

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融・為替市場の動き

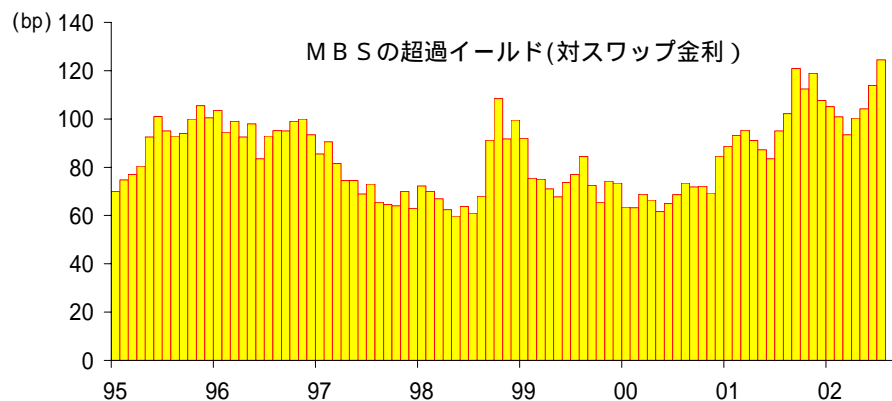
### < 金融・為替市場の動き >

1. 債券相場は、益出しの動きも予想されるが、世界経済への先行き不透明感や金融機関の資金余剰が続き、当面高値圏での動きとなろう。
2. 為替相場は、ドル・円・ユーロいずれも積極的に買い上がる上で決め手となる材料が不足していることから三すくみの関係が続き、目先レンジ内での揉み合いが続くと思われる。

### < 今週のトピックス：米国MBS市場の拡大と金利変動の増幅 >

1. 米国債券市場では、90年代半ば以降、国債の占める割合が減少する中で、MBS（モーゲージ債）の割合が増大している。
2. 最近の米金利変動要因には、資金フローや経済のファンダメンタルズだけでなく、MBS運用の拡大により、市場参加者が金利変動リスクにこれまで以上に敏感に反応する点も見逃せない。

魅力的な超過スプレッドを背景に投資が拡大する米国MBS



【データ】Bloombergより作成

副主任研究員（為替担当）熊谷 潤一（くまがい じゅんいち）(03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

副主任研究員（金融担当）矢嶋 康次（やじま やすひで）(03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

## < 金融政策・金融市場の動き >

(担当：矢嶋)

### 金融政策（8月）：景況感を6カ月ぶりに据え置く

日銀は8、9日に開いた政策委員会・金融政策決定会合で、金融調節方針の現状維持を全員一致で決めた（当座預金残高の目標は10~15兆円程度を維持）。

12日発表された8月の金融経済月報では、景気の総括判断を2月以来6カ月ぶりに「全体としてほぼ下げ止まっている」と据え置いた。7月まで5カ月連続の上方修正の主要因となっていた輸出は足元も「引き続き大幅に増加している」一方で、個人消費や住宅投資が依然弱含みの動きが強まっていることから判断を据え置いたと考えられる。また「世界経済を巡る不透明感は増している」と言及するなど、米国をはじめ世界的に株価、ドル相場の急激な変動が目立つ点も先行きリスクとして強調している。

次回決定会合は中間決算期末直前の9/17~18日に開催される。9/11のテロ1周年を乗りきり株価が反発すれば、現在までの委員等の発言からは9月末への資金需要については「なおがき」で対応し当座預金の引き上げや買い取りオペ増額などは行われないと判断できる。しかし株価の下落が止まらないまま決定会合を向かえた場合は、何らかの緩和策を打ち出さざるを得ない状況となるだろう。

### 債券相場の動き（8月）：景気不安などから長期債に需要

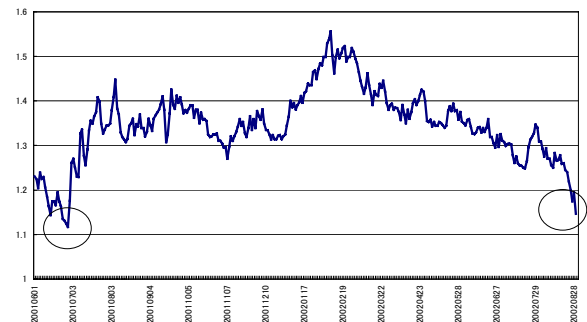
8月の長期金利は、世界経済への先行き不透明感や金融機関の資金余剰が債券市場に流入したことから大幅に低下した。

先月末には日経平均株価がバブル崩壊後の最安値に接近したため、中間決算対策の売りが加速し一時1.3%程度まで上昇した。しかし7/30日に政府がペイオフを事実上回避する発表を行うと、金融機関の余剰資金が再び債券市場に流入すると観測が強まり、中期ゾーンを中心に金利が低下した。

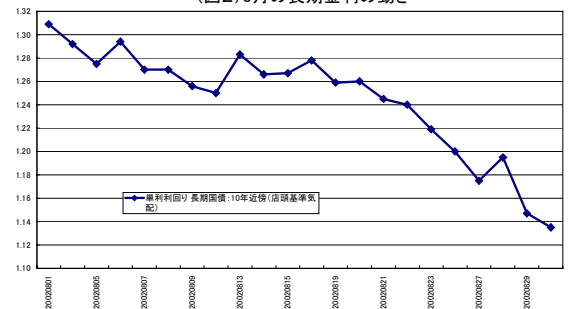
さらに、市場に日本経済の先行き不透明感が一層強まり、デフレ長期化を市場が織り込む形で資金流入が加速し、8/21日には昨年7月以来となる1.24%まで低下した。

その後も投資家の債券需要は旺盛で、これまでの中期債券中心に流入してきた動きが、長期債券にシフトすると、月末には1.14%割れの水準まで急低下した。

(図1) 単利利回り 長期国債：10年近傍(店頭基準配)



(図2) 8月の長期金利の動き



## < 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

### 足もとの為替レートの動き（8月）

円ドルレートは月初、米国投資家による海外投資資金の自国回帰の思惑や、FRBの利下げ期待に伴う米株価反発などを背景にドル買いが優勢となり、121円台まで円安が進んだ。

しかし、8/13の金融政策決定会合(FOMC)ではFRBは利下げに動かないとの一部報道(8/9)を受けて米株価が伸び悩むと、一転してドルが売られ、円ドルレートは120円を割込んだ。実際、13日に開催されたFOMCでは、当面の政策スタンスが景気重視型に変更されたものの、政策金利は結局据置かれたため、これを失望した米国株安につられるかたちでドルは一段安となり、薄商いの中、一時116.33円まで円が買われた。

その後、14日に米企業によるSECへの宣誓書提出が無事終了したのをきっかけに、当面の悪材料出尽くしから米国株が再び反発すると、ドル買い安心感が広がり、円は再び120円台まで下落した。しかし、本邦輸出企業の円買い、消費者信頼感指数の低下などに伴う米国経済の先行き不安継続、米軍のイラク攻撃に対する警戒感などから、それ以上のドル高は実現せず、月末にかけては118～119円近辺での揉み合いとなった。

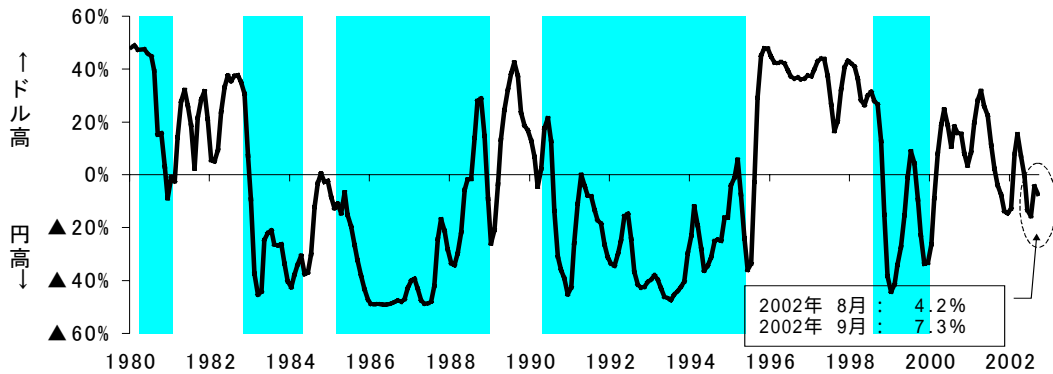
ドルユーロレートは、ドイツ・東欧での洪水の経済に対する悪影響や、ドイツの景気減速懸念といったユーロ売り材料がユーロの上値を抑えた反面、積極的なドル買いにはつながらず、1ユーロ=0.97～0.98ドル近辺でのレンジ推移となった。

### 当面の見通し

米国経済の回復力鈍化や企業不正会計に伴うドル売り圧力は、市場が同要因を価格にほぼ織込んだ分、軽減したものの、米景気に先行き不透明感が残る中ではドル買いに転じにくい。また、日欧経済も米国経済の減速に引きずり込まれる兆しが見え始めており、一方向な円買いやユーロ買いも起きにくい状態にある。このように、ドル・円・ユーロとも積極的に買い上がる上で決め手となる材料に欠けるため、目先は三すくみの関係が続くと思われる。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは116～121円。



## 9月の為替インデックスは 7.3%と依然小幅円高サイン



(注)シャドウ部分は円高局面。

9月の為替インデックスは 7.3%と、8月の 4.2%から 3.1%ポイント低下し、円高圧力が小幅ながら続いていることを示した。変数別寄与度をもとに今月のポイントを挙げてみると以下の通り：

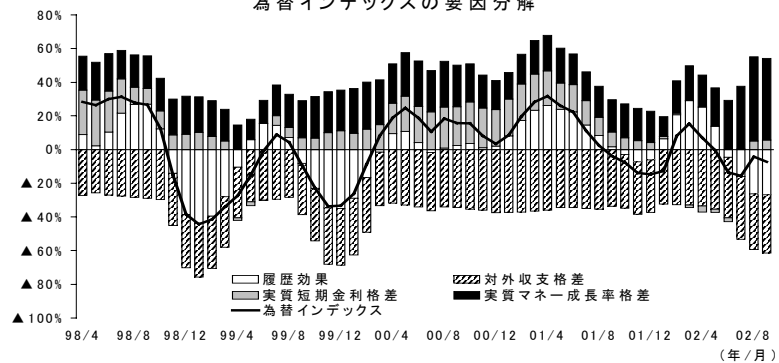
- (1) 実質短期金利差要因：8月為替インデックス比+0.5ポイントとわずかながら**円安寄与**。米国の物価上昇率鈍化が、米実質金利を小幅押し上げた分、わずかではあるが円安要因となっている。
- (2) 対外収支格差要因：前月比 1.4ポイントの**小幅円高寄与**。日本の経常収支黒字拡大が、やや円高要因となっている。
- (3) マネー成長率格差要因：前月比 1.5ポイントの**小幅円高寄与**。日本要因として、量的緩和等に伴いM1（現預金）は高水準を維持しているものの、増加テンポがやや鈍化した分、小幅円高要因となっている。（なお、3月末のペイオフ一部解禁に伴う定期性預金から普通預金への資金シフトも、日本のM1の大幅増に寄与しており、為替インデックスが量的緩和効果を過大評価して、円安（ドル高）側にバイアスを持っている可能性がある点には、注意を要する。）

尚、履歴効果は前月比 0.7ポイントとわずかながら**円高寄与**。これまでの円高要因であった円ドル相場における円高モーメントムが、鈍化していることを示した。

為替インデックス（過去1年分）

2001年9月	-3.9%
2001年10月	-7.7%
2001年11月	-13.8%
2001年12月	-14.6%
2002年1月	-12.7%
2002年2月	8.0%
2002年3月	15.5%
2002年4月	7.2%
2002年5月	-0.5%
2002年6月	-13.4%
2002年7月	-15.7%
2002年8月	-4.2%
2002年9月	-7.3%

為替インデックスの要因分解



(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT 『為替予測における発想の転換』を参照。

## <今週のトピックス：米国MBS市場の拡大と金利変動の増幅>

(担当：熊谷)

企業不信に端を発して株式市場や社債市場から流出した資金が、安全な国債へ還流した結果、10年国債金利は、4.0%を割込む水準にまで低下している。しかし、最近の金利変動要因には、こうした資金フローだけでなく、MBS（モーゲージ債；Mortgage Backed Securities）市場の拡大により、市場参加者が金利変動リスクにこれまで以上に敏感に反応する点も見逃せない。

### MBS市場拡大の背景

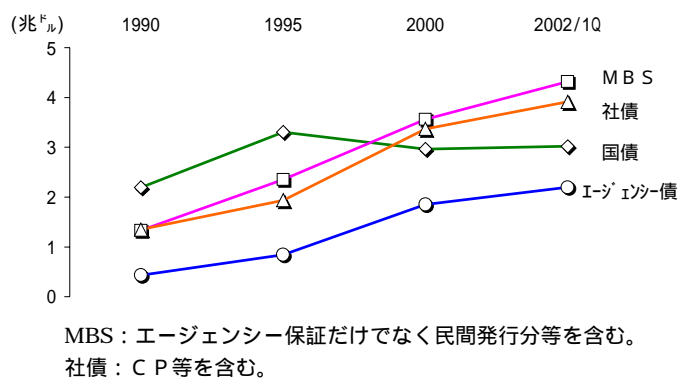
米国債券市場では、90年代半ば以降、国債の占める割合が減少する中で、MBSの割合が増大している。こうしたMBS市場拡大の背景には、「ファニーメイ」「フレディマック」と呼ばれるエージェンシーが非常に大きな役割を果たしてきた点を挙げることができる<sup>(1)</sup>。

ファニーメイ・フレディマックは、民間金融機関が住宅ローンを証券化する際

に、投資家に対しローン元利金返済を保証する業務を通じて、住宅金融市場の安定化に寄与する、また、MBSの売買を通じてMBS市場の安定化に寄与する、といった役割を担っている。については、保証業務によりMBSの信用リスクを限定的なものとするだけでなく、(a)クーポンや年限の規格化や、(b)TBA（To Be Announced）と呼ばれる先渡取引の確立などを通じて、市場の拡大に不可欠であった「流動性の構築」に重要な役割を果たした。

については、彼らはエージェンシー債（Agency Debentures）と呼ばれる債券を発行して資金調達を活発に行い、その資金を元手に積極的にMBSの売買を行っており<sup>(2)</sup>、残高ベースで見れば、ファニーメイが7,400億ドル、フレディマックが5,200億ドルと、巨大な投資家と化している（いずれも7月末現在）。なお、こうしたエージェンシーの投資家としてのプレゼンス増大は、

米国債券市場における種類別残高の推移



【データ】Bond Market Association

- (1) エージェンシーは、正確には「GSE（Government Sponsored Enterprises）」と呼ばれる政府関係機関のことである。GSEには、ファニーメイ、フレディマック以外にも、同じく住宅金融を取扱う Federal Home Loan Bank、奨学のため学生ローンを取扱うサリーメイ（2006年までに完全民営化）、農業関連融資を取扱う Farm Credit Systems などがある。なお、ファニーメイ、フレディマック以外にも、ジニーメイが「政府機関」としてMBSの保証業務を行っている。
- (2) こうして発行されたエージェンシー債は、政府関係機関が発行した信用力の高い債券として取引されている。しかし、あくまで政府「関係」機関であり、ファニーメイ・フレディマックとも政府から各々250億ドルずつの与信枠しか確保されていない。ファニーメイ・フレディマックのバランスシートを見ると、財務レバレッジが30倍を超えており、はたして本当に市場で取引されるような「Libor - 」の信用力を有しているのかが疑問視されることもある。

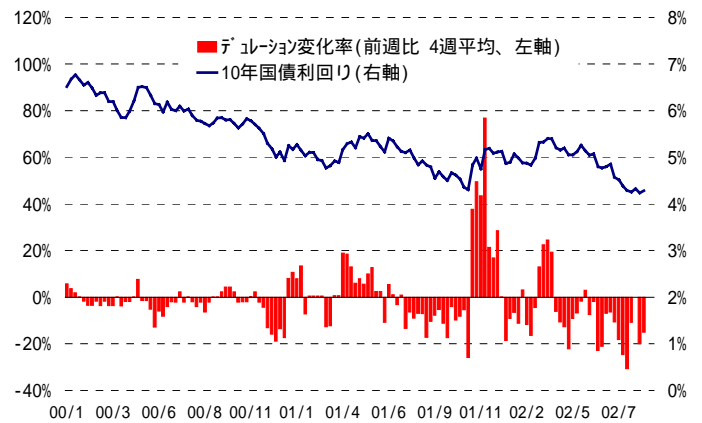
MBS市場の安定化が図られるとの見方ができる一方、「MBSの売買が株主への利益還元目的となっている<sup>(3)</sup>」「巨大化のあまり民業を圧迫している」といった批判的な見方もあり、必ずしも評価されているわけではない。

### MBS運用とコンベクシティーヘッジ

MBSに投資すると、金利が低下すれば住宅ローンの借換え（リファイナンス）による期限前償還が活発化するため、キ

ャッシュフローが前倒しで投資家に返還され、想定よりもデュレーションが短期化し、逆に金利が上昇すれば、想定よりもデュレーションが長期化する。いわゆる、「ネガティブコンベクシティー」といわれる性質である。そのため、投資家あるいはMBS関連の金融機関（MBSの資金回収業務を行う「サービサー」など）は、こうした金利変動によるデュレーション変動リスクをヘッジするために、国債などを機動的に売買する必要がある。即ち、金利が低下すれば保有するMBSのデュレーションが短期化する分、国債などを買うことで足りなくなったデュレーションを補充しようとするし、逆に金利上昇時には国債などを売ることによりデュレーションを落とそうとするのである（コンベクシティーヘッジ）。これは、金利の変動に順張りのな投資行動となるため、金利変動の振幅を大きくする効果を持つ。

長期金利とMBSのデュレーション変化



### 金利の振幅を増大させるMBS運用

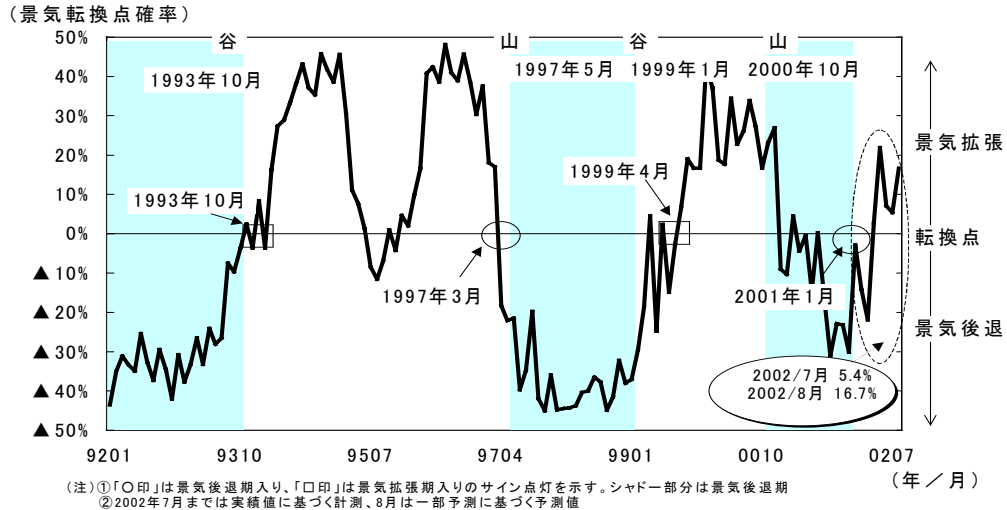
上記の通りMBSの市場規模が拡大するにつれ、同債券に運用資金を振り向ける投資家や、金融機関によるMBS関連業務は、着実に増えていった。その結果、上で述べたような市場参加者によるコンベクシティーヘッジ目的の売買が、金利変動に与える影響が増大してきている。例えば、2000年末に10年国債金利が5.0%近辺まで急速に低下した局面、あるいは2001年秋口に長期金利が1ヶ月間で100bp急上昇した局面などでは、金利が変動する過程でこうしたコンベクシティーヘッジのための売買が、その変動を増幅させる結果を招き、投資家が自分で自分の首を絞めることとなった。

今回の金利低下局面においても、MBS絡みのヘッジの債券買いがその変動を増幅させている可能性があり、過度の金利低下を引き起こしている可能性がある。こうした動きが金利の振幅を増大させる中、水準感を無視した追随買いはやや危険性が高いと思われ、投資行動には注意を要するであろう。

<sup>(3)</sup> ファニーメイ・フレディマックは、政府関係機関であると同時に、いずれもニューヨーク証券取引所に上場する株式会社でもある。

## < ニッセイ基礎研インデックス >

ニッセイ景気動向判断指数 ( NBI ) ~ 7月 : 5.4%、8月 ( 予測値 ) : 16.7%



	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
01/9	-31.0%	99.8	▲1.1%	▲1.3%	▲1.5%	-3.9%
01/10	-22.8%	99.7	▲0.1%	0.2%	0.3%	-7.7%
01/11	-23.2%	99.7	0.0%	0.2%	0.3%	-13.8%
01/12	-30.0%	99.6	▲0.1%	▲1.8%	▲3.0%	-14.6%
02/1	-2.9%	99.5	▲0.1%	2.8%	4.6%	-12.7%
02/2	-14.1%	99.9	0.4%	▲1.0%	▲1.9%	8.0%
02/3	-21.9%	100.8	0.9%	0.5%	0.4%	15.5%
02/4	2.8%	99.2	▲1.5%	0.3%	1.3%	7.1%
02/5	21.9%	100.6	1.4%	0.2%	▲0.3%	-0.4%
02/6	7.1%	100.1	▲0.5%	▲1.8%	▲2.7%	-13.4%
02/7	5.4%					-15.7%
02/8	16.7%					-4.2%
02/9						-7.3%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改訂  
 (注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改訂 (2001年10月)

### (注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数 ( NBI ) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年7月26日号参照。

二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年7月26日号参照。

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)