

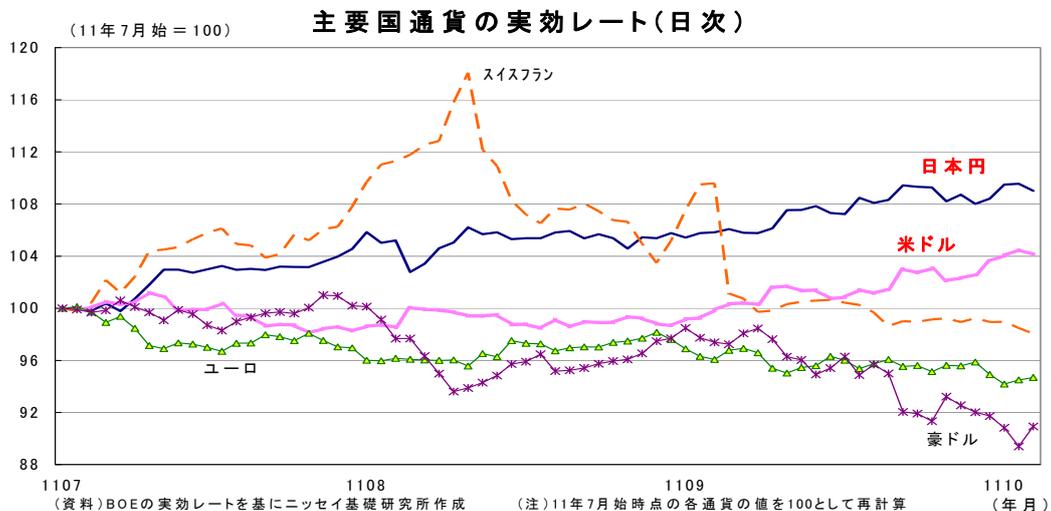
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(10月号)

～通貨のバランスが急変化、米ドルに警戒を

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. **(危機時のドル高)** 実効レート通貨の総合力を示す実効レートでは、円は引き続き上昇トレンドにあるが、低迷ぎみであった米ドルが9月入りを境として上昇に転じ、通貨のパワーバランスに変化が生じている。ただし、この米ドル高は米国の景気回復(期待)に裏づけられているとは言い難く、「危機時のドル需要」が発生している可能性が高い。リーマン・ショックの際もドルの実効レートは急騰し、その後危機が緩和されるとともに下落に転じた。従って、ドルの先行きも「危機が収まるか」に強く影響を受ける。従来円と同様に資金の逃避先となっていたスイスフランは現在その役割から離脱している。危機が収まればドルの放出が起き、円に資金が流入する懸念がある。このシナリオが実現するかどうかについては、その際の米国経済に今よりも明るい兆しが見えているかがカギを握る。
2. **(日米欧金融政策)** 9月に、FRBがツイスト・オペによる追加緩和を実施。日銀、ECBは9月以降金融政策を維持しているが、日米欧ともに最近の世界的な金融市場の動揺、株安を受けて危機感を高めている様子が鮮明に。日米については市場の利上げ期待がほぼ消滅、欧州については利下げ期待が高まっている。
3. **(金融市場の動き)** 9月の金融市場では引き続きリスク回避の動きが進行し、世界的に株価が続落、円は高止まりし、債券(国内)はやや上昇した。欧州の財政・金融システム不安と米国の景気低迷感は当面払拭されず、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. 通貨バランスが急変化：米ドルに警戒を

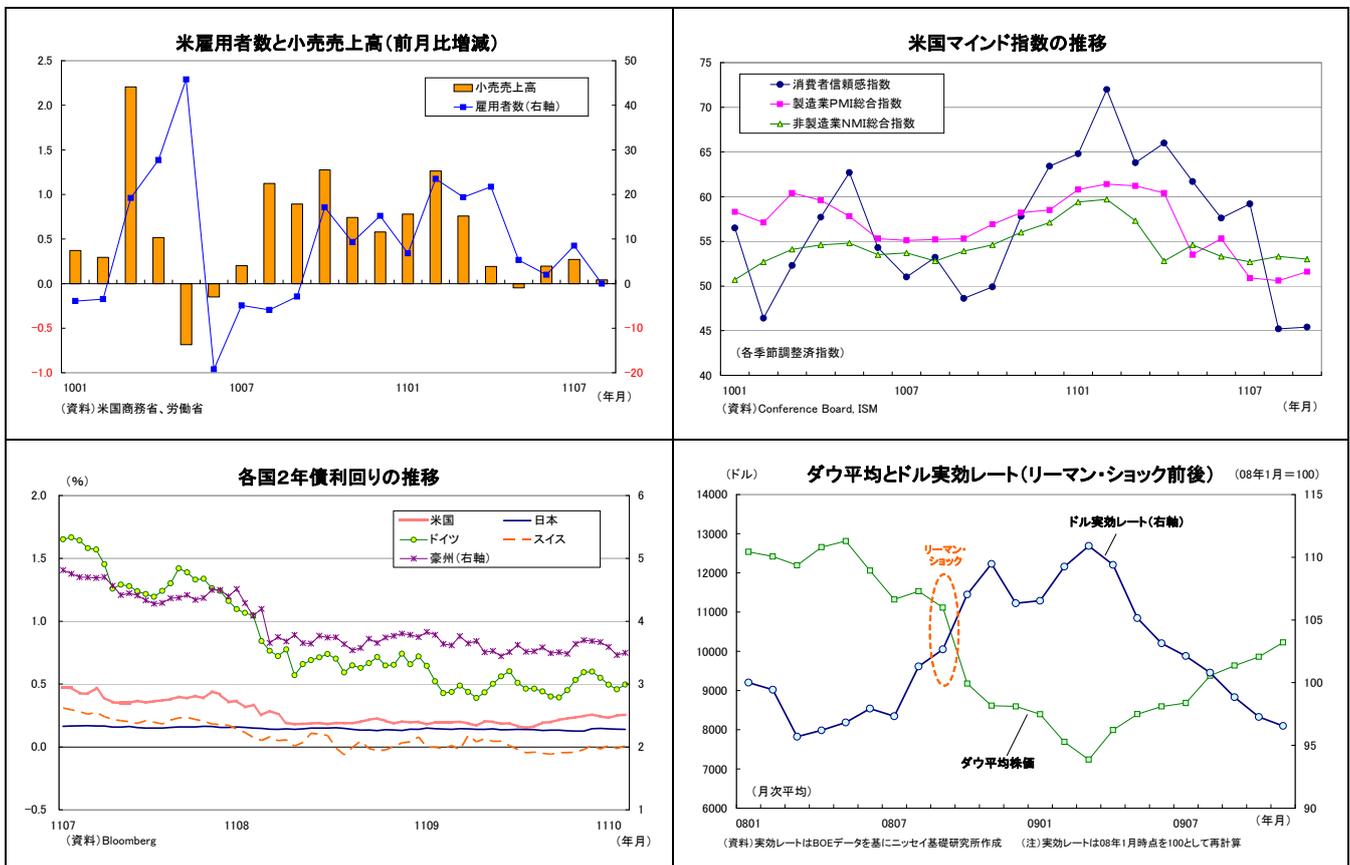
9月の為替市場では円高ユーロ安が急速に進んだ一方で、円ドルでは引き続き水準としては円高ながらも、為替の動きは76~77円台で落ち着いていた。通貨の総合力を示す実効レートでは、円は引き続き上昇トレンドにあるが、低迷ぎみであった米ドルが9月入りを境として上昇に転じ、豪ドルやスイスフランなどその他通貨は下落と、主要通貨のパワーバランスに変化が生じている。

(米ドルの上昇に景気回復の裏付けは見られず)

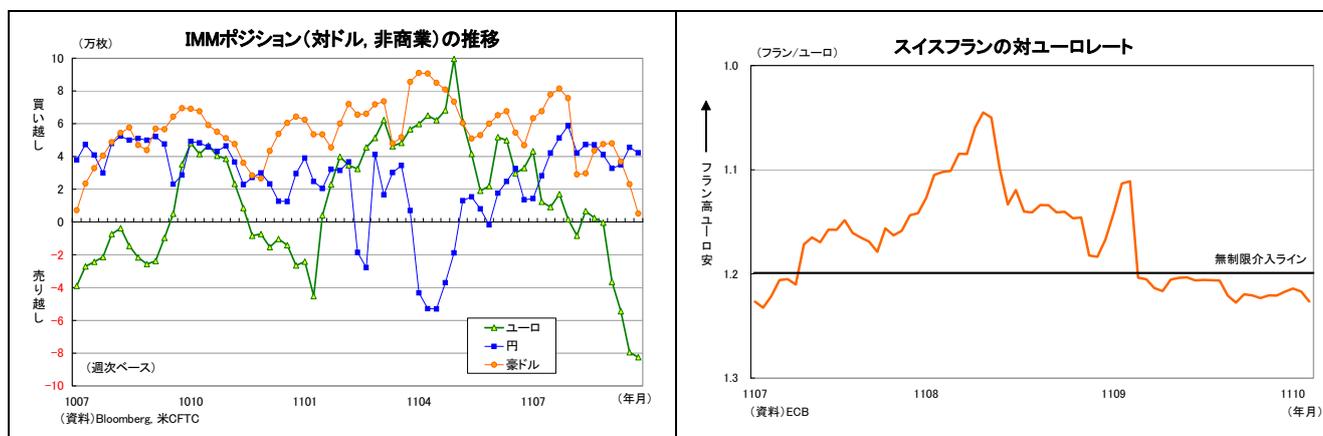
9月以降の米ドル高は米国の景気回復（期待）に裏づけられているとは言い難い。現に実態経済指標に明るさはみられず、9月に発表された8月分の雇用統計、小売売上高ではそれぞれ増加が途絶えている。また、マインド統計でも、企業・家計のマインドは春から悪化、9月も底這っており、むしろ今後の実態経済への影響が懸念される状況だ。

為替との関連が深い2年債利回りの推移を見ても、米2年債利回りはFRBによるツイストオペ導入発表を受けて後半やや持ち直し気味とはいえ低迷している。豪州やドイツなどの2年債利回り低下に伴い、他国との金利差という観点からはやや米ドル優位（ドル高要因）とも見れるが、ドルが上昇基調に転じた主因としては力不足感がある。

ここで注目されるのが、「危機時のドル需要」だ。ドルの一つの特徴として、世界的な経済危機の際に上昇する特徴がある。危機が発生または懸念される状況になると、リスク回避に伴って米企業による対外投資引き上げや各国金融機関による基軸決済通貨ドル確保の動きが起こり、ドル需要が高まる。実際、08年のリーマン・ショックの際もドルの実効レートは急騰した。株価を市場の危機意識の現われとすると、株価下落に伴ってドルは上昇、その後危機意識が緩和され株価が上昇に転じると同時に、ドルも下落に転じている。



従って、今回も欧州財政・金融不安の緊迫化に伴う危機意識の高まりが、ドル需要に繋がっている可能性が高い。投機筋も9月に急速にドル買いに動いている。海外ヘッジファンドなど投機筋の動向を示す指標であるシカゴマーカント取引所の通貨先物では、対ユーロで特に顕著だが、各通貨でドル買いの動きが出ている。



(今後の米ドルの動向に警戒を)

現在のドル高は米景気の自律的回復によるものではなく、世界的な危機拡大に応じた色彩が強いだけに、ドルの先行きも「危機が収まるか」に強く影響を受ける。欧州不安が緩和することは世界経済にとっては当然プラスなのだが、その際にリーマン・ショック後のように抱え込んだドルの放出が起こる可能性がある。従来、日本と同様、世界の逃避先通貨となっていたスイスフランは、スイス国立銀行による強力な通貨高対策（大幅な金融緩和と対ユーロでの無制限介入方針）により、下落著しいユーロに対しても下落、実効レートは直近ピークから約2割下落と、逃避先の役割から離脱した。日本にとっては同士を失った形になっている。従って、今後危機が緩和された場合、ドル高の巻き戻しが起き、またしても円に資金が流入することで円高圧力となる懸念がある。

このシナリオが実現するかどうかについては、その際の米国経済に今よりも明るい兆しが見えているかがカギを握る。また以前から度々可能性が話題になっているが、ドル高要因となる米国の「本国投資法」（海外からの送金に対する減税策）導入の行方も注目される。

2. 日米欧金融政策（9月）の動き：日欧は維持、米は追加緩和実施

(日銀) 維持

日銀は9月6～7日の決定会合にて、政策金利の0～0.1%程度への据え置きを決定、50兆円程度としている資産買入等基金の規模にも変更はなかった。

声明文では景気の現状について「供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている」と上方修正、年度後半以降の回復シナリオも維持したが、リスクについては、「海外情勢を巡る不確実性やそれらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある」とし、引き続き下振れリスクへの強い警戒感が現れている。

その後、10月に入り6～7日の決定会合においても政策金利の据え置きを決定した。景気の現状については「持ち直しの動きが続いている」とし、先行きについても「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」と回復シナリオを維持した。リスク要因については、基本的に前回の見方を踏

襲、景気下振れリスクへの警戒感が続いている。なお、枠上限までかなり余裕を残した形で10月末で受付期限を迎える予定であった「被災地金融機関支援のための資金供給オペ」については、今回6ヵ月間の期限延長が決定されている。

今月27日には10月日銀展望レポート（経済・物価情勢の展望）が発表される。前回の4月や中間評価が行われた7月時点に比べ、海外経済や金融市場の動向は明らかに懸念すべき状況になっているが、同レポートにおいても今後の回復シナリオが維持されるかが注目される。その是非が金融政策の方向性を大きく決定付けることになるだろう。

（FRB）追加緩和

FRBは9月20～21日のFOMC（連邦公開市場委員会）において、政策金利を据え置くとともに、4000億ドルのツイスト・オペ（期間の短い保有国債を売却し、期間の長い国債を同額購入するオペ）導入を決定した。これによりFRBの資産規模を維持したまま長期金利の一層の低下を促す狙いがある。同時に、これまで長期国債に再投資してきたMBS等の償還金を今後はMBSに再投資する方針を決定。これにより住宅金融を支援する。また、「少なくとも2013年半ばまで異例の低金利政策を続けることが正当化される可能性が高い」と前回大幅に強化した時間軸の方針については、今回も表現に変更はなかった。ツイスト・オペの実施は事前の大方の予想通りだが、先月の時間軸強化に続いて、連月での金融緩和強化となる。

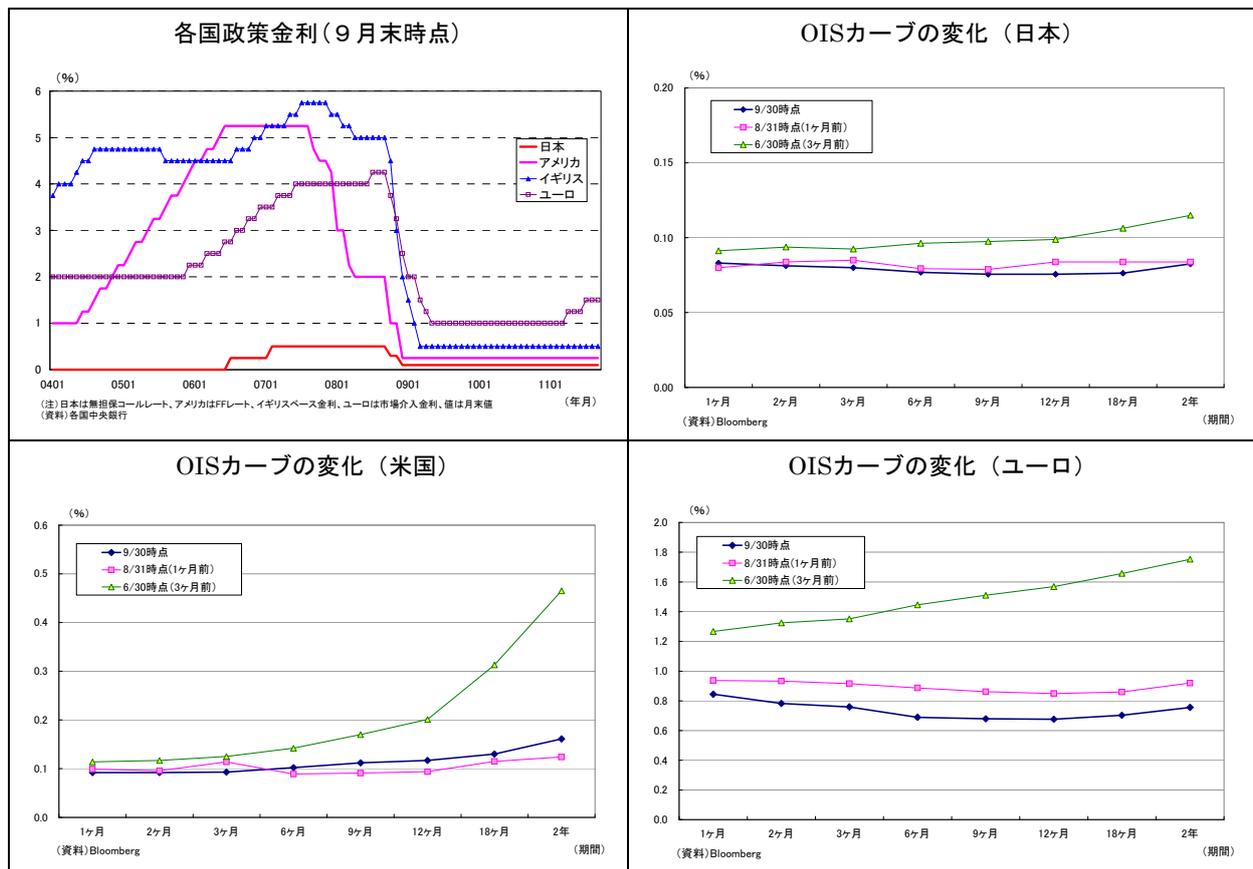
声明文では、景気の現状について「経済成長は引き続き緩慢である」とした上で、景気の先行きについては「著しい下振れリスクが存在する」と指摘。先行きに対する非常に強い警戒感が示されている。

（ECB）維持

ECB（欧州中央銀行）は9月8日の定例理事会において政策金利の1.50%への据え置きを決定した。声明において、従来の「金融政策は引き続き緩和的」という判断は維持したが、物価リスク判断については従来の「上向き」から「上下バランスしている」に修正。また、景気の先行きについては「緩やかに回復する」とした上で、「極めて高い不確実性と下振れリスクにさらされている」と強調し、景気下振れへの強い警戒感が示された。

その後、10月に入って6日の定例理事会では、政策金利を据え置くとともに、12～13ヶ月物の資金供給オペやカバードボンド買い入れによる流動性供給の強化を決定した。理事会後の記者会見でトリシェ総裁は、「経済見通しは引き続き極めて不確実性が高く、下振れリスクが強まっている」と表明、市場の注目が高まっている今後の利下げについて方向性に触れることは当然なかったが、協議したこと自体については言及があった。

なお、トリシェ総裁は今月末を持って任期を終え、来月からはイタリア出身のドラギ新総裁がECBの舵取りを担うことになる。



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 9 月末時点における利回り曲線の傾きを見ると、日本と米国では前月から大きな変化は見られず、引き続き長期にわたって利上げ期待がほぼゼロの状態となっている。一方、今年に入って 2 度の利上げを実施し、日米と比べて利下げ余地の大きいユーロについては、カーブの右下がり度合いが前月に比べて顕著になっている。市場では ECB が今後利下げに転じるとの予想が高まっているようだ。

3. 金融市場（9 月）の動き：円高止まり、株続落、債券やや上昇

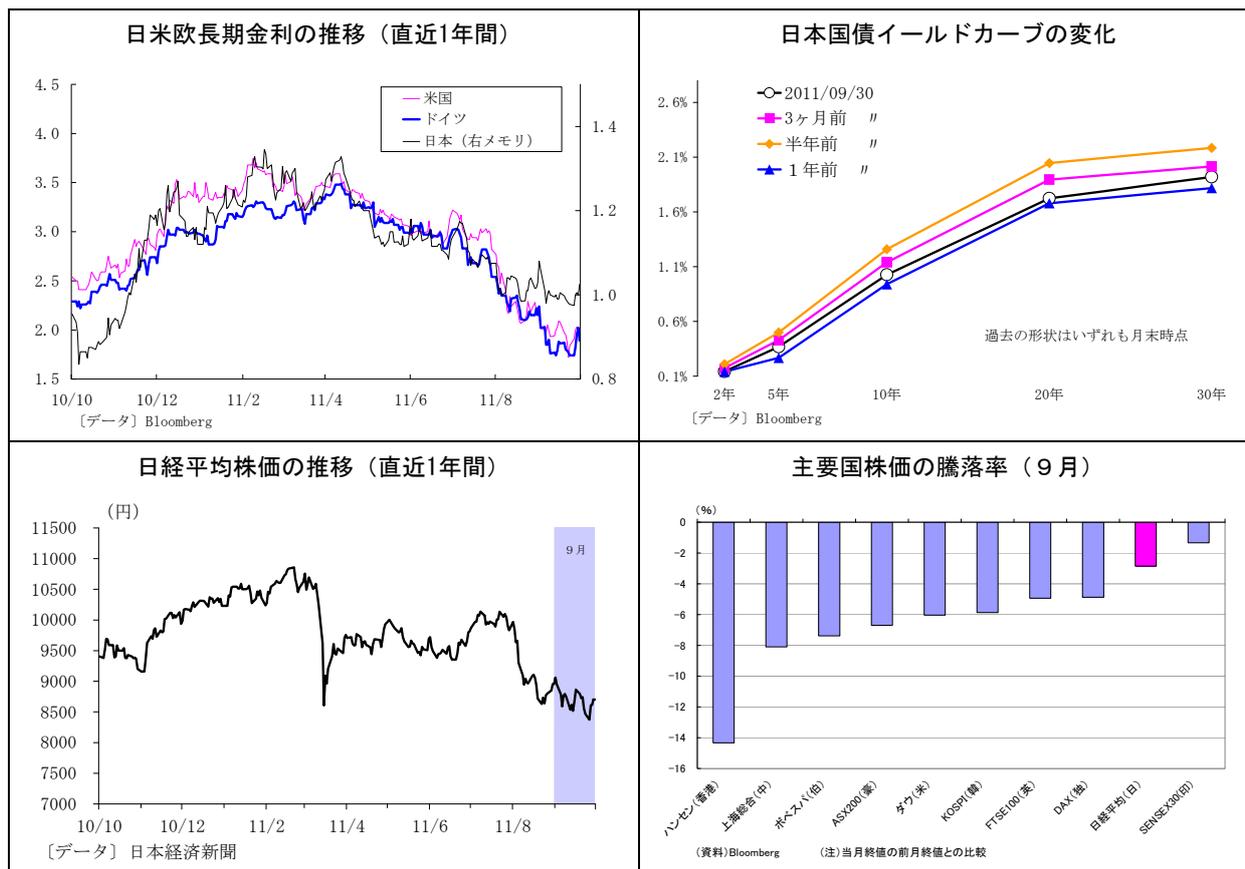
（10 年国債利回り）

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

月初、米 8 月雇用統計の悪化と欧州債務問題の再燃によって金利が低下、6 日には 1.0% を割り込む。その後も欧州の財政・金融システム不安は収拾がつかない状況が続いたが、一方で 1.0% 割れ圏での高値警戒感も強く、1.0% 近辺での膠着状態が続く。29 日に独連邦議会が欧州金融安定基金（EFSF）の拡充法案を可決したことで市場の過度の不安が後退、月末は 1.0% 台前半へとやや上昇した。

当面の予想

欧州の財政・金融システム不安と米国の景気低迷感は今後払拭されず、長期金利の低迷要因に。国内景気要因としても、復興需要の顕在化・本格化はまだ先になるとみられ、目先の金利上昇要因とはならない。一方、1.0% を下回る領域での高値警戒感は根強いことから、金利の低下余地も限られる。当面のレンジは前回同様 0.9%～1.1% で膠着感・低迷感の強い展開を予想する。



（円ドルレート）

9月の動き 月初77円からスタートし、月末76円台半ばに。

月初は77円を挟んだ小動きの展開となったが、欧州不安の高まりによるユーロ売りドル買いが円ドルに波及する形で9日には77円台半ばへ下落。その後円にやや買い戻しが入り、76円台半ばから後半での推移が続く。下旬には、中間期末を控えた輸出企業のドル売り円買いが発生し、27日には76円台前半となったが、月末は76円台半ばに。9月の円ドル為替は動きの乏しい展開となった。

当面の予想

FRBの低金利政策長期化方針により円ドルと相関の強い日米短期金利差（2年債）はほぼゼロとなっており、金利差要因からは今後も大幅な円高修正は起こりにくい。また現状は、欧州不安によって基軸通貨ドルの需要が高まり、ドルの下値を支えている側面がある。従って、今後欧州不安が緩和する局面では抱えていたドルの放出に伴うドル安圧力も懸念される。一方、9月米雇用統計が大きく反発すれば、米経済回復期待が高まりドル高要因となるが、単発で円安ドル高の流れを形成するには力不足。当面の予想レンジは75円～79円。

（ドルユーロレート）

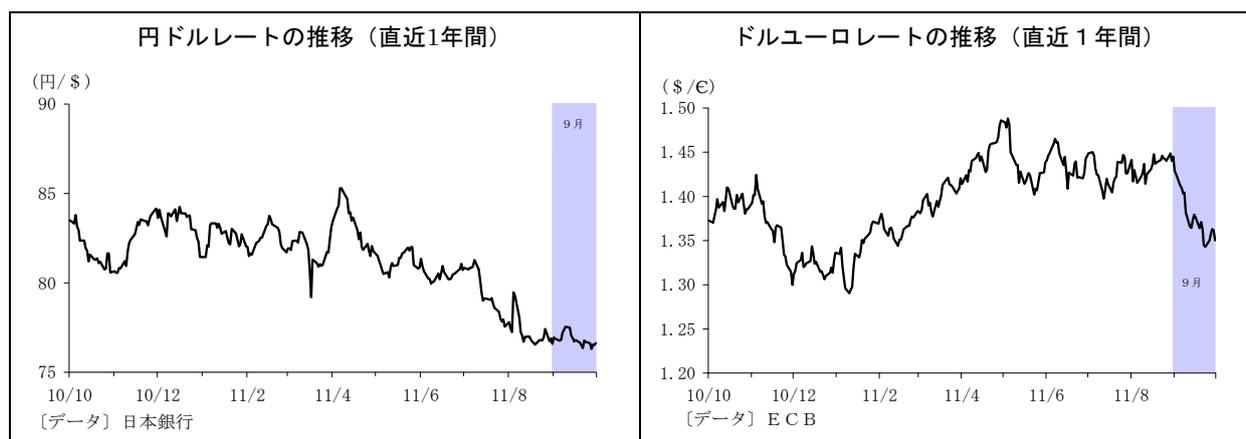
9月の動き 月初1.42台後半でスタートし、月末1.35に。

月初からギリシャ向け融資やイタリアの財政再建への不透明感が高まり、8日には1.40台へ下落。その後ECB理事会後のトリシェ総裁発言（景気の下方リスクが増しているとの旨）やシュタルク理事の辞任発表を受けて急落し12日には1.36台となる。その後は1.37を挟んで一進一退の動きと

なったが、22日のG20声明で具体策が示されず23日には1.34台前半に。欧州への警戒感はその後も続き月末は1.35となった。

当面の予想

足元ユーロはやや下落し、1.34台で推移している。ギリシャ向け支援、EFSFの機能拡充策など資金繰り面での取組みは続いているが、今後も越えるべきハードルが続いている。さらにこのこと自体は根本的な解決とはならないため、欧州財政問題が今後も緊迫化する局面は避けられない。さらに景気減速懸念も高まっていることから、為替下落要因である利下げ期待も高まりやすい。ユーロは今後も政治の動きに伴う一喜一憂で大きめの動きが予想されるが、水準感としては引き続き低迷となるだろう。



金利・為替予測表(2011年10月7日現在)

		2011年		2012年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		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)	1.1	1.1	1.1	1.2	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)	2.4	1.9	2.0	2.2	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	2.3	1.9	2.1	2.2	2.3
円ドル	(平均)	78	77	77	79	79
ユーロ・ドル	(平均)	1.41	1.33	1.30	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	110	102	100	103	103

(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。