

# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(5月)

～ユーロ安のしわ寄せ、通貨安メリットのドイツ、資産効果がある米  
国・ない日本

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

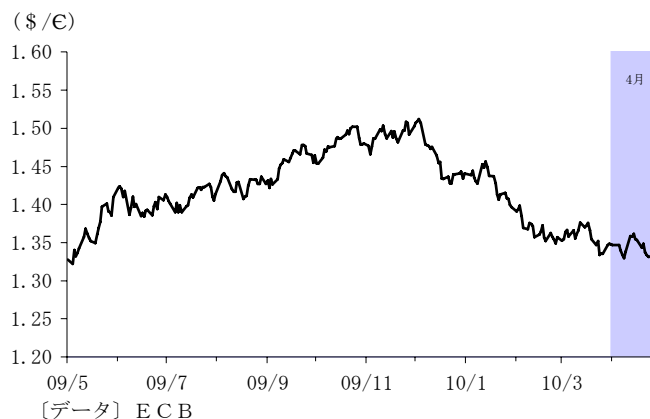
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 上野 剛志

(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (ユーロ安のしわ寄せ) ユーロ安に歯止めがかからない。今年は元切り上げの可能性も高く、現在の市場の織り込み以上に一時的に円高が進む可能性がある。ユーロ安によりドイツの輸出競争力は高まっている。アジアなどで日本企業との競争激化のリスクはあるだろう。
2. (資産効果がある米国・ない日本) 1-3月は各国とも消費が堅調だった。今後政策効果が薄れるが、資産効果の効き具合で消費の持続性が変わってくるだろう。
3. (日銀金融政策) 4/30日の展望レポートで2011年度コアCPIがプラス転化するとの見方を示した。新たに執行部に成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法を検討するように指示がなされている。
4. (長期金利) 市場では財政破綻に対する意識が強いが、日本ではそのリスクの顕在化には至っていない。各国財政破綻懸念⇒株安という流れは国内では安全資産としての国債購入ニーズとなっている。相場の底堅さは続くだろう。
5. (為替) 円ドルレートは①米国に対する楽観的な見方、②ユーロ安の流れがドル高を作っている。しかし、最終需要の弱さは米国も同様に今後経済状況が現在市場の考えているストーリーほど楽観的なものでなく、早期利上げ観測がしばむ局面ではドル修正となるだろう。

とまらないユーロ安



# 1. ユーロ安のしわ寄せ：元切り上げの円への影響、通貨安メリットのドイツ

## (ユーロ安と元の切り上げ：円高のきっかけとなるリスク)

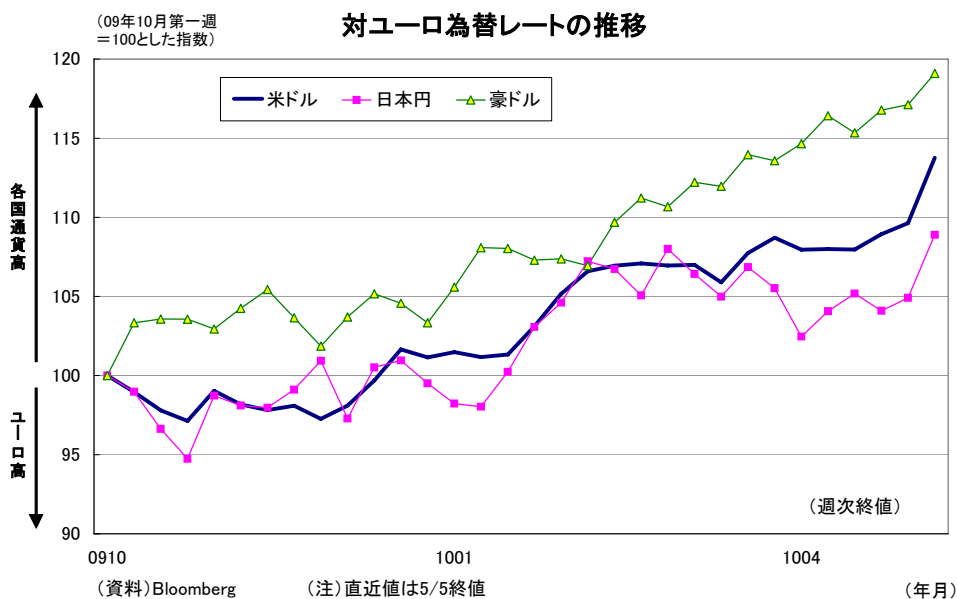
足元ユーロでは、ギリシャ問題がポルトガル、スペインなどに波及し始めており、それをドイツ・フランスなどが助けるという構図になっている。この流れを見ると日本の不良債権処理・護送船団を筆者はイメージしてしまう。短期での問題解決は不可能な中でユーロの仕組み自体に対する不安が高まる方向に向かっており、為替相場でユーロ自体が反発するイメージはまったく描けない。

そうなるとうるろ安を各国間の通貨バランスで考えた場合、どういふ展開となるのだろうか。現時点では、円もユーロに対して切り上がっているが、ドル、新興国・資源国の通貨の切り上がりでユーロ安が吸収されている。

今年は元の切り上げや年後半にはドルの利上げなど市場が現時点で予想しているビックイベントが起きる可能性がある。

元の切り上げは非常に緩やかに行なわれ為替市場へのインパクトは小さいというのがコンセンサスだが、ユーロ安がさらに進む流れとなった場合に、どのような動きとなるか要注意だ。

日本は経済・金利面でも必ずしも魅力があるとはいえないが、アジアの元の切り上げ継続、ドル利上げが遅れる（ドル高要因の剥落）との見方の強まりが重なると、ユーロ安のしわ寄せが短期的に想定以上に円高を生じさせるリスクも十分あるように思う。



## (ドイツという通貨安で浮上する日本の競争相手)

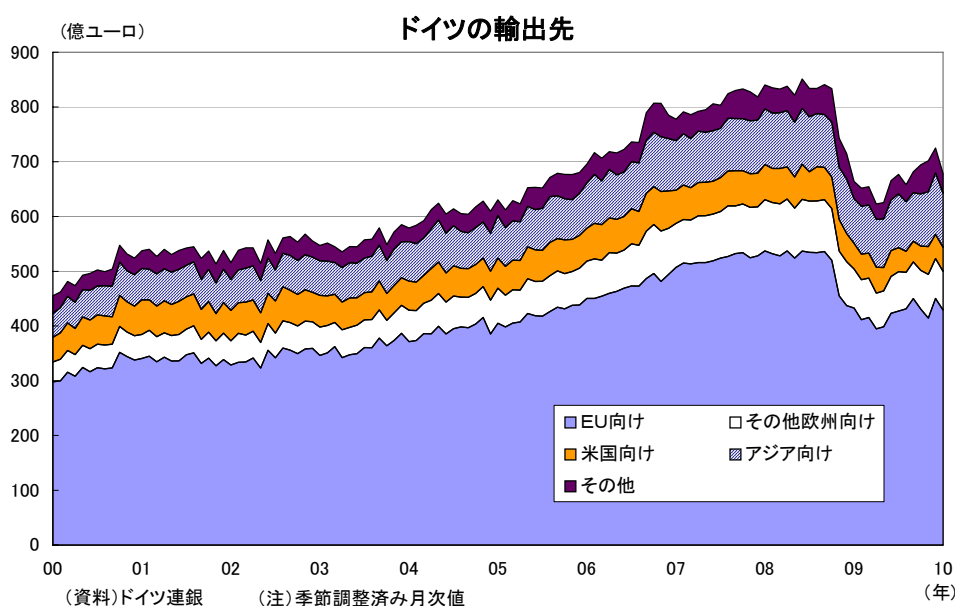
輸出数量を見ると日本からのEU輸出はなかなか伸びていない。ユーロ安・円高も進んでおり、日本企業にとっては、ユーロ向けは数量・価格ともに厳しい環境になっている。

日本企業にとってはユーロビジネスは一般には厳しいという見方ができそうだが、グローバルな視点ではユーロ安が引き起こす別問題もこれから焦点が当てられてくるだろう。

日本の新興国戦略の柱は高い技術力と安心・安全、環境技術などが売り物だ。世界を見回したときにこれにバッティングしてくるのがドイツだ。

そのドイツはユーロの地盤沈下で域内輸出が減少、今後も厳しそうだ。そうなるとアジアなどの新興国戦略を加速させるのは必至だろう。その際ユーロ安メリットが効いてくる。ユーロの中で最強国といってもいいドイツにとっては現在のユーロ水準はかなりのユーロ安だ。現在では韓国などが日本の競争相手として連日取り上げられているが、ドイツの存在が今後かなり大きなものになりやすい。

企業決算は大きくリバウンドした姿が示されている。決算の中で示される想定為替レートを見るとドル円で90円、ユーロ円で120円程度の企業が多いようだ。円高リスクとともに、日本企業の競争相手が通貨安のメリットをどの程度活かしてくるのかという点も要注意だ。



## 2. 日米欧での資産効果：資産効果がある米国、ない日本

### (政策効果で改善してきた消費)

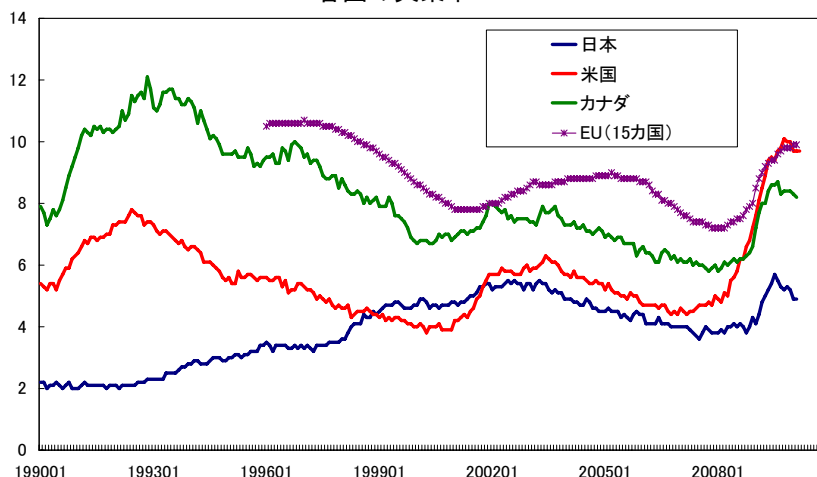
昨年度の春先からの急回復はいたるところで緩やかになってきている。各国が行なってきた経済対策も収束の流れになっており、こうなると自律回復の動きが各国でどの程度でてくるのかが最大のポイントだ。

米国では4月から住宅支援や政府による雇用増などがなくなっており、その結果が6月に公表され始める。日本でも秋口からエコカー減税が打ち切られることになっている。

### (雇用環境が厳しい中所得効果は期待薄、資産効果に期待したいが、)

1-3月は先進国総じて消費が好調だった。しかし、各国とも雇用環境の悪化がとまったとはいえ、まだまだ厳しい環境が続いている。所得増⇒消費拡大はそれほど力強いものにはならない。消費拡大の鍵となるのが資産効果だ。

各国の失業率



IMF (2008) によると日英米の所得増や資産効果を見ると、残念ながら日本の波及は弱い。一方、米国などは所得効果も大きい、資産効果が大きい。

政策効果が剥落する中で、米国では資産効果が効いて消費が（お金持ちを中心に）意外にも「堅調だ」との声が聞かれる可能性は高いが、日本では「政策継続が必要だ」とまったく逆の議論が高まる展開は十分にありえそうだ。

日英米の限界消費性向

|      | 日本    | 英国    | 米国    |
|------|-------|-------|-------|
| 収入   | 0.067 | -     | 0.664 |
| 金融資産 | -     | 0.040 | 0.034 |
| 住宅   | 0.024 | 0.068 | 0.137 |

(資料) IMF (2008)

#### 4. 日銀ウォッチ：成長基盤への資金供給って？、展望レポートプラス予想

##### (成長基盤強化とは？6月に打ち出される政府の成長戦略に協調？)

日銀は30日の金融政策決定会合で、「現下の日本経済の状況を踏まえると、成長基盤の強化を図ることが必要」との認識から、「成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法について検討を行い、あらためて報告するよう執行部に指示」を決定している。

今後追加緩和策としては、今までの経緯からみれば、①新型オペの金額を20兆円からさらに増額、②オペ期間を6ヶ月に延長などが考えられた。

しかし、現状でも短期市場取引の大半が新型オペになっており、その上、増額、期間延長となれば市場をかなり歪めてしまうとの配慮があったと思われる。また3月に拡大する際に反対票が2票でていることも「何か違うこと」という執行部への指示になったのだろう。

総裁は会見で「成長基盤強化の具体例」との質問に対して98年99年にかけて行なった企業金融

支援の臨時貸出制度が参考になるとの見方を示した。

日銀のHPで「成長基盤」で検索すると2002年と2004年の3件がヒットするが、最近まったくでていなかったフレーズだけに「違和感」ありだ。成長基盤の強化は政府の役割であると思えるだけに、日銀の意図がよくわからないというのが正直な感想だ。6月にもまとめる政府の新成長戦略を意識しているとの思惑もでそうだ。

### （展望レポートは久々に物価プラス予想）

毎年4月と10月の半期に一度の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）が公表された。

日本経済は緩やかな持ち直しを続け、消費者物価指数は2011年度にはマイナスを脱却するとの見通しとなった。

ただし、金融政策運営については、超低金利政策を継続して景気を粘り強く支援していく考えを示した。金融緩和の「打ち止め感」を市場に醸成させない細心の注意がなされている。

景気について「2009年度後半のわが国経済は持ち直しを続けた」とし、先行きについても「2010年度から2011年度を展望すると、わが国経済は回復傾向を辿るとみられる」と各種経済対策の効果は薄れるものの新興国の旺盛な成長を背景に回復が続くとの見方を示した。

大勢見通しでは2010年度実質GDPが1.8%と1月見通し（1.3%）から上方修正されている。2011年度については、2.0%と1月見通し2.1%から若干下方修正となった。

また展望レポート中で「2010年度のわが国の成長率は、潜在成長率を上回る水準となると見込まれ、2011年度には更に高まる見通しである」と、需給ギャップが改善するとの見方を示している。

2011年度にコアCPIがプラス転化する予想となった。2011年度には0.1%と2008年度以来のプラス予想を示している。本来的な物価の基調は、需給ギャップが緩やかに改善することがラグを伴って物価にもプラスに効いてきてそれが2011年度にプラスに寄与するとストーリーを示してきている。

▽2009～2011年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

|          | 実質GDP               | 国内企業物価指数            | 消費者物価指数<br>(除く生鮮食品) |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 2009年度   | -2.2～-2.1<br><-2.2> | -5.2                | -1.6                |
| 1月時点の見通し | -2.5～-2.5<br><-2.5> | -5.3～-5.2<br><-5.3> | -1.5～-1.5<br><-1.5> |
| 2010年度   | +1.6～+2.0<br><+1.8> | +1.1～+1.5<br><+1.3> | -0.5～-0.2<br><-0.5> |
| 1月時点の見通し | +1.2～+1.4<br><+1.3> | -0.5～-0.4<br><-0.5> | -0.6～-0.5<br><-0.5> |
| 2011年度   | +2.0～+2.2<br><+2.0> | +0.5～+0.8<br><+0.7> | -0.1～+0.2<br><+0.1> |
| 1月時点の見通し | +1.7～+2.4<br><+2.1> | -0.5～0.0<br><-0.4>  | -0.3～-0.1<br><-0.2> |

## 5. 金融市場（4月）の動きと今後の予想： 欧州発の市場動揺続く

### （10年金利）

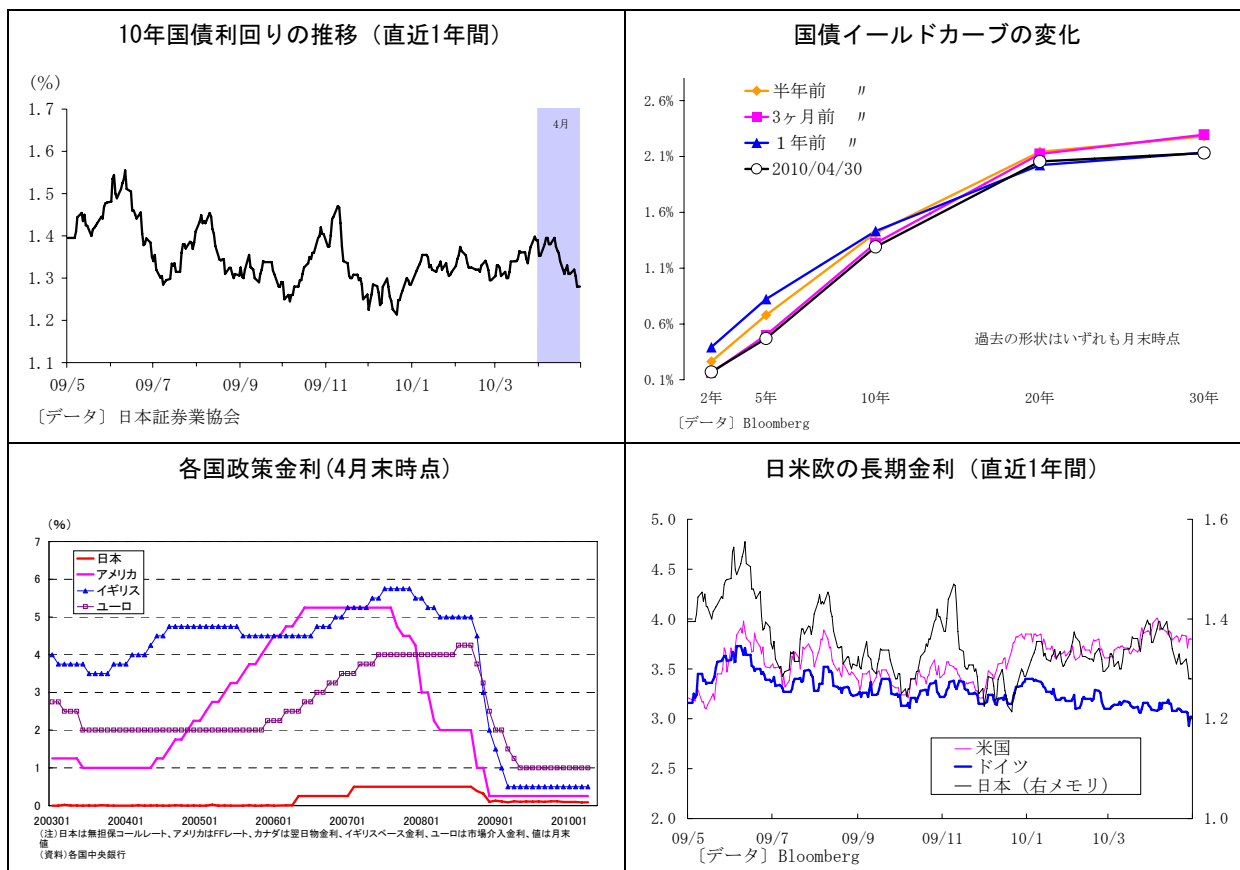
**4月の動き** 月初1.3%台半ばからスタート、月末1.3%近辺に。

月初から投資家からの買いが入り低下して始まる。2日の米雇用統計の改善を受け、さらに7日には、日銀が景気判断を上方修正させたことで一時1.4%台前半の水準まで上昇。しかし1.4%近辺では投資家の押し目買いが強く再び1.3%台後半での推移となる。その後アイスランド火山噴火、ギリシャ財政問題の再燃、ゴールドマン・サックス訴追問題などから、株安、金利低下となり1.3%前半に低下した。月末にかけギリシャ国債が格下げとなり株価が大幅調整となると1.3%を割り込む。

### 当面の予想

市場では財政破綻に対する意識が強いが、日本ではそのリスクの顕在化にはいたっていない。その中では各国財政破綻⇒株安という流れは国内では安全資産としての国債購入ニーズとなっている。デフレ長期化観測のもと日銀金融政策は追加緩和の圧力が高い。また投資家の消去法選択的な債券購入ニーズもあり相場の底堅さは続くだろう。

図表 金利関係図表



## (円ドルレート)

**4月の動き** 月初め 93 円台半ばからスタートし、月末 94 円近辺に。

月初米国の統計発表が良好だったことでリスク選好姿勢がドル売り・新興国・資源国通貨買いとなり、その流れで 93 円台半ばの円高となる。6 日に公開された 3 月 FOMC 議事録で、米景気の先行きに慎重な見方が示されて円高がさらに進み 8 日には一時 1 ドル=92 円台後半に。ゴールドマン・サックス提訴などから 19 日には一時 91 円台半ばをつけた。その後米大手金融機関の好決算、オバマ米大統領の金融規制に関する演説が予想の範囲内にとどまったことでドル買戻しの動きとなり 93 円台後半で推移した。月末にかけてギリシャ国債の格付けが BB 格となり 92 円台後半に円高が進んだが、支援策が打ち出されたことで一旦 94 円近辺となった。

### 当面の予想

円ドルレートは①米国に対する楽観的な見方、②ユーロ安の流れがドル高を作っている。しかし、最終需要の弱さは米国も同様で今後経済状況が現在市場の考えているストーリーほど楽観的なものでなく、早期利上げ観測がしばむ局面ではドル堅調の動きは修正となるだろう。年前半は 90 円前半の展開を予想する。年後半は米国の利上げの可能性が高まる形で 100 円を目指すドル高の局面が生まれよう。

## (ドルユーロレート)

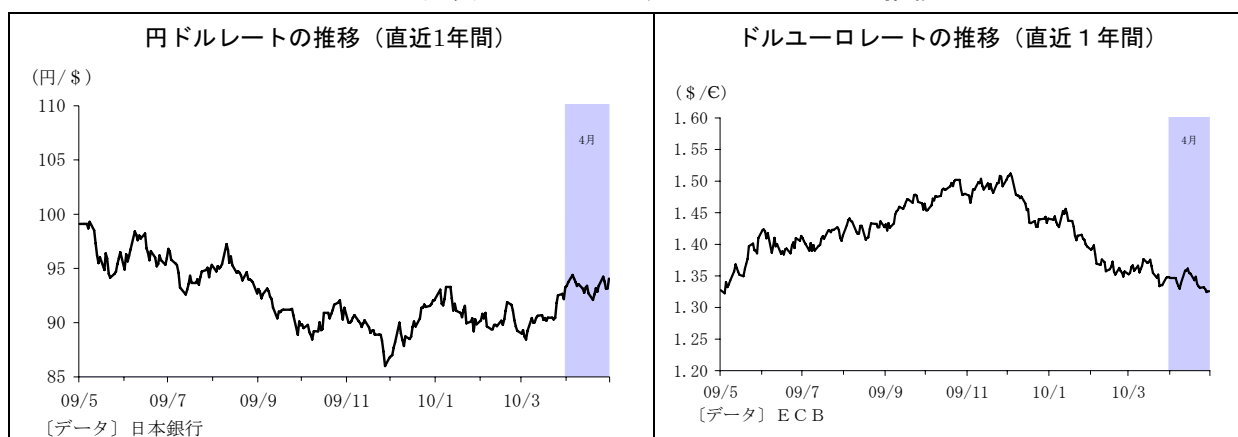
**4月の動き** 月初め 1.34 台後半でスタート、月末 1.32 台に。

7 日ギリシャが EU と IMF による協調支援策に疑問を抱いているとの観測が流れて 1.33 までユーロ安が進む。その後ギリシャ支援策合意を受けて 1.36 台までユーロの買戻しが起こる。しかしムーディーズがギリシャ国債の格下げを実施すると再びのデフォルト懸念の再燃からユーロ安が進行し、27 日には 1.32 台に。その後月末にかけて EU 各国、ECB、IMF などの支援策が打ち出されるなどしたがユーロ軟調の動きは続く。

### 当面の予想

ギリシャに対する EU の支援が示されたが、EU も泥沼化するとの見方も引き続き強い。ユーロ信認低下のトレンドを変える材料は乏しく、ユーロ反発の可能性は小さい。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



金利・為替予測表 (2010年5月6日現在)

|        | 2010年         |        |        |        | 2011年 |      |
|--------|---------------|--------|--------|--------|-------|------|
|        | 1-3           | 4-6    | 7-9    | 10-12  | 1-3   |      |
|        | 実績            | 予測     |        |        |       |      |
| 日本     | コールレート (期末)   | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1   | 0.1  |
|        | 10年金利 (平均)    | 1.3    | 1.4    | 1.5    | 1.6   | 1.7  |
| アメリカ   | FFレート (期末)    | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0.75  | 1.25 |
|        | 10年金利 (平均)    | 3.7    | 3.9    | 4.0    | 4.1   | 4.2  |
| ユーロ圏   | ECB市場介入金利(期末) | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 1.0   | 1.0  |
|        | 10年金利 (平均)    | 3.2    | 3.1    | 3.2    | 3.3   | 3.4  |
| 円ドル    | (平均)          | 91     | 90     | 95     | 98    | 98   |
| ユーロ・ドル | (平均)          | 1.38   | 1.32   | 1.30   | 1.30  | 1.30 |
| 円・ユーロ  | (平均)          | 125    | 119    | 124    | 127   | 127  |

(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。