

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(3月)

～地政学リスクから原油高の長期化見通し広まる。新興国は利上げ加速、先進国は引き締め時期の見方が揺れる

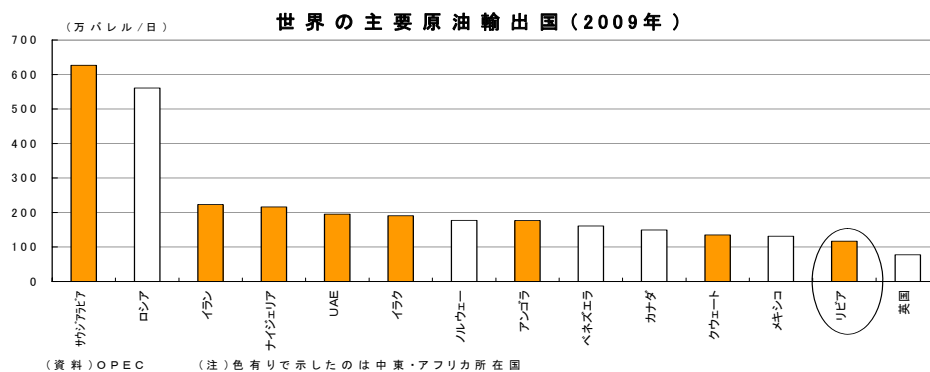
経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

(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

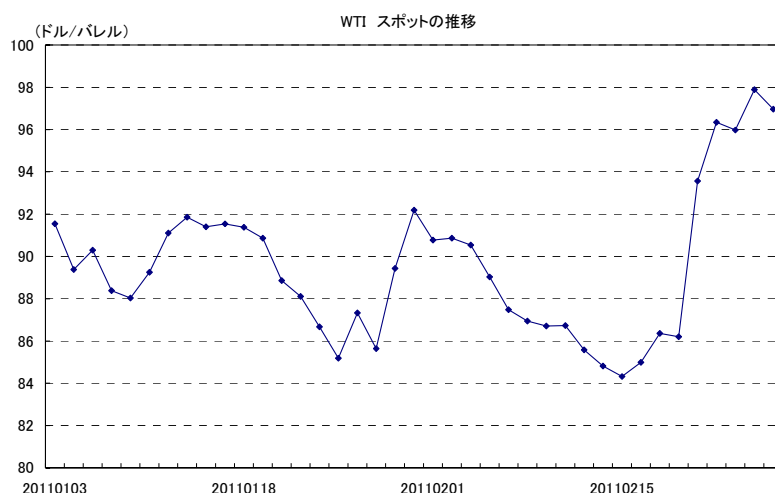
1. (民主化要求デモ拡大と高騰する原油価格) チュニジア、エジプトから周辺に波及した民主化要求デモは、バーレーンやリビア、イエメンだけでなくヨルダンやクウェートに拡大している。それに伴い原油などエネルギー価格の高騰が顕著になっている。コストプッシュ型インフレへの対応を巡り市場の思惑は揺れそうだ。
2. (日銀金融政策) 金融政策は当面現状維持。0.1%という超低金利長期化のシナリオは変わらず。日銀の出口開始はFRBの利上げ後。「成長基盤強化を支援するための資金供給」政策は近く規模拡大に向けた議論がなされる可能性あり。
3. (長期金利) 長期金利は世界経済回復シナリオが今後も維持され、長期金利も強含みやすい状況に回帰すると見るが、政情不安の動きがサウジアラビアや中国などに本格的に波及したり、原油高騰によって物価高に拍車がかかり新興国経済が失速するような事態に陥る可能性も排除はできない。その際は株安債券高(長期金利低下)が起こるだろう。
4. (為替) 米国経済への評価と地政学リスクの動向がポイントとなる。1月米雇用統計の結果は、失業率が大幅低下の一方、雇用者数の増加は予想を大きく下回り、評価が難しかったため、2月雇用統計を市場がどう受け止めるかが重要となる。また、米国は原油多消費型経済であるため、今後中東の混乱が長期化もしくは拡大すれば、ドルの重石となる可能性が高い。この時期固有の要素として決算期末を控えた輸出企業のドル売り円買い圧力もあるため、本格的な円高修正には今しばらく時間がかかるだろう。



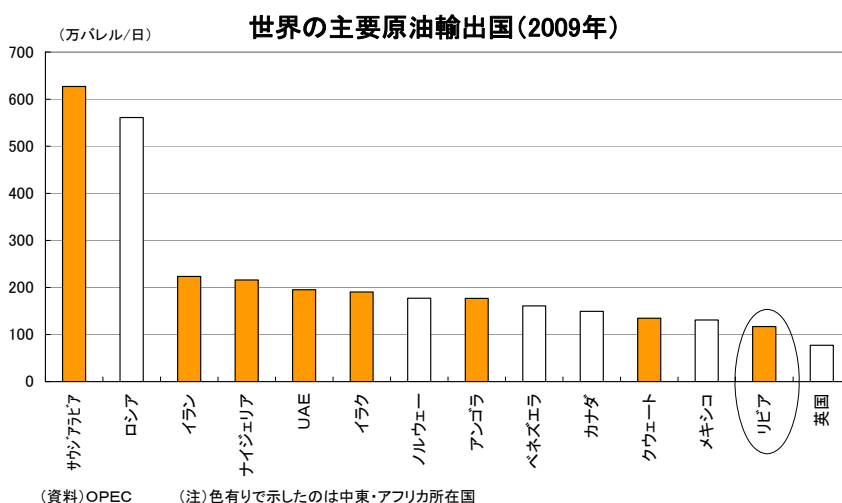
1. 地政学リスクから原油高の長期化見通し広がる。新興国は利上げ加速、先進国は引き締め時期の見方が揺れる

(民主化要求デモ拡大で原油高長期化見通しが広がる)

チュニジア、エジプトから周辺に波及した民主化要求デモは、バーレーンやリビア、イエメンだけでなくヨルダンやクウェートに拡大している。連日報じられるリビア情勢は緊迫の度を増しており、それに伴い原油などエネルギー価格の高騰が顕著になっている。



リビアの主要原油輸出先である欧州地域では原油供給への影響が懸念されるが、いち早くサウジアラビアは原油生産量を日量 70 万バレル以上増産したようだ。しかし、原油高が長期化するとの見方を払拭するにはいたっていない。WTI 先物では一旦 100 ドルをつけるまでに上昇している。



(一次産品価格上昇という悩ましいコストプッシュ型インフレ：各国悩ましい対応)

一次産品等の上昇によるコストプッシュ型のインフレへの対応は国によって異なってくる。中国は 2 月に準備率の引き上げを実施している。昨年 11 月から 5 回目とピッチを上げている。1 月消費者物価指数は、前年比 4.9% 上昇するなどインフレが危険水域に達してきている。

中国も含めて新興国は高成長を続けているが、同時にインフレ・バブルリスクが高まっている。原油など一次産品の高騰でこの先の利上げ、金融引き締めは一段と加速を余儀なくされそうだ。

先進国は国によって利上げ観測が揺れそうだ。

ユーロではインフレ懸念への発言が相次いでいた。これが足元のユーロ相場堅調の材料ともなっている。実際2月の消費者物価は前年比2.4%と3ヶ月連続で政策目標の2%未満を超えており、この先も物価上昇率が高まり利上げ前倒しの思惑が高まりやすいだろう。

一方、米国はエネルギーなどを除いたコアインフレを重視していることもあるが、雇用改善が遅れており景気配慮をせざるを得ず、引き締め時期の観測は遅れ気味になる可能性がある。

米FRBバーナンキは1日、上院銀行住宅都市委員会で金融政策について半期に一度の証言をおこなった。「最近の原油価格の高騰が長期化しない限り、原油高が米経済に大きな影響を及ぼす公算は小さい。ただ、原油高が続くようであれば、成長減速・インフレ高進を招く可能性がある」と証言した。

米国経済は株高に支えられた資産効果で消費の堅調さが続いている。このまま推移すれば6月にQE2が終了する蓋然性が高いとの判断が優勢だった。しかし、一次産品価格上昇が続いた場合、川上からのインフレ懸念は強まるものの、株安→消費減という成長減速が強く出る可能性が高い。その際には、FRBは成長配慮から金融引き締めの時期を遅らせるとの見方が強まりそうだ。

（日本もコアCPIが予想以上にプラスになる可能性も）

日本でも値上げがかなり目立つようになってきている。

生鮮食品を除くコアCPIは前年比で20ヶ月以上のマイナスが続いているが、最新の1月は▲0.2%と4ヶ月連続でマイナス幅が縮小している。

コアCPIの変動を要因分解してみると、物価を押し上げる要因には、エネルギー価格の上昇と昨年10月に値上げが実施されたタバコがある。一方、押し下げる要因には、昨年4月から実施された高校授業料無償化、食料品がある。4月には現在物価を0.5ポイントほど引き下げている高校授業料無償が2年目に入ること、対前年比で見た影響が剥落するという制度的な要因もあり、原油などエネルギー価格が高止まりすると、意外にプラス幅が大きくなる可能性もでてきている。

（日銀金融政策もやっかいな判断を迫られる可能性も）

日本のコアCPIがたとえ4月分くらいから0.5%程度と数ヶ月前（原油価格が上昇する前の価格での予想）よりも高まり、その後も上昇するとの見方になっても、日銀金融政策は引き締め転換に慎重な姿勢を示すと思われる。

ただし、米国がQE2を終了し超低金利政策の変更をその後匂わせはじめると、ドル高に一旦振れる可能性が高い。その場合、円安になり輸出のドライバーができ、コストプッシュインフレが加速する状況が生まれれば、日銀がインフレ懸念を前面に出してくる可能性もあるだろう。

2. 金融市場（2月）の動きと今後の予想：地政学リスクから長期金利低下、円高へ

（10年金利）

2月の動き 月初1.2%台前半からスタートし、月末1.2%半ばに。

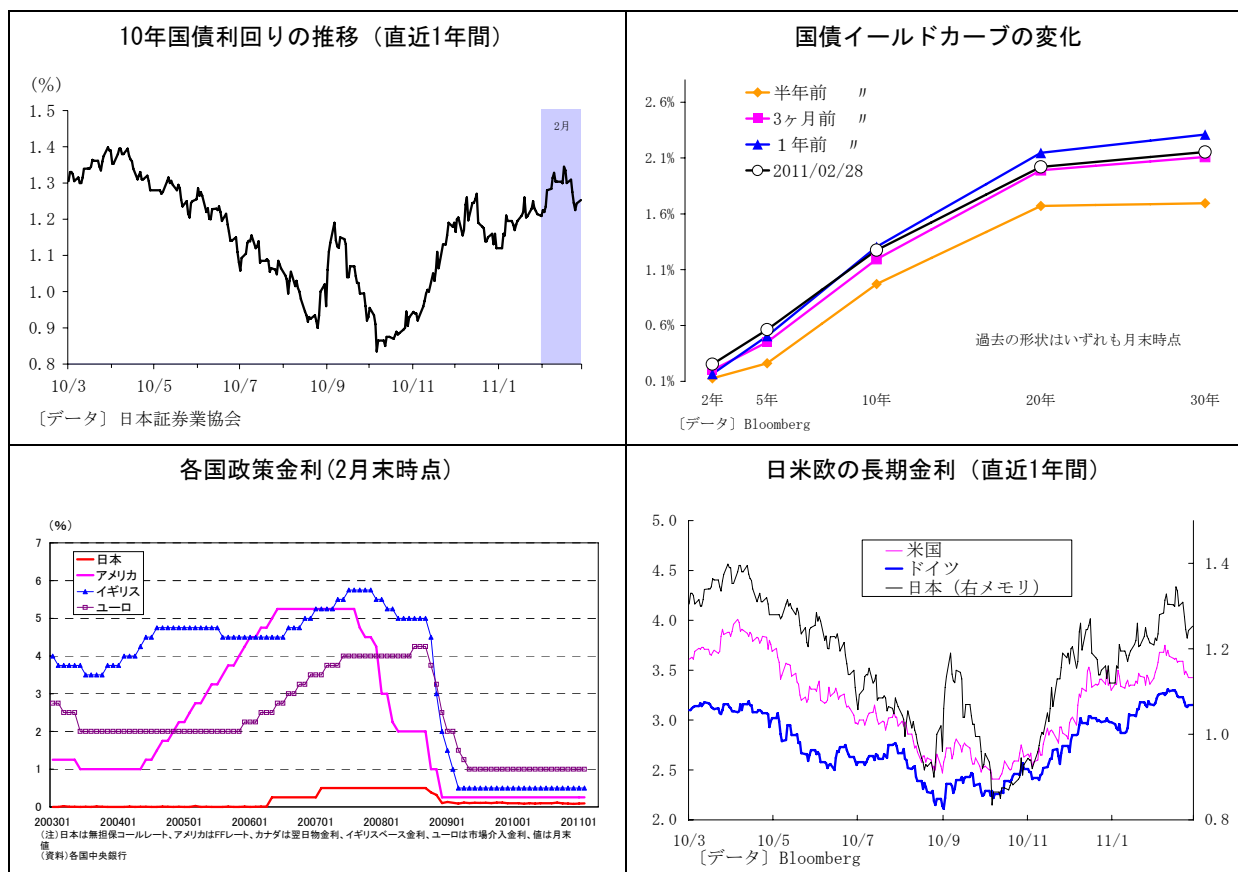
月初、エジプト情勢の不安はありながらも米国統計の改善を受け、金利は強含む。日本の入札不調も重なり10日には1.3%半ばに。その後米国長期金利が落ち着き、日本の長期金利も1.3%前後での推移が続く。22日にはムーディーズの日本のソブリン格付見通しをネガティブに変更するとの報道がでたが、リビア情勢緊迫化に伴い質への逃避で長期金利が低下、1.2%前半となる。月末は若干金利が上昇し1.2%台半ばに。

当面の予想

長期金利は一旦調整局面を迎え、今後の方向性は世界経済、特に雇用統計など米国経済への見方と中東情勢がカギとなる。メインシナリオとしては、世界経済回復シナリオが今後も維持され、長期金利も強含むやすい状況に回帰すると見るが、政情不安の動きがサウジアラビアや中国などに本格的に波及したり、原油高騰によって物価高に拍車がかかり新興国経済が失速するような事態に陥る可能性も排除はできない。その際は株安債券高（長期金利低下）が起こるだろう。

また、これまであまり材料視されてこなかった国内要因であるが、政局や予算関連法案など政治リスクに注目が集まりやすい局面だけに、財政リスク顕在化にも注意が必要となる。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

2月の動き 月初め 82 円近辺からスタートし、月末 81 円台後半に。

月初円高に振れたが、4日に米雇用統計を受けてドルが買い戻され 82 円台前半に。その後も米国長期金利が上昇し 13 日には 83 円台半ばまでドルが買われたが、中東情勢緊迫化を受けドルが売られ月末にかけて円高が進み、月末 81 円台後半に。

当面の予想

長期金利同様、米国経済への評価と地政学リスクの動向がポイントとなる。1月米雇用統計の結果は、失業率が大幅低下の一方、雇用者数の増加は予想を大きく下回り、評価が難しかったため、2月雇用統計を市場がどう受け止めるかが重要となる。また、米国は原油多消費型経済であるため、今後中東の混乱が長期化もしくは拡大すれば、ドルの重石となる可能性が高い。この時期固有の要素として決算期末を控えた輸出企業のドル売り円買い圧力もあるため、本格的な円高修正には今しばらく時間がかかるだろう。

(ドルユーロレート)

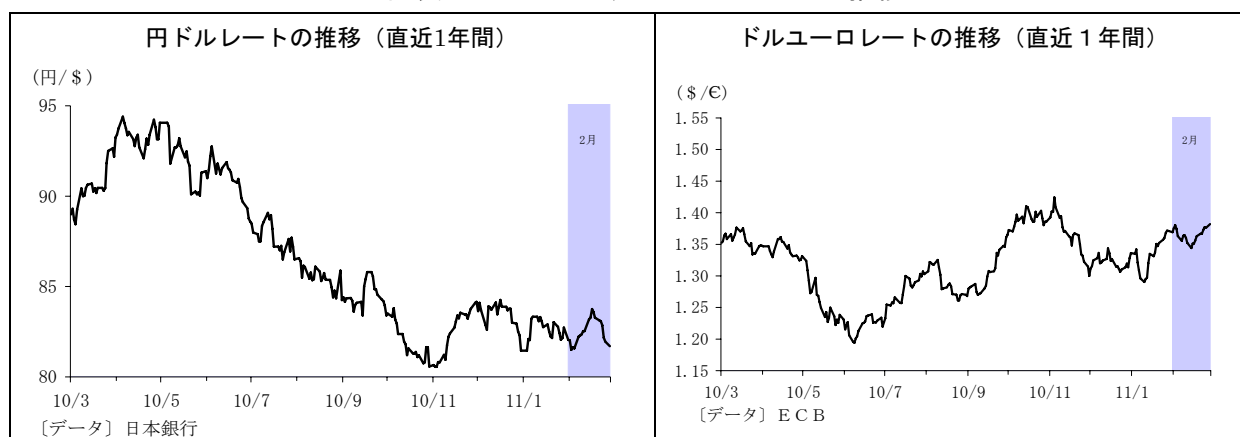
2月の動き 月初め 1.37 台半ばでスタート、月末 1.38 台前半に。

月初から ECB からのインフレ警戒発言に反応し、ユーロが買われる。3日の ECB 理事会後の会見で、トリシェ総裁がインフレは抑制されていると発言し急速にユーロ安へ、7日には 1.35 台へ。その後中東問題の拡大からドルが全面的に売られ、ユーロサイドでも再びインフレ懸念への発言が強まるとユーロ高が進み月末には 1.38 台に

当面の予想

最近の市場の注目点はユーロ圏のインフレと利上げ時期になっている。中東の混乱に伴う原油高がユーロ圏の物価をさらに押し上げることから、利上げ早期化期待がユーロ買いに繋がっている。ECBのトリシェ総裁が3日の理事会後に物価動向次第では「4月にも利上げの可能性はある」と述べたことで足元ユーロ買いが強まっており、しばらく早期利上げのテーマに引っ張られそう。ただし、ユーロ圏の財政問題は依然燻っており、ファンダメンタルズも相対的に強いわけではない。利上げ期待先行の感も強く、今後のトレンドとしては弱含みか。

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3月4日現在)

		2010年	2011年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		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	1.3	1.4	1.4	1.4
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	3.4	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)	2.6	3.2	3.3	3.4	3.5
円ドル	(平均)	83	83	86	90	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.36	1.37	1.37	1.33	1.30
円・ユーロ	(平均)	113	114	118	120	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。