

Weekly
エコノミスト・
レター

金融市場の動き(2月)

～一次産品価格が高騰、先進国中銀にもタカ派的な発言が増加

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. (一次産品価格が高騰、先進国中銀にもタカ派的な発言が増加) 先進国の金融政策を見ていると、ここにきてタカ派的な発言が目立ってきたように感じる。その背景を考えれば、①金融危機的がいちおう収束し、②景気も緩やかに回復路線を続けていること、さらに③過剰流動性が生み出す負の側面も無視できない状況になってきていることなどがあるだろう。
2. (日銀金融政策) 日銀にとっても米国 6 月の QE2 が終了となり、コア CPI が 11 年度に入りプラスになってくれば、先行き・現状ともに景気認識を上方修正し、包括緩和の縮小を模索し始める可能性がある。大きな需給ギャップの存在と先行きの過剰マネーのリスクバランスをどう判断するのか、また技術的には 8 月の CPI の基準改定など、数年前に経験した「デフレ議論」が再燃する展開が予想される。
3. (長期金利) 今後発表される米経済指標を市場がどう受取るかが米長期金利の方向感を決め、日本の長期金利の方向感もそれに追随するだろう。やや長い目でみれば米長期金利は景気回復を背景に上昇と考えるが、QE2 開始以降一度も大きな調整を経ず、弱い指標に反応しやすくなっている可能性がある。国内金融機関の金余りが国内市場を強力に下支えしていることから、当面 1.2%を挟んだ展開が予想される。エジプトの騒乱がより緊迫化すれば、リスク回避姿勢が高まり、一時的に低下局面を迎えるだろう。
4. (為替) 最近、ユーロ買い・ドル売りがドル安と捉えられて円の対ドルレートも強含んでおり、円にもドルにも強力な判断材料はあまり見当たらない。ユーロも見直し買い・反動の側面が強く、そろそろ打ち止め感があるため、次は米国への見方がどうなるかが重要になる。米国経済は足腰がまだ強くないため、楽観が修正されることも十分あり、その際は円高圧力が加わる。当面のレンジは 80 円～84 円を予想する。

1. 一次産品価格が高騰：人口×ドル×過剰流動性×災害・地政学リスク、 先進国中銀にもタカ派的な発言が増加

（金融政策もタカ派の発言が世界で目立つようになってきた）

先進国の金融政策を見ていると、ここにきてタカ派的な発言が目立ってきたように感じる。以前からトリシェ ECB 総裁はインフレに対する警戒発言を繰り返してきたが ECB としても短期的なインフレ圧力があると 1 月にはインフレ警戒感を強めてきた。また 1 月 26 日公表（1 月分）の BOE 金融政策委員の議事録では従来から利上げ主張をしてきたセントランス委員に、新たにウィール委員も利上げに加わってきている。米国でも新たな投票メンバーにタカ派が入ってきており、タカ派色が目立つことになるだろう。

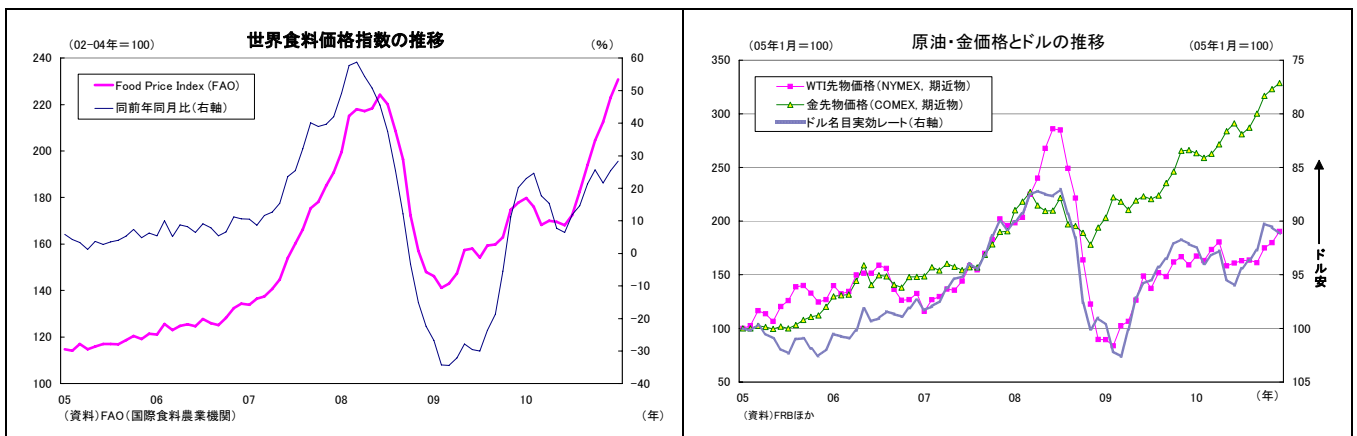
その背景を考えれば、①金融危機的がいちおう収束し、②景気も緩やかに回復路線を続けていること、さらに③過剰流動性が生み出す負の側面も無視できない状況になってきていることなどがあるだろう。

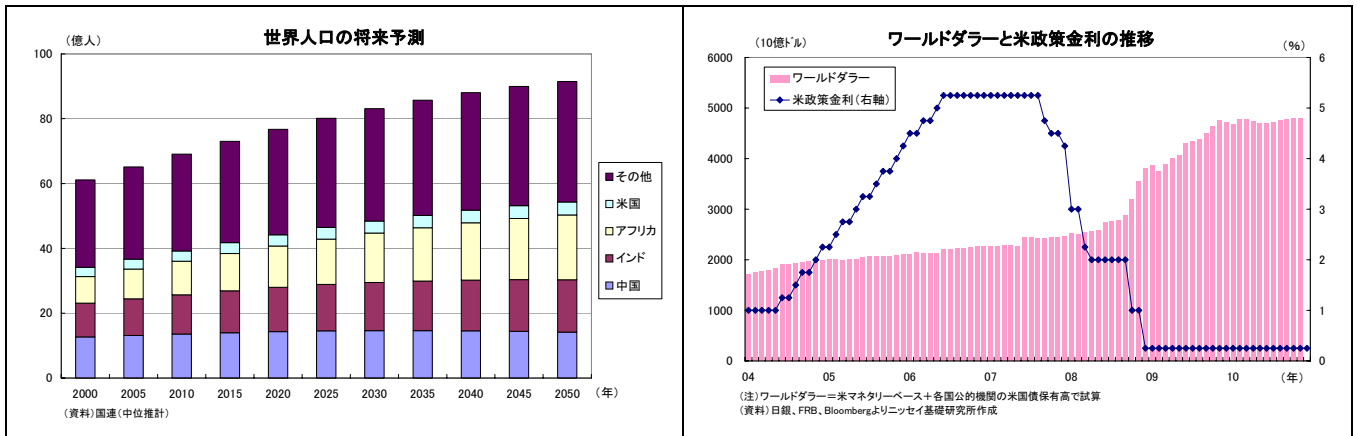
（新興国の需要増加+過剰マネーが生み出す国際市況高騰）

一次産品の国際市況が高騰している。FAO（国際食糧農業機関）の算出している食料価格指数（55 種で構成）は 1 月に 230.7 を記録、リーマンショック前のピークである 2008 年 6 月を突破し、過去最高となった。代表的な資源商品である原油についても、足元 90 ドル/バレル前後が定着しているほか、金価格も足元やや調整色があるものの高止まりしている。リーマン前に騒がれた一次産品価格の高騰が最近になって再現されている。

ここまで一次産品が上昇してきたのは、従来から存在している中長期的な構造要因とともに、大規模緩和で発生した過剰流動性要因が重なっている。

世界の人口は一環して増え続けており、現在 70 億人弱だ。今後についても着実に増加することが見込まれ、国連の予測によれば、40 年後の 2050 年には今よりも 20 億人以上多い 91 億人に達する見通しとなっている。新興国の成長、生活レベル向上も相まって、食糧・資源の需給逼迫予想から常に構造的な価格上昇リスクが存在している。





上記構造要因に、大規模緩和で発生したドル安、過剰流動性などが価格高騰に拍車をかけてきている。

①ドル安

国際商品は通常ドル建てで取引・標記されるため、ドル安になった際に価格が変わらないと商品自体の実質価格が下がることになる。従ってドル安の際は価格が上昇しやすい。また、ドル安=商品高の連想がドル下落時の投機マネーの流入を招くため、さらに連動性が高まる。実際にドル(実効レート)と原油価格の関係を見ると、近年見事な逆相関の関係にあることがわかる。昨年夏以降のドル安が、商品価格を押し上げている。なお、ドル安の要因は多々あり、次に上げる追加金融緩和とも密接な関わりがある一方、長期的にはドルの信認の揺らぎなどから下落トレンドを辿っているため、構造要因という一面もある。

②追加金融緩和

上記の①とも密接な関わりがあるが、主に米国の金融緩和による過剰流動性が市況を押し上げている。世界の過剰流動性を示す指標とされるワールドダラーの推移をみると、米国の金融緩和によってリーマン・ショック以降倍増していることがわかる。最近の市況急騰については、11月にFRBが決定した追加金融緩和(QE2)が、ある意味今後の流動性を保証したことで起爆剤になり、一気に商品市場に投機マネーが流入しているものと考えられる。

③災害と地政学リスク

最後の一つは供給側で生じている突発的な事象だ。食糧に関しては、ここ最近豪州やブラジルなど世界の食糧輸出国が豪雨など大災害に見舞われている。当面の供給が細り需給が逼迫する懸念が価格上昇圧力になっている。また、現在石油の大動脈であるスエズ運河を抱えるエジプトで騒乱が起こっていることが、足元で新たな石油価格上昇要因となっている。

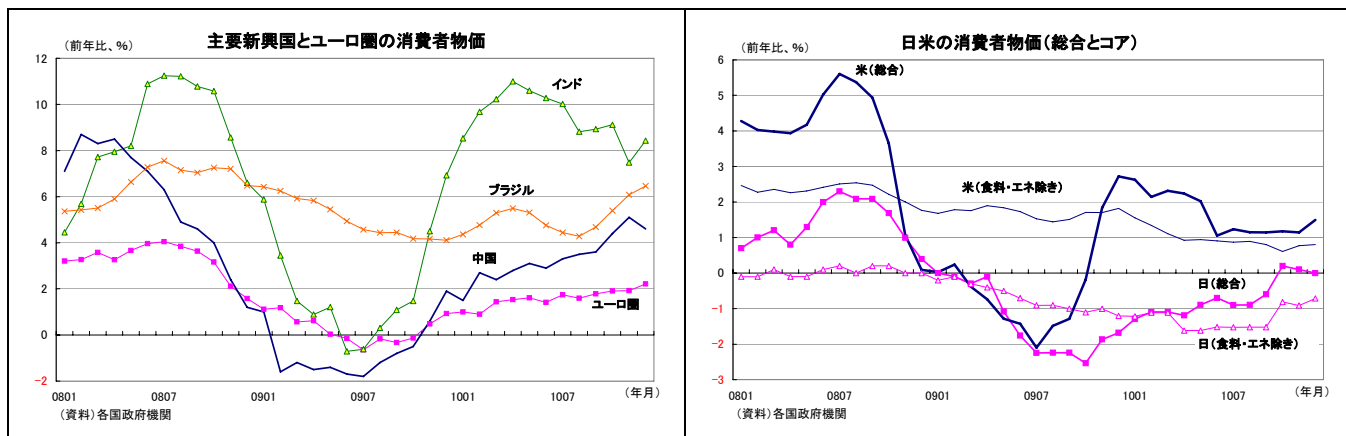
(新興国のインフレと国内のデフレ)

このような状況下で、インド、ブラジル、中国といった新興国では、もともと経済が好調で需要が強いうえ、米金融緩和による投機マネーの直接的な流入と一次産品価格の上昇が加わり、消費者物価の上昇が加速している。

また、先進国の中でもユーロ圏では、財政危機を背景としたユーロ安が物価上昇圧力となり、直

近の物価上昇率が2.4%と、ECBが目処としている「2%をやや下回る水準」を越えてきている。

世界経済を引っ張っている新興国のインフレ暴発を抑制するためにも、また先進国でもインフレリスクが増幅しており、これが最近のインフレ抑制的な発言の増加につながっている。



(日銀に置き換えると、デフレ議論再燃は避けられず)

日銀は1月の展望レポートの見直しで先行きの見通しを上方修正し、回復シナリオの蓋然性に自信を深めている。当面の金融政策は、円高リスクが実現しない限り、現状維持（成長通貨の基盤拡大は年度末などにやってくるかもしれないが）が基本スタンスだろう。

米国で6月のQE2が終了となり、コアCPIが11年度に入りプラスになってくれば（コアCPIも4月以降0.5%程度押し下げている高校授業料無償化の影響も剥落し、そこに一次産品の価格の上昇も加わり、11年度に入るとプラスになる可能性もある）、先行き・現状ともに景気認識を上方修正し、包括緩和の縮小を模索し始める可能性がある。

大きな需給ギャップの存在と先行きの過剰マネーのリスクバランスをどう判断するのか、また技術的には8月のCPIの基準改定などもあり、数年前に経験した「デフレ議論」が再燃する展開になりそうだ。

2. 金融市場（1月）の動きと今後の予想：円高・低金利の本格修正にはもうしばらく時間が必要

（10年金利）

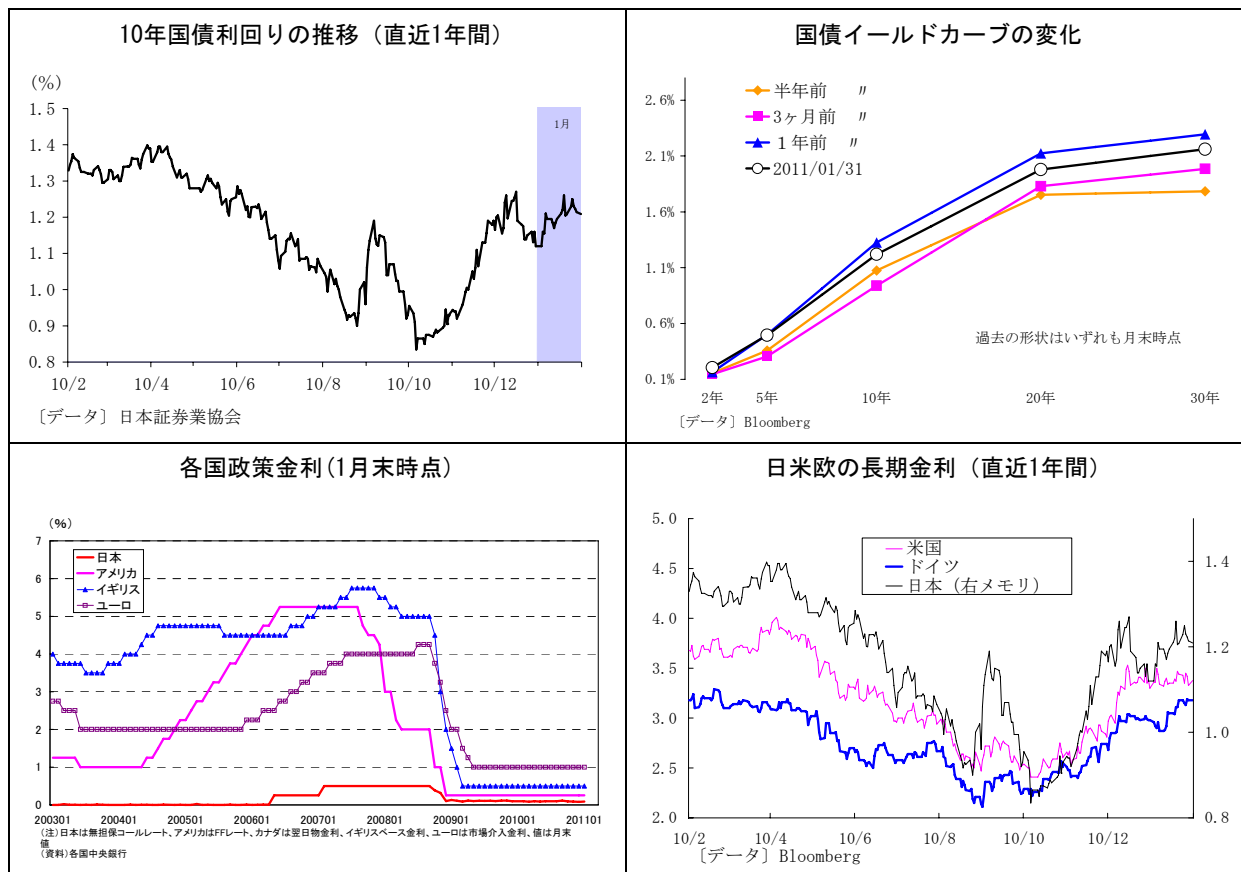
1月の動き 月初1.1%台半ばからスタートし、月末1.2%近辺に。

月初から景気回復期待が高まり、6日12月中旬以来の1.2%台まで上昇した。米雇用統計（7日）が市場予想を下回ると米長期金利が低下し日本の長期金利も1.1%台前半。中旬以降は米国経済への期待や欧州財政への不安後退から、世界的な株高を受け1.2%台前半に。27日にSPが日本国債を格下げすると1.25%台半ばに。月末にかけてはエジプトなどでの地勢学リスクの高まりを受け株価が軟調な動きを示し1.2%近辺となる

当面の予想

米国債券市場は狭いレンジで方向感のない動きが続いている。今後発表される米経済指標を市場がどう受取るかが方向感を決め、日本の長期金利の方向感もそれに追随するだろう。やや長い目でみれば米長期金利は景気回復を背景に上昇すると考えるが、量的緩和第2弾開始以降、一度も大きな調整局面を経ておらず、一旦弱い指標に反応しやすくなっている可能性がある。一方、国内金融機関の金余りが国内債券市場を強力に下支えしていることから、当面1.2%を挟んだ展開が予想される。なお、エジプトの騒乱がより緊迫化する事態になれば、リスク回避姿勢が高まり、一時的に長期金利は低下局面を迎えるだろう。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

1月の動き 月初め 82 円近辺からスタートし、月末 82 円台前半に。

月初から米国経済への期待が高まり 83 円台となったが、その後は 83 円を挟んだ小動きな展開に。中旬に欧州財政への不安が一旦治まるとユーロ高・ドル安につられ円ドルは 81 円台後半になる場面もあったが、良好な米国経済統計に反応し総じて 82 円台での取引が続く。27 日日本国債の格下げが発表されると一時的に 1 円ほど円安に振れたがニュースのインパクトは長期化しなかった。月末も 82 円台前半での推移となった。

当面の予想

最近、ユーロ買い・ドル売りがドル安と捉えられて円の対ドルレートも強含んでおり、円にもドルにも強力な判断材料はあまり見当たらない。ユーロも見直し買い・反動の側面が強く、そろそろ打ち止め感があるため、次は米国への見方がどうなるかが重要になる。米国経済は足腰がまだ強くないため、楽観が修正されることも十分あり、その際は円高圧力が加わる。当面のレンジは 80 円～84 円を予想する。

(ドルユーロレート)

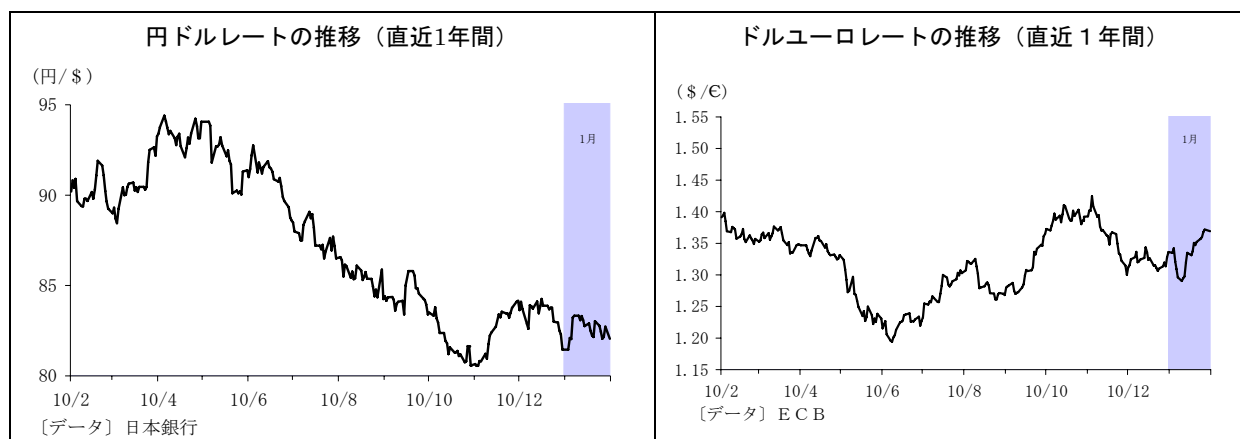
1月の動き 月初め 1.33 台前半でスタート、月末 1.35 台後半に。

月初めユーロの経済統計が良好なところからユーロ高に振れたが、その後は逆に米国の良好な統計に反応し、10 日は 1.29 台前半までユーロ安に。その後 17 日のユーロ圏財務相会合で、欧州金融安定ファシリティー(EFSF)の規模拡大報道、12 日のポルトガル国債、13 日のスペイン国債の入札が無事実施されると 1.33 台にユーロ高が進む。その後もトリシェ総裁がタカ派的な発言を行ない 1.36 台後半をつけた。月末は調整が入り 1.35 台となった。

当面の予想

従来から欧州の財政問題の緊張が高まるとユーロが下落、一旦弱まる or 米国の弱さに市場が注目すると上昇というサイクルを繰り返している。最近新たにユーロ圏の物価高とタカ派的な発言が注目されたが、それに関してすぐに大きな動きが出てくるとは思えない。米国指標にもよるが、この一カ月の反動が予想外に大きかっただけに、一旦調整局面入りの可能性が高い。

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 (2011年2月4日現在)

		2010年		2011年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績		予想		
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)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	10年金利 (平均)	2.8	2.8	3.5	3.6	3.7
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 (ドイツ、平均)	2.4	2.6	3.1	3.2	3.3
円ドル	(平均)	86	83	83	87	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.29	1.36	1.35	1.35	1.30
円・ユーロ	(平均)	111	113	112	117	117

(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。