧攻めに遭うかという違いがすごく大きいんです。

円の売りポジションというのは何で時間をかけて増えるかというと、毎日毎日、日米金利差の日割り分の金利収入を受け取っているからです。要は円キャリートレードというのは、金利の安い円を借りてきて、金利、今だと5%のドル買っているから、日米金利差五百数十ベーシスを365日分の1ずつスライスした金額を毎日毎日、受け取っているから、為替が動いてなくてもミルク補給があるから、しっかり金利を受け取りながら、ポジションを、時間を味方につけてじっくり増やすだけの精神的余裕が生まれるわけです。

ところが、こっちの円の買いポジション。ブルーのラインがプラスの領域に入ると何が起きるかという、途端に兵糧攻めに遭うわけですよ。つまり、円をロングにするということは、今だと金利5%でドルが借りてくるから、借りているドルには5%以上の利息をせっせと払いつつ、持っている円からは0.25%の利息しかもらえませんかという状況だと、マイナス550ベーシスの金利負担を毎日持ち出しで削られるわけです。

戦国時代の戦い方で言うと、兵糧攻めに遭っている城方みたいな感じです。とにかく毎日毎日、ネガティブキャリーの兵糧攻めに遭うから、為替が動いていないと、どんどんどんどん兵糧が減っていくわけです。

なので、円ロングのポジションというのは、相当期待の入った精神力の強い人じゃないと長く持ち続けたり、大きく増やしたりするのは厳しいんです。つまり、籠城さえしていれば、兵糧がなくなって餓死する前に必ず円高の強力な援軍が来てくれて、私は解放されるという。円高の援軍が来るということを強く信じるメンタルがないと増やしにくいから、過去20年間で見ても、円ショート膨らみ具合と円ロングの膨らみ具合及び滞空時間の長さというのは全然違う。

なので、今回はもう9月頭の段階で5万枚近くまで円のロングが進んでいる。今日、さっき140円70銭台まで行きました。ちょうど去年の12月28日、9か月半ぶりぐらいの円高がさらに進んでいるので、今もう5万枚超えているんじゃないですかね。今日あたり。ということは、ここから先円買いポジションが増えたとしても、あまりもうここから先は円高に進む余地ってないんじゃないかなというふうに思います。

ですから、基本的にはこれからアメリカが利下げ、日本が利上げということになれば、ドル安円高で方向は正しいんだけど、円高雪崩はもう終わっちゃっていて、もうここまで来ると、アメリカ3%ぐらいまでの利下げはみんな予想しちゃっているし、実質金利のレベルを見るとアメリカは下げても実質プラス、日本は上げてもマイナスという話になると、ここから先の円買いが進む余地というのは、そんなに残されていないイメージです。

これが、例えば8万枚か9万枚ぐらいまで行けば、140円割るぐらいのところには、多分この赤い線も上がるような気がしますけれども、その辺りで止まっちゃうんじゃないでしょうか。止まった後どうなるかということなんですけれども、私は、恐らくまたじわっと円安が始まると思うんですよ。

パウエルFRB議長の見通しが正しくて、これからアメリカ経済は減速するけれども、失速しませんと。雇用重視に軸足を移して、予防的に早く利下げをすることでアメリカ経済が後退を回避して軟着陸に成功したら、短期金利を下げていても、長期金利って景気を見て動くから、あまりアメリカの長期金利が下がらなくなる局面が来ると思うんですよ。

景気の底が見えた瞬間に長期金利の底が見えてくると、多分金利見ないでドル買っている人のフローが、物すごくまた効いてくると思います。というのも、令和の日本で、4年前に100円割れすれすれだったドル円が160円まで上がるって予想していた人は誰もいないと思うんですけど、何でこんなに歴史的な円

安が進んでいるかという、誰かが円を売っていないと起きないわけですよ。

その売っている人が誰かということを考えると、恐らくアメリカの金利が下がるとか上がるとか、日本の金利が上がるとかそんなの関係なくて、金利見ないで円を売っている犯人が誰かいるはずなんです。それが誰だったかということ突き止めてみると、令和の日本で多分4人ぐらい。金利見ないで外貨を買って円を売っている人たちがいるので、その人たちが引かない限りは、円高雪崩が終わると、また円安が始まると思うんですよ。

金利見ないで外貨買っているドル買っている人、4人だけ紹介しておこうと思うんですけども、近年、歴史的な円安を進めている犯人その1は日本の輸入企業さんです。10ページ目のチャートを見ていただくと、こちら赤いフォントで書いたんですけども、大体年に今15兆円ぐらい実需ドル不足しているんです。これどうやって計算するかというと、日本の財務省が毎月公表している通関貿易収支で見ると、いわゆる輸入のドル決済比率というのがすごく高いので、全体の貿易赤字がこちらにありますように10兆円切るところまで縮小しているんですけども、ドルで決済している部分の収支戻は今でも25兆円ぐらいのこの赤い線の先っぽなんです、赤字になっている。

これは何でかという、日本は資源がない国だから。結局食物とか食料品とかエネルギーとか金属、建築原材料というのは、人間が生きていくためには絶対必要な物資なので、グローバルにはドルで取引されますね。

ですから、日本はアメリカ向けにはすごい黒字稼いでいるんだけど、サウジアラビアから原油買うときドル払っているし、ロシアから家畜の御飯とか畑にまく肥料を買うときもドル払っているし、オーストラリアから鉄鉱石買うときもドル払っているんで、結局アメリカ以外の国には資源買うときにはいっぱいドル払っているから、資源のない国というのは、日本以外の国もそうだと思うんですけども、輸入サイドのドル決済比率がやたら高いんです。なので、全体の貿易赤字が10兆円切っていても、ドルの決済収支戻は25兆円を超える赤字がまだ残っている。

一方で、円で決済している部分の収支戻はというと、一応このブルーのラインの先っぽなんです、黒字は稼げているけれども、10兆円以下でしかも最近増えてないです。何でかという、日本でしか絶対買えないような、日本ならではの商品。これは円で取引できたりするらしいです。例えばむちゃくちゃ切れ味のいい包丁で日本じゃなきゃ絶対買えませんというようなのは、海外からバイヤーが来たときに、「ドルで買いたい」、「嫌だ。円で買ってくれる人じゃなきゃ売らない」って言ったら向こうは円で買うしかなかったりする。そういうものも日本は残っているから、結局円で黒字は稼げているんだけど、いわゆる特殊な商品というのは数量出ないですよ。

昔みたいに安いものを大量に日本で作っていて、それを輸出しているんだったら、円安になったらもっと安売りできるから、輸出が伸びてこの黒字が増えるんですけども、ちっとも増えてないです。

そういう状況なので、今実需決済の現場でどれくらいドルが不足するかというと、円の黒字が10兆円で、ドルの赤字が25兆ということになると、引き算すると10-25なんで、15兆円もドルが不足していて、これは金利が上がろうが下がろうが、来週FOMCが25ベースだろうが50ベースだろうが関係ないんです。とにかく問答無用で輸入企業は実需があるんで、ドルを買い続けるしかないんで、これが毎月出ている。

ですから、さっき見ていただいたように、ドルを売ったり買ったりするようなヘッジファンドの人たちというのは、何年もかけてためた円売りポジションを5週間でドーンと修正するというようなときに生まれる円高雪崩というのはあまりにも勢いが強いから、一瞬この影響が消えたように見えるんですけども、雪崩が収まると、年間15兆円ということは、毎月1兆円ずつ以上のドル買が発生しているわけだから、金利が上がる前から誰かドル買っているんで、ドルの値段が上がるというような構造にはなっちゃっていますね。

ただ、この貿易赤字でドルが不足するというのは実は平成の頃から言われた頃で、令和になってからの話じゃないんです。金利と関係なくドルを買っている犯人その2は、最近この令和になってから、皆さん注目されているのが、デジタル赤字の拡大なんです。これは結構厄介で、ドル需要がこれから増えそうなんです。

次に、11ページのチャートを見ていただきますと、こちらは日本の貿易収支ではなくて、サービス収支です。まず、いいニュースと悪いニュースがあるんですけども、いいニュースはインバウンドが復活したと。コロナが普通の風邪になったんで、思い切り旅行収支が増えて、今4兆円超えるような黒字に昨年度なりました。今年度は多分5兆円から6兆円に増えてくるんじゃないかということで、これだけ見ると円高要因なんですけれども、実はこれほとんどドル円に響かない円高要因なんです。

というのも、日本が稼いでいる旅行収支の黒字って、ほぼアジアなんですよ。中国・韓国・台湾・香港・ASEAN。こういったところはもういっぱい旅行客が来てお金を落としてくれるけど、日本人が向こうに行って落としている金はそうでもないんで、この旅行収支の黒字はほぼ100%アジアなんです。

対米収支はどうかというと、インバウンドとアウトバウンドがほぼ同じ金額なので、赤黒とんとんだったんです。去年とか昨年度とかも。要は、アメリカ人の観光客っていっぱい日本に来て物を落としてくれるわけですけども、日本人も、観光客だけじゃなくて、ビジネスマンとか政治家とかタレントとかスポーツ選手とか、やたらめったらアメリカ行きませんか。要は日本とアメリカって国力が違い過ぎるんで、アメリカの有名な政治家とかタレントとかそういうビジネスマンとか、ほとんど来ないですよ。

でも、日本人はアメリカに出張でしょっちゅう行っているから。結局出張で行くと、どんなに高くてもその分はちゃんと払うんで、結局インバウンドマイナスアウトバウンドで見ると、実は旅行収支ってほとんどアメリカ赤黒とんとんだから、ここの黒字はあまりドル円に響いてないと言われているんです。

一方で、サービス収支の赤字項目ってこの輸送とその他ですよ。輸送収支というのは御案内のようにほぼドルですね。というのも、国際貨物って飛行機もそうですけれども、船なんか特に、大体鉄鉱石オース

トラリアから買うときって船の運賃はドルで払わなきゃいけないので、これはほぼドルの支払いだと思っていいです。

一方で、その他サービスというのがこれ一番増えている。これがいわゆるデジタル赤字と呼ばれているものなんですけれども、いわゆるそのITインフラとかプラットフォームの、要はライセンス料の支払いとか、サービスの利用代金の支払い。

今、日本というのは、私も退官された神田財務官が主催された国際収支懇談会の委員もやらせていただいていたんですけれども、日本はデジタル植民地とか、IT小作人とかよく言われていて、結局我々が仕事とか生活を便利にしようと思って、こういったパソコンとかデバイスをどんどん使うと、マイクロソフトのOSとか使わないと、もう仕事にならないような状態にされていますよね。だから、毎年毎年マイクロソフトのOS使うのに、これだけライセンス料払って向こうに言われたら、小作人だから逃げられないから、それを言い値で払わなきゃいけないという状況になっているわけです。

ですから、我々がこれから令和の時代、どんどんどんどん人口も減っている国だからDX化は進んでいくと思いますね。そのたびにどういうことが起きているかという、グーグルとかマイクロソフトとかアマゾンとかネットフリックスとかOpenAIとか、シスコシステムズとかああいったところに全部お金を払っているんで、最終的にはこのデジタル赤字というのはかなりドルの支払いになっているんじゃないかと推測されています。

もしそういう推測が正しいようであれば、こっちの黒字はあまり関係なくて、こっちの赤字だけ見ると、年間で7兆円ぐらいありますよね。さっき見ていただいた輸出入決済のドル不足。15兆円に7兆円のデジタルの赤字の支払いを足したら、何と22兆円も問答無用でドル買っているフローが今の日本から外に流れている。

ですから、日本は資源もないしデジタルもないから結構ドルの支払いがすごく増えちゃっているというのが、貿易サービスの決済では起きています。

それに加えて第3の犯人です。今年の1月、政府大誤算だったと思うんですけれども、貯蓄から投資へ。金融資産所得倍増という形で、資産運用立国とかいろんなことを岸田内閣が閣議決定しました。目玉政策なんですか。NISAの成長投資枠倍にします。あるいは今年の12月からiDeCoの枠も引き上げます。やった途端に、日本の若い人たちがあまり日本株を買わないで、アメリカ株とか外国株をどんどん買い始めたので、何か円安のお手伝いをしているみたいな変なことになっちゃっているんですよ。

次の12ページ見ていただくと、いかに劇的な変化が今年の1月を境に起きたかということが示されています。こちらの投資信託を通じて、主に日本の個人投資家が、外国の株や債券を買った金額から売った金額を引いたネットの資金流出額なんですけれども、昨年の12月までの4年間は、平均すると大体月3,800億円ぐらいの資金流出で済んでいたんですが、1月にいきなり3倍に増えて、今年の1月から8月までの

たった8か月間で9兆円を超えるキャピタルアウトフローが起きています。

要は3倍速ですから、車に乗っている自分をイメージしたときに、時速60キロの車の助手席に乗っているときと時速180キロでぶっ飛ばしている車の助手席に乗っているときって、全然体感速度違いますよね。そういうことが今年の1月に起きているんです。これは、原因はNISA以外に考えられない。

もしそうだとすると、恐らくこの月間1.1兆、8か月で9兆円出ているキャピタルアウトフローは、七、八割ドル買っているんです。というのも、NISAで今一番売れている投資信託というのは、S&P500とオールカントリーですから。ですから、例えば毎月毎月積立投資でNISAでS&P500を1万円買っている人は、毎月1万円ドル買っているわけですよね。それを12か月続けるわけですよね。20代の若者が60代までやるということは、40年間、そんなこと続けるわけですよ。チリも積もれば山ですけれども、安定的なドル買いのフローですよ。

オルカン、全世界の株式に連動するものというのは、世界株インデックスって、時価総額の6割ぐらいアメリカ株だから、1万円NISAでオルカンを買っている人は、毎月6,000円ドルを買っているんです。多分数百円だけ日本株も買うから円も買っているんですけれども、残り数千円はユーロ買ったり、中国人民元買ったり、インドルピー買ったりということで、世界中の株式の時価総額に合わせて、でっかい株式マーケットがあるところにはでっかく外貨買い。ちっちゃいところにはちっちゃく外貨買いただけでも、このフローの恐ろしいところはずっと積立投資だということです。

要は先ほど見ていただいた円高雪崩を引き起こすような海外ヘッジファンドというのは、売ったり買ったりするじゃないですか。だから、何年間もかけてためた円売りの貯金を一気に5か月で吐き出すとか、そういうことをするから、短期的には相場を動かす瞬発力はすごい強いし、それがあると、何が起きてるんだというような円高事故が起きるだけけれども、積立てというのは売ったり買ったりしませんから、買ったり買ったり買ったり買ったりを何十年間も続けるというフローです。

ですから、途中で気が変わって「やっぱやめた。日本株とか円金利100%で積み立てていく」って若者が増えれば別ですけれども、増えなければ、これってこれからもどんどん増えるわけです。何でかという、うちの会社、今年4月に新入社員が130人ぐらい入ってきました。会社が用意しているDCプランとか、NISAとかiDeCoやっているかと、飲み会に行くと新人の子たちに聞かないですか。それで、何やってんのって聞いたら、円金利100%で老後資金積んでいるという若者に、まだ私、1人も会っていないです。

さっき言ったように、物価が2%以上で上がっている国で、物価以下の利息しかなかったら、元本減らないけれども、40年間ずっと物価に負け続けるから、資産を増やすことにならない。なので、エクイティーのリスクは取らなきゃいけないんだけど、結局日本株100%だけで持っている不安だから、世界中に散らしたほうがいいんじゃないかという人のほうが多いんです。

ですから、私としては、もうカルチャーショックを受けているんですけれども、私、昭和63年入社の人間な

ので、昭和生まれ昭和入社の人間ですよ。まだバブルが潰れる本当の手前で入社しているので、当時DCとかNISAとかiDeCoとかなかったです。ですから、節税メリットを使って老後資金自分で積み立てるってときには、会社が用意してくれている財形貯蓄とか、あんなのしかなかった。だから、私は円金利100%で元本を減らさないのが老後資金をためるコツだというふうに思っていました。若いときから。

それもあるから、今でもNISAとかやっていないんですけども、今の若い人たちは、ホームカントリーバイアスが異常に低い。例えばエクイティーのリスク取らなきゃいけないんだったら、日本株100%で持っているよりは世界に散らしていたほうが逆に安全だって思うようなメンタルの人たちが今増えている。

そうすると、来年も新人入ってきますよね。再来年も入ってきます。その後も入ってきますね。ですから、今大学とか高校とか中学で投資教育・金融教育は受けているけれども、まだ投資家になっていない子たちが、これから何十万人、何百万人と入ってくるわけです。そうすると、NISAの口座がこれからどんどん増えていくときに、同じ投資行動をやる人がいたら、今、月間1.1兆円で済んでいるのが、5年後、10年後には月間2兆になっているかもしれませんね。そうすると、もう輸入のドル買いどころのインパクトではないので、これは日本株だけこひいきするとか制度変更しないと、変な円安要因になっちゃいますね。

いずれにしても、今日ここで話したデジタル赤字とNISAの外貨買いは、昭和とか平成の為替アナリストは全く無視できてたものなんですけれども、令和の為替アナリストは恐らくデジタルの赤字とか、日本の個人の老後資金の積立て行動とかを頭の中に入れて需給分析しないと、多分為替予想が当たらない。そういう時代になっている気がします。

実はこれら3つを足すと、35兆円ぐらいキャピタルアウトフロー増えるんです。さっき言ったように、貿易で15兆ですよ。デジタルと輸送で7兆足して22兆ですよ。月間1.1兆って12倍すると13兆円ぐらいになるから、例えば、22兆に13兆足すと35兆円ぐらいのキャピタルアウトフローに第3の犯人まででなっています。

最後、第4の犯人です。金利見ないでドルを買っている、外貨を買っている人その4は、実は投資の目線を海外に向けているのは個人だけではなくて、法人もそうだって話なんです。それがどこに表れるかというと、財務省が公表している国際収支統計のうちの金融収支のうち、直接投資収支と呼ばれるこの13ページのところなんですけれども、実はコロナの時期に世界経済もやもやして不透明になったんで、1回どんと直接投資を通じた海外への資金流出超過額って落ちたんですが、コロナが普通の風邪になった瞬間に超V字回復して、今26兆円も出ている。

これは具体的には何かというと、利息や配当を稼ぐ目的で海外に投資するんじゃなくて、ビジネスする目的で行くので、海外企業をM&Aかけて買収して自分のものにしてしまったり、海外に新たな電気自動車の工場を建てたり、海外に新たなとんこつラーメン屋とか、牛丼屋をオープンするというような、そういうビジネス目的で出ていくお金から、海外の企業が国内の企業を買収するとか投資するとか、そういった金額

を差っ引いて、全体としてどれだけ出ているかということなんですけれども、これがもうこんな状態になっていて、その間ドル円も上がっているんです。

実はこれは需給分析するときには、引かなきゃいけない金額があります。それは何かというと、日本の企業って海外に子会社いっぱい持っているので、もう海外の子会社が外貨を現地で稼ぎますよね。稼いだ外貨を円に戻さないでそのまま投資に使う場合は、円売りは発生しませんので、そこ引かなきゃいけないんですけれども、その金額は10兆円ぐらい。でも、引いてどれぐらい日本から金出ているかというと、それでも十五、六兆円出ているんです。

そうすると、さっきの15兆と7兆と13兆にプラス16兆って、これ、全部足すと51兆円ぐらいになる。なので、近年の日本では、金利と関係ないフローで年間50兆円ぐらいの外貨買いが起きているわけです。ですから、令和の日本で多分ドルが安くなって買えるのは、私はワンチャンスだと思いますね。ワンチャンス。

とにかく、アメリカ経済が具合悪くなって金利を下けている間は、金利の動きを見てポジションをひっくり返す人とか、売り買いの態度を変える機関投資家とかヘッジファンドとかそういう人たちが瞬発力かけてばんと動かす金のほうが、瞬間的に勢いが強いから、その間、1割とか1割5分ぐらいドルは下がるんだけど、アメリカ経済が底入れして、短期金利が下がっていてももう長期金利が下がらなくなった瞬間に、金利と関係ない人たちがバンバン外貨買っていると、多分金利が上がる前からドルって底上げされて、2年後か3年後か分からないですが、アメリカが利下げ止まって今度利上げすると、また全力でドル上がっていくような気がしますね。

ですから、今回は1ドル=101から102円辺りを出発点にして4年ぐらいかけて160円まで上がった後に金融政策の潮目が変わるんで、1回130円台ぐらいまでは下がると思うんですけれども、そこで円安が止まって、130円台を登山口にしてまた上り始めると、結構あつという間にまた140、150、160ぐらいまでは来ちゃって、そこで介入をやって止めたりしないと、170とか次のドル高サイクル。アメリカが利上げした局面では行くような気がしてならないんです。

ですから、いずれにしても、令和の日本ではあんまり極端な円高ドル安は起きない、円高が止まってしまうと円安が起きやすい構造になっているということを念頭に置いた上で、事業計画とか運用計画を立てていかなきゃいけない時代になっているかなというふうに私自身は思っています。

最後に、1つだけ、今回の演題にあった日米の政治ですね。経済金融の話は今したので、これだけお話しします。

まず、図表はないんですけれども、最初に行われる自民党の総裁選です。私は、これはほとんどドル円に響かないと思います。というのも、一般的に持たれているイメージは、高市早苗さんが総理になったら、アベノミクスのサポーターだったから、積極財政なんで低金利・株高・円安の人だというイメージは持たれるから、何となくそういう雰囲気にはなると思うんですけれども、実際には、今、日銀が利上げしているよう

な局面、アメリカが利下げしているような局面で、そういう雰囲気だけで円安になるとは思わないですし、一方で、アベノミクスに安倍さんが御存命のときからアンチなコメントしていた石破さんが総理大臣になったり、安倍さんが亡くなった後に円安批判をして、日銀に利上げしろって言った河野さんとか茂木さんが総理になられたら、どちらかという円高かなというイメージは持たれると思いますが、誰が総理大臣になっても、日銀に利上げされて、例えば日経平均が1日で4,000円下がるとか、ああいうことが起きるとこのを見ちゃうと、利上げしろとは言いにくいと思います。いま、為替が160円だったら同じこと言うかもしれないですが、140円で同じことを言うかという、私は言わないと思うので、日本の総理が誰になってもあまり、イメージ先行でいろいろなこと言う人いると思うんですが、実際にはそんなに為替に響かないと思います。

更に言うと、先ほど申し上げましたように、結局、ドル円相場の値動きというのは、金融政策で言うと、もう8割方アメリカの状況で決まるんです。ですから、アメリカが利下げしてくれない間はどんなに日銀が利上げしても全然円安は止まらなかったし、介入をやっても円安を止められなかったじゃないですか。その後、アメリカが利下げするって言うだけでこれだけ世の中の雰囲気が変わるので、重要なのは、日本の総理大臣が替わったときに、アメリカの金融政策に影響あるかということなんですよ。

あまり醒めたことは言いたくないんですけども、恐らく日本の総理大臣が誰になっても、アメリカのGDPとかCPIには1ミリも影響しないと思うので、多分パウエル議長も全然気にしてないと思うんです。例えば、来週のこれからの利下げペースをパウエル議長が考えるときに、日本の総理がこの人だったらすごく下げようとか、あの人だったらあんまり下げなくていいなんていうことは考えてないので、そういう意味では多分、日本の政局はほぼ関係ないと思います。

問題はアメリカなんですけれども、恐らくハリスが勝つかトランプが勝つかということで、どういう影響がドルに及ぶかという、幾つかの政策の経路に分けて考えるのが頭の整理になると思うんです。大統領が替わったときに、アメリカの金融政策にどういう影響があるか。財政政策にどういうチェンジが起きるか、通商政策とか移民問題にどういう対応を取ってくるか。これによって多分為替インパクトは変わってくると思います。

まず金融政策に関しては、ハリスが大統領になったときには、先月言っていたんですけども、私が大統領になったら、金融政策には絶対に干渉しないということをやっていた。彼女、検察官で、もともと法律家ですよ。ロースクールを出ている人なので、法律重視だから、基本的には今のバイデンと同じで金融政策はチェアマンに任せる。だから、ここはノイズはないと思うんです。

ただ、トランプが大統領になったら、やばいことが起きるかもしれない。というのも、トランプさんはパウエルさんを首にするって言っていますから。だって、1期目で自分が大統領だったときに、イエレン元FRB長官を再任しないでパウエルさんを昇格させたのは自分ですよ、トランプさん。なのに、パウエルさんのことを、その後、すごく嫌ったんですね。

というのも、トランプさんって不動産屋じゃないですか。不動産屋さんって、金利上げる人、大嫌い。金利を下げてくれたほうが高い物件を売しやすいから、パウエルさんが利上げやめて利下げするときに、0.5%以上の大幅利下げを要求したんです。

大統領が具体的に金融政策の下げ幅とか要求するって異例だと思うんですけど、それにパウエルが言うことを聞かなかったんです。そしたら、ツイッターで「No “guts,” no sense, no vision!」って罵倒したんです。ガッツもセンスもビジョンもないやつだ、こいつはもう首にするってやったんだけど、任期がある間は大統領といえども首にできないから、2期目、自分が勝ったら首にしようと思っていた。だけれども、2期目バイデンさんに負けちゃって、バイデン大統領がパウエルさんを再任したから、パウエルさんの任期って2026年5月15日まで残っています。

ですから、トランプが2025年1月26日に大統領に就任しても、多分24年、25年の金融政策はパウエルがやるので、多分言うことも聞かないでしょうね。自分のことを首にするという人の言うことを聞かぬとは思えないので、しばらくの金融政策には影響出ませんが、逆に言うと、2026年5月16日以降のFRBのトップはトランプさんが指名して、上院が承認するというプロセスになりますので、不動産屋さんらしく、もう本当に金利下げの大好きみたいな人を、もしトランプが選んで上院が承認しちゃったら、あろうことか、基軸通貨ドルの価値の番人が不動産屋の子分みたいなイメージを持たれてしまうと、ドルの健康にはよくないですよ。

もちろん、あまりひどい人を任命したりすると上院が拒否するかもしれないし、そのとき上院の多数派が共和党か民主党かというのも今回の大統領選挙で決まるから、断言はできませんけれども、トランプさんが多分大統領になったら、2026年1月ぐらいから次の議長選びというのが始まるから、どんなネームが出てくるかによって、それがドル売り材料になるかもしれないから、ここだけちょっと要注意。

2番目の財政政策に関しては、赤いところが財政赤字拡大要因で、ブルーのところは要は財政赤字縮小要因なんですけれども、ハリスもトランプも今の公約見ると、選挙前でも大盤振る舞い口で言っているんですよ。ハリスさんにしてみれば、子育て家庭を支援するとか低所得者層に減税するとか、住宅買う人を助けてあげるとか、スタートアップ企業に、要は税額控除10倍にするとか、すごい大盤振る舞い言っていて、これ、多分財政の専門家に分析させると財源がむちゃくちゃ要ると。

ところが、財源はというと、法人税率28%に上げるとか、富裕層向けキャピタルゲインを28%に税率上げるとかこんなことしか言っていないので。これをまともに計算したら物すごく財政赤字が膨らんで経済に刺激が入ってしまうので、これだけ見ると金利上昇ドル高要因なんです。

トランプ候補も全く同じで、思い切り減税やるって言っていて、財源はどうするんだって言ったら、自分のお友達のイーロン・マスクさんを政府効率化委員会の委員長に任命して、無駄な歳出カットさせるって言っているんですけど、具体的なことは何も言っていない。なので、トランプが勝ってもハリスが勝って

も、この政策をまともにやったら、多分金利上昇ドル高なので、圧力が働くというふうにみんな思うと思います。

ただ、重要なのは、アメリカの場合は、日本と違って上下両院が予算審議で等しい権限を持っていて、日本みたいに衆議院通過したら自動成立ということはないです。それに大統領が署名しないと財政って動かないので、結局大統領も議会も全部ねじれが解消されて、トリプルブルーになるかトリプルレッドにならない限りは、何ぼこんなことを言っても実際には実現しないので、だからトリプルブルー、トリプルレッドになった場合だけ、財政出動への期待から金利上昇ドル高というのはケアしなきゃいけないんですけれども、議会の1か所でもねじれてたら、絵に描いた餅になると思います。

最後に、通商政策とか移民政策に関して言うと、トランプのほうでドル高になりそうなものをいっぱい言っているんです。通商政策に関しては、輸入品に関税をかける。中国向けはすごくいっぱい、6割ぐらいかけるとかというようなことを言っているんで、関税を上げるとことは、輸入物価が上がってインフレに上昇圧力がかかるとか、あるいはアメリカみたいに超大国から関税攻撃を食らったら、食らった国がダメージを受けるんで、その国の通貨が売られてドルが上がっちゃうとか、要は、為替変動相場制をやっている国が関税をやったら、関税をかけた相手の通貨が落ちるんで、結局ドル高になって相殺するというのが経済学的な考えだから、これってやったらドル高要因なんです。

移民に関して、私はこれに意見があるんですけれども、トランプさんは、不法移民を史上最大の追い出し計画やるって言っているし、移民流入も制限するって言っている。トランプさんみたいに、本当に今働いている不法移民どんどん出して、移民も流入制限すると、賃金に上昇圧力かかってしまいますよね、初期の段階では。なので、移民制限をしたら金利上昇ドル高になるんじゃないかという人が多いです。

ただ、長期的に見ると、アメリカってずっと移民を受け入れることで経済成長を高く保っていた経緯があるから、潜在成長率が下がると実質金利が下がってしまうので、必ずしもこれはドル高要因ではないかかもしれないと思います。ただ、短期的には、トランプさんが大統領になったら、議会の承認なく、大統領令でできる関税引上げとか移民の制限とかでドル高になるという意見が多いので、最初は少しそんな雰囲気になるかもしれない。

その後、FRB議長人事で変な人を選ぶとドル安になるかもしれないということなので、どちらかという、トランプが大統領になった場合のほうが、政策的にドル安もドル高も変なノイズが入ってきやすいので、そこはちょっと要注意だと思います。それ以外の財政のところに関しては、いろいろなことを今言っていますが、結局ねじれていると何もできないので、あんまり関係ないというようなイメージでしょうかね。

ですから、私個人としては、予想じゃなくて希望なんですけれども、ハリスさんに勝ってほしいですね。トランプさんが1期目大統領だったときには、ツイッターで寝ている間にいろいろなこと言われて、朝起きると相場の景色が変わっているとか、ひどい目に遭った記憶がたくさんあるので、彼女であれば、何となく今、今

日お話ししたような、正統派の政策分析とか需給分析で相場の予想が立てられるんで、多分ハリスさんのほうが予想は楽かもしれませんね。

いずれにしても、どういう状況になるかというのは議会選挙の結果も含めて見ないと分かりませんので、これはもう選挙の結果を見た後、出たところ勝負で事後的に判断を変えていくしかないテーマだと思っています。あくまでも、頭の体操のレベルの話として、一応こういう表を今回は御用意いたしました。

ちょうどいただいたお時間ぐらいきっちりお話しいたしましたので、私からの御報告は以上でございます。何か御質問とか御意見とかありましたら、遠慮なさらず、何でもいいのでおっしゃってください。

— 了 —