

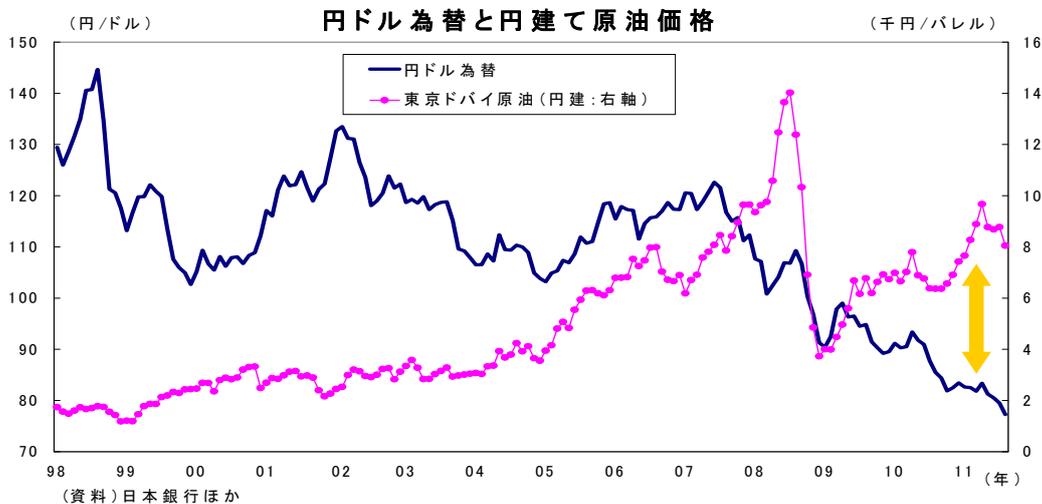
# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(9月号)

### ～円高と原油高の挟み撃ち

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(円高と原油高が並存)** 円高には円建て輸入価格を引き下げるプラス効果があるが、近年の原油価格は円建てでも急上昇。円高効果を原油価格上昇が上回っているためだ。日本は円高に伴う輸出採算悪化と原油高に伴うコスト上昇の挟み撃ちにあっている。需給の点では、世界経済が減速すると原油価格は下落するはずだが、中東の混乱が続いていることや米金融緩和によって構造的に原油価格が高止まりしている。日本の製造業の経営環境は厳しく、震災前の11年第1四半期の経常利益額で見てもピークの62%に留まる。米は今後追加緩和に踏み切る公算が高いが、その際既にインフレに苦しんでいる新興国への悪影響も想定され、日本企業にとっては、円高・原油高に加え外需減少という三重苦にもなりかねない。
2. **(日米欧金融政策)** 8月に入り、日銀が基金増額による追加緩和を実施、米FRBは「少なくとも13年半ばまでの政策金利据え置き」方針を表明し時間軸を強化した。利上げで先行したECBも最近では域内景気減速で舵取りが難しくなっている。市場の利上げ期待もさらに後退し、日米欧ともに利上げ期待がほぼ消滅している。
3. **(金融市場の動き)** 8月の金融市場では世界的に株価が下落、円高ドル安がさらに進行、債券はやや上昇した。米国の追加金融緩和への期待により、足元の市場は落ち着きを取り戻しているものの、根本にある欧米経済減速懸念は根強く、今後もリスク回避姿勢が強い状態が続く可能性が高い。円高、債券高圧力が続くだろう。

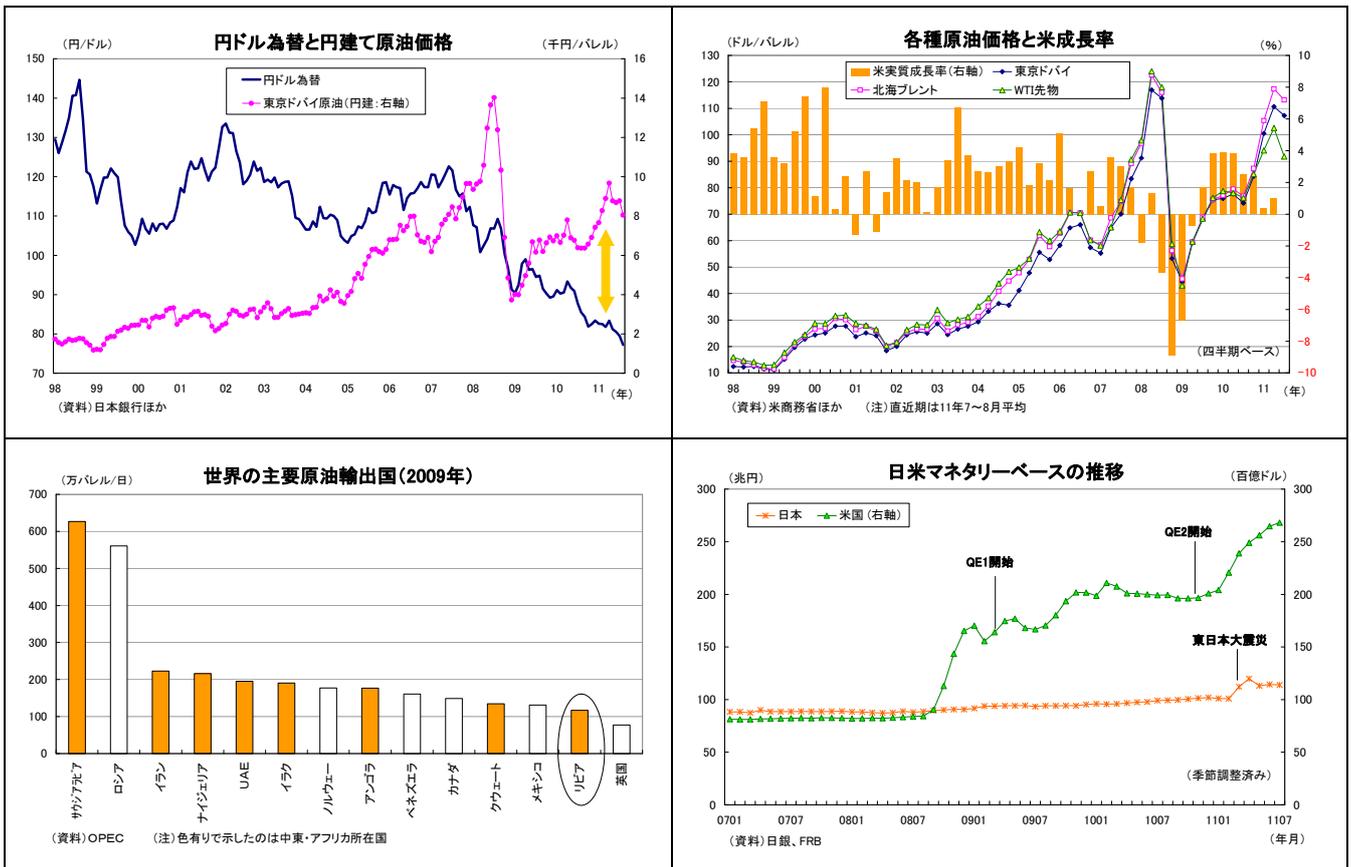


# 1. 円高と原油高の挟み撃ち：円高メリットは原油上昇に及ばず

8月は歴史的な円高ドル安水準が継続する月となった。8月4日の政府・日銀による単独介入と追加金融緩和も予想通り効果が長続きせず、70円台が定着している。円高になると、メリットとしての「資源価格抑制効果」が注目されるが、今のところその恩恵は乏しいようだ。

## (構造的な要因から円高と原油高が并存)

円高ドル安は言うまでもなく日本からの輸出採算悪化をもたらす一方で、円建て輸入価格を引き下げるプラス効果が指摘される。しかし、円高が急速に進んだリーマン・ショック後のドバイ原油価格を円建てで見ても、かなり急ピッチに上昇している。これは円高による価格抑制効果を原油価格（ドル建て）の上昇が上回っているためだ。今回、8月に起きた世界的な金融市場の混乱の中で、原油価格はやや低下したもののまだ高止まりしている。この結果、日本全体で見ると、リーマン・ショック以降の円高に伴う輸出の採算悪化圧力と原油高に伴うコスト上昇圧力による挟み撃ちにあっている様相を呈している。また、原子力発電所停止の影響などで日本の原油輸入量が増加していることも、原油高の影響を拡大している。



原油需給の観点からは、本来世界経済の成長が加速、もしくは先行きへの楽観が高まると需要拡大(期待)から原油価格が上昇、逆の場合は下落する。円は世界経済減速局面で上昇する傾向が強いため、リーマン・ショック直後は円高が進むとともに原油価格が低下し、日本にとってはコスト低減効果が生じた。今回も欧米の景気減速懸念が色濃く出ており、もっと調整しても不思議はないのだが、価格を下支えする強い要因が存在しているようだ。

供給サイドの要因としては中東情勢が挙げられる。2月に発生したリビア争乱に伴いリビアの原油生産がほぼ停止したことで原油価格が上昇、特に主要供給先である欧州の原油指標である北海ブレント、地理的に近いドバイの上昇は顕著となり、WTIを上回る状態が続いてきた。足元では生産再開の見通しも出てきているが、情勢が安定化したとは言い難く不透明な部分が多い。また、中東全体で見ても、シリアで反体制運動が続くなど、世界最大の産油地域である中東の火種は未だ燻っている。

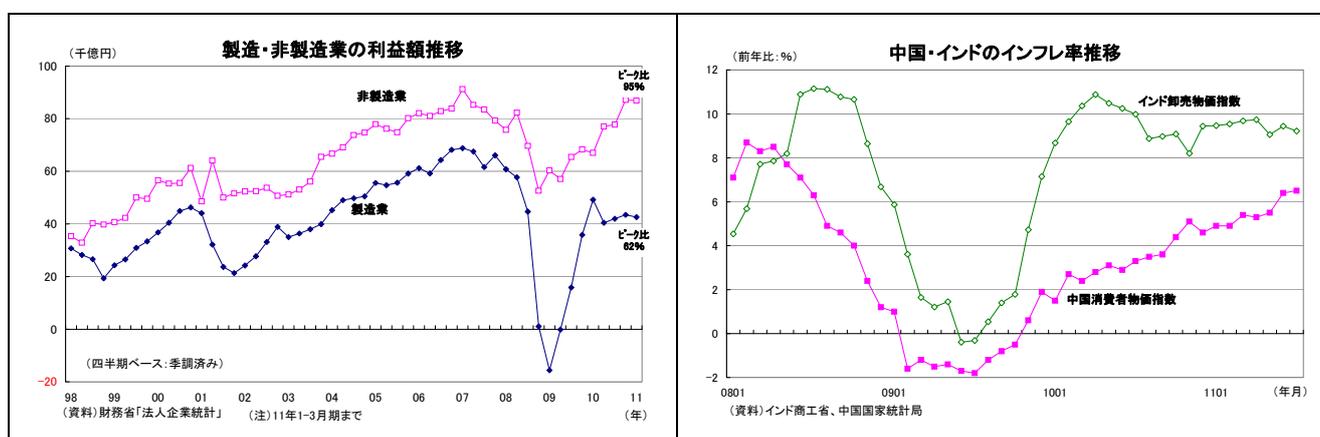
また、先進国、とりわけ米国の金融緩和も原油高止まりの要因となっている。FRBが供給するマネーの総量であるマネタリーベースはリーマン・ショック以降のQE1、QE2を経て約3倍に大きく拡大している。7月号に記載したとおり、この間、マネー供給量の拡大が投資家マインドにプラスに働きかけ、原油市場に資金が流入、原油価格高騰の大きな要因となった。QE2後もFRBは緩和規模を維持することを表明しているうえ、今後の追加緩和への期待も高まっていることが原油価格を下支えしていると考えられる。また、原油がドル建て取引されることから、緩和によってドル安になることも割安感から原油価格が上昇しやすくなる。つまり、世界経済が減速しても、米国の金融緩和を伴う形になると構造的に原油価格が高止まりする。

### （製造業にとって厳しい経営環境が続く）

企業の立場からすると、エネルギーの消費量が多く、輸出を手がける製造業では影響が大きい。震災の影響を除くため2011年第1四半期の経常利益額を見ると、直近ピークの07年第1四半期と比べて、非製造業では95%とほぼピークの水準を回復しているのに対し、製造業では世界経済回復局面にもかかわらず62%に留まっている。報道などでよくみる大企業の連結決算ベースの前年比の場合は海外現法の利益を含む上、リーマン後の落ち込みが大きかっただけに回復感が強く出るが、国内法人の利益額でみると製造業の事業環境の厳しさが浮び上がってくる。

今後、FRBは景気下支えのために追加緩和に踏み切る公算が高く、ドル安に加えて原油価格上昇圧力が続く可能性が高い。原油価格上昇となれば、既にインフレで苦しんでいる新興国への悪影響も想定され、日本企業にとっては、円高・原油高に加えて外需減少という三重苦にもなりかねない。

財政赤字削減の流れの中で財政政策にあまり期待できない以上、米国が金融政策に頼るのは自然であるし、追加緩和期待が現状市場の混乱を押さえているのは事実である。ただし、日本経済・企業へのリスクは大きいというえ、リスクが実現した場合に日本当局が打てる有効な策は殆どない。従来同様、対症療法でしのいで時間を稼ぐという展開になる可能性が高い。



## 2. 日米欧金融政策（8月）の動き：日銀追加緩和、米時間軸強化、欧は維持

### （日銀）追加緩和

日銀は8月の決定会合について、当初4日から2日間の予定であった日程を1日に短縮し、同日実施された為替介入と歩調を合わせる形で資産買入等の基金を40兆円程度から50兆円程度へと約10兆円増額する金融緩和に踏み切った。基金増額は震災直後の3月14日以来となる。

内容は、基金のうち資産の買入れ枠を10兆円から15兆円に、低利資金を貸し出す固定金利オペの供給枠を30兆円から35兆円へとそれぞれ拡大、買入れの期間を従来の2012年6月末から半年間延長した。

声明文では日本経済について下期回復シナリオを存置する一方で、「景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっている」とし、「為替・金融資本市場の変動が、わが国の企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性がある」と指摘するなど、円高進行等から生じるマインド悪化に対する日銀の強い警戒感が示されている。

会合後の総裁会見では、日本経済について下期回復シナリオを存置する一方で、「海外経済が引き続き大きな不確実性を抱えていること」、「それらに端を発する為替・金融資本市場の変動」により、企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性があるとの認識から、追加緩和を決定したとの説明があった。

### （FRB）時間軸強化

FRBは8月9日のFOMC（連邦公開市場委員会）において、政策金利の据え置きとともに、「今後少なくとも2013年半ばまで異例の低金利政策を継続する可能性が高い」と表明、従来「長期間（少なくとも2～3会の会合後）」としていた時間軸を大幅に強化した。声明文には併せて、保有証券元利金の再投資を維持する方針とともに、「物価安定のもと景気回復を促す手段の適切な採用を準備している」との記載があり、今後の追加緩和実施の可能性を示唆したと受け止められている。

景気については、「今年これまでの経済成長はFRBが予想していたよりもかなり緩慢」と現状判断を下方修正、一次産品価格上昇や震災によるサプライチェーンの混乱という一時的な要因は「この弱さの一部を説明しているに過ぎない」と認識を修正したうえで、先行きについての景気見通しを引き下げ、下振れリスクの増大を指摘するなど、従来と比べ悲観的な内容に。

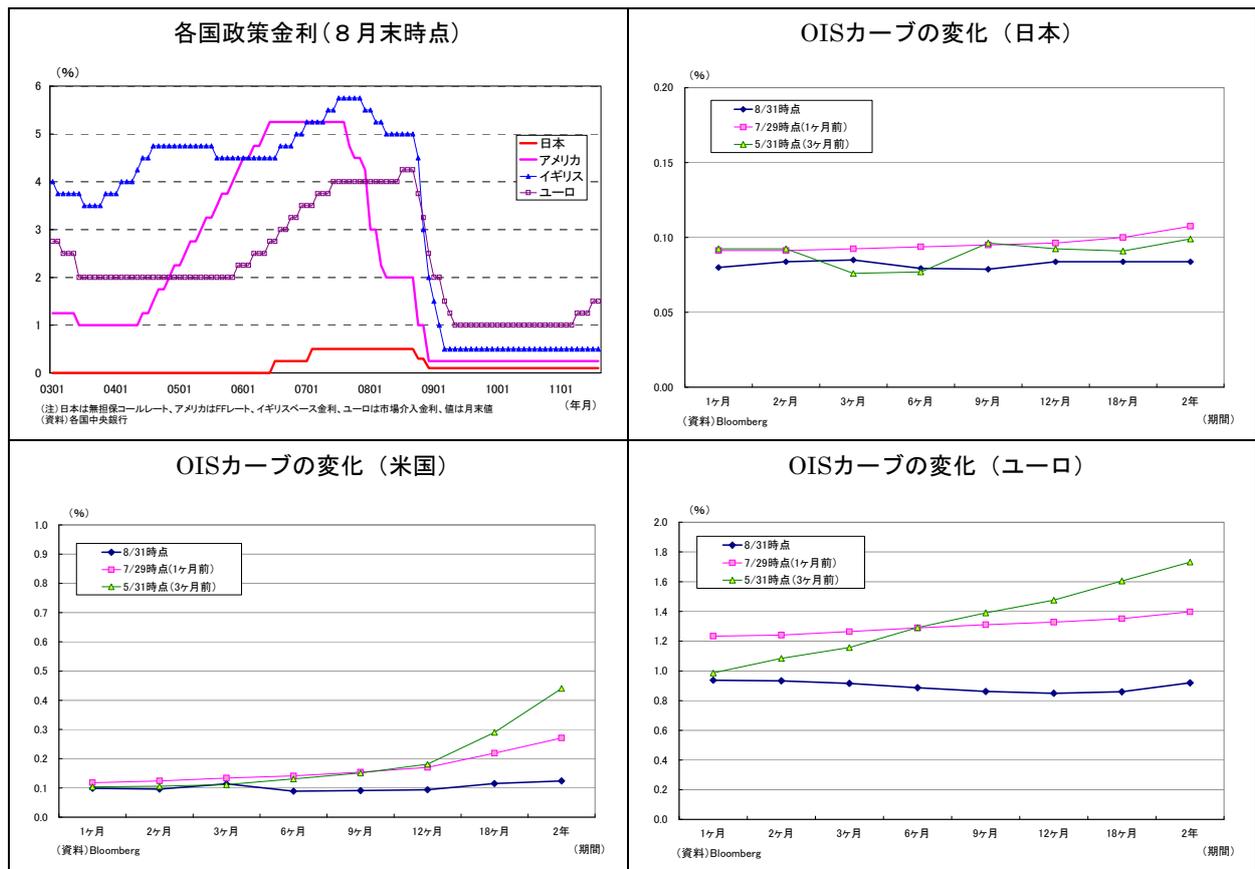
QE3を示唆するかどうか注目された26日のジャクソンホールでの議長講演では、QE3についての具体的な言及はなかったが、次回9月20日に予定されているFOMC日程を2日間に延長し、追加緩和策について議論を行うことを表明。QE3についての期待を繋ぐ形となった。

### （ECB）維持

ECB（欧州中央銀行）は8月4日の政策理事会において政策金利を1.50%に据え置いた。声明において、金融スタンスは「引き続き緩和的」であり、物価の上振れリスクについて「非常に注意深く監視する」との先月の表現を踏襲した。一方、景気については「適度な成長が今後も続く」とした上で、新たに「不確実性が非常に高い」という文言を加え、先行きに対する強い警戒感が示された。また同時に、6ヵ月物の流動性供給の再開を決定するなど、金融市場の混乱・緊張への対応も行っている。

利上げで先行したECBであるが、今後は引き続き物価上昇への警戒を続けながら、景気の下振れ

にも従来以上に配慮が必要という難しい舵取りを求められる段階に入ったとみられる。



政策金利の先行きに対する市場の見方を示す OIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の 8 月末時点における利回り曲線の傾きを見ると、日米欧ともにほぼフラット化、利上げ期待はほぼ見られなくなった。日本は従来同様と言えるが、米国は 8 月 FOMC での「少なくとも 13 年半ばまでの政策金利据え置き」方針の表明で 2 年内の利上げ期待がほぼ消滅。ECB については依然として利上げ打ち止めを示唆している訳ではないのだが、8 月理事会後に発表された 4-6 月期成長率が大きく減速、物価上昇率も最近一服していることから利上げを実施する状況にはないという見方が広がったと考えられる。ユーロは、カーブがやや右下がりになっており、利下げを織り込んでいる可能性もある。

### 3. 金融市場（8月）の動き：円高ドル安、株大幅下落、債券やや上昇

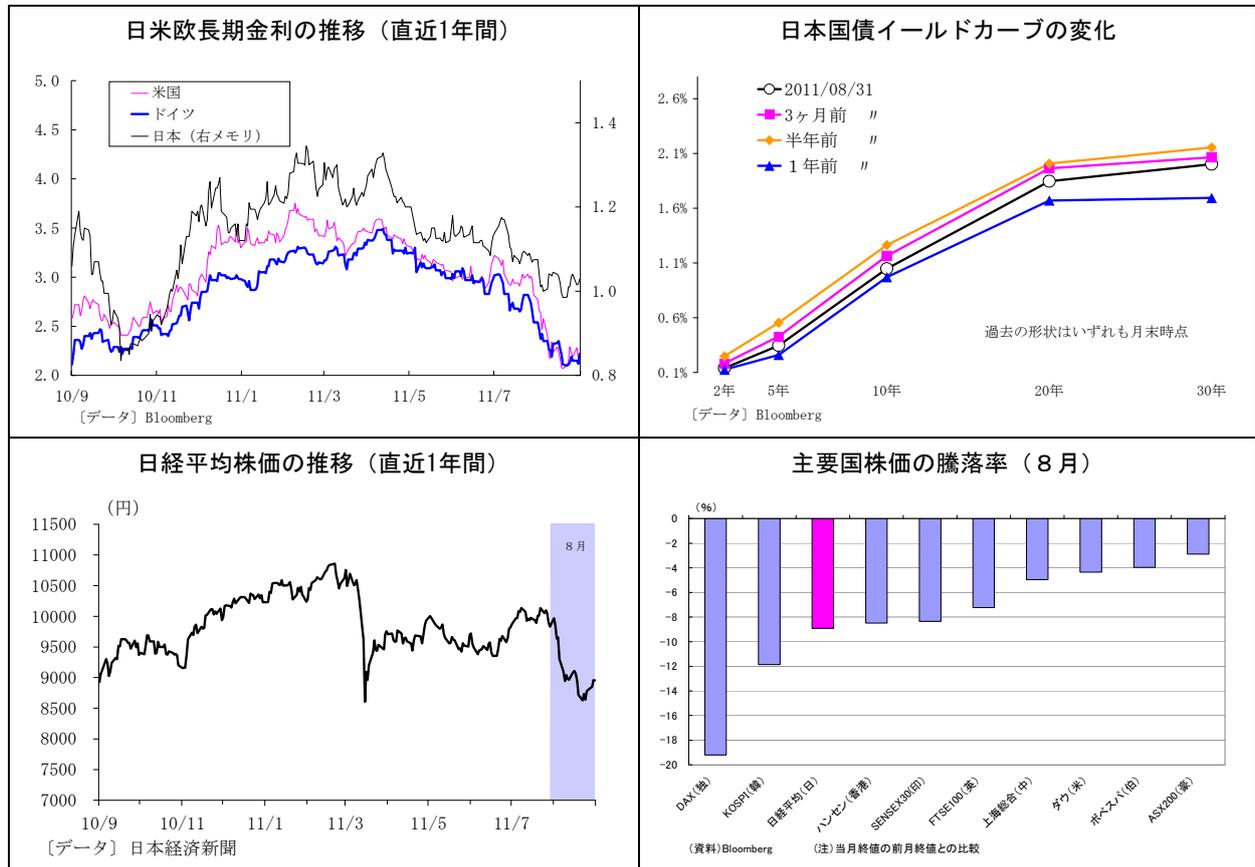
#### （10年国債利回り）

**8月の動き** 月初 1.0% 台後半からスタートし、月末 1.0% 前半に。

月初、米債務上限問題が期限間際で合意に至ったものの、米経済減速を示す指標が続いたことで 5 日には 1.0% 近辺へ低下。その後も米国債格下げ、欧州債務問題拡大懸念に伴う円高株安、米金利低下を受けてリスク回避の動きが根強く 18 日には 1.0% を割り込む。株式市場の下落に歯止めがかかり一旦 1.0% 台を回復、民主党代表選を前に 1.0% 台半ばまで上昇したが、財政再建に積極的とされる野田氏が代表に選出されたことで、月末は 1.0% 台前半へと若干低下。

## 当面の予想

欧米経済の不透明感から金融市場のリスク回避姿勢は強く、長期金利は引き続き低位で推移しそうだ。一方、大型の第3次補正を控えて日本の財政への不透明感も残ることから、長期金利が大きく低下していく局面ではなさそう。次回 FOMC にて米長期金利を引き下げる方策が採られるという観測が高まれば金利低下要因となるが、米長期金利も既に歴史的水準まで下がっていることから、下げ余地は限定的とみる。当面のレンジは前回同様 0.9%~1.1%を予想。



## (円ドルレート)

**8月の動き** 月初 77 円台後半からスタートし、月末 76 円台半ばに。

4日に政府・日銀が為替介入と追加緩和決定と同時に踏み切ったことで一旦 79 円台半ばまで円高修正が入ったが、その後米格下げや欧州債務問題からドル売り円買いの動きが強まり、11日には 76 円台となる。その後海外市場で一時円最高値を突破する動きがあったが、世界経済への懸念と介入警戒感がバランスする形で概ね 76 円台での推移が続く。26日のバーナンキ議長講演を控えた持ち高調整で一旦 77 円台となったが、結果は米緩和期待を繋ぐ形になり、月末は再び 76 円台後半へ。

## 当面の予想

相次ぐ弱い指標と株安で米経済の先行きに対する市場の疑念は高い状態が続いている。差し当たっての注目イベントは本日の米雇用統計だが、結果にかかわらずドルが持続的に買われる地合いになるとは考えにくい。米雇用統計が悪ければ 9 月下旬の FOMC にかけて大規模緩和への期待が高まりドル安圧力に。その先は FOMC の出方とそれを受けた政府・日銀の対応が焦点となるが、当面円高圧力は続く可能性が高く、70 円台後半での推移を予想する。

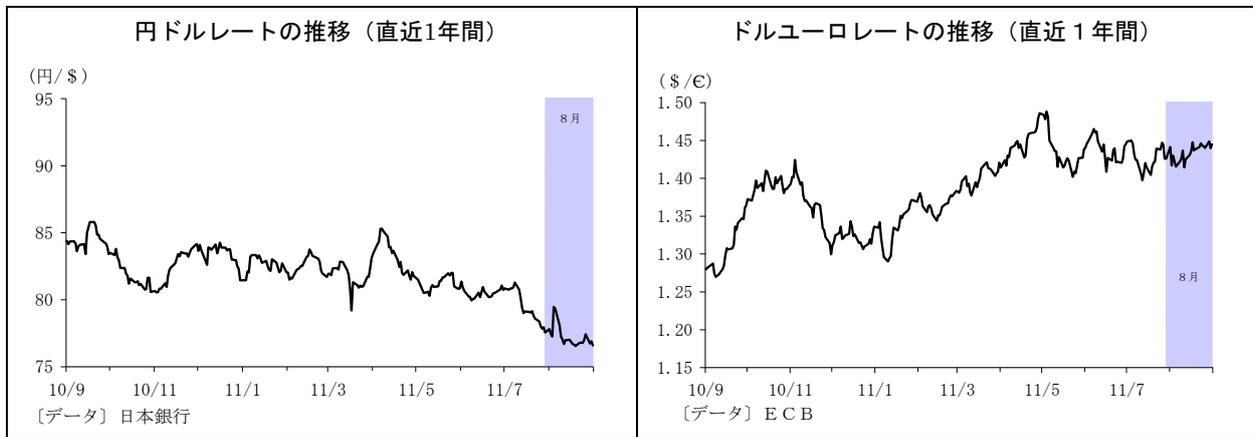
## (ドルユーロレート)

**8月の動き** 月初1.44 台前半でスタートし、月末1.44 台半ばに。

月初からイタリア・スペインへの債務危機拡大懸念が高まり、5日には1.41 台へ下落。米格下げを受けてドル安が意識され一旦やや戻したが、仏への債務危機拡大観測が出たことで11日には再び1.41 台へ。資金逃避先となっていたスイスフランに対する政策介入警戒感からスイスフラン売りユーロ買いが進み対ドルにも波及する形で上昇した後、1.44 台での推移が続く。月末は1.44 台半ばに。

### 当面の予想

支援サイドの政治的要因から債務危機へのユーロ圏の対応には後手後手の感があり、市場が求めるEFSF(欧州金融安定ファシリティ)の拡大や欧州共同債導入には踏み込めていない。支援の枠組みが十分ではないという見方の中で、今後も危機拡大への懸念は払拭できず、ユーロの不安定要因に。ただしドル安地合いは今後も根強いとみられ、従来逃避先となってきた円やスイスフランへの介入警戒感が高まる局面では、ユーロが消去法的に選択される場面も。



金利・為替予測表(2011年9月2日現在)

		2011年			2012年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想		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)	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
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)	3.2	2.5	2.4	2.5	2.6
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50
	10年金利(ドイツ、平均)	3.1	2.5	2.5	2.6	2.7
円ドル	(平均)	82	77	77	77	79
ユーロ・ドル	(平均)	1.44	1.43	1.43	1.40	1.40
円・ユーロ	(平均)	117	110	110	108	111

(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。