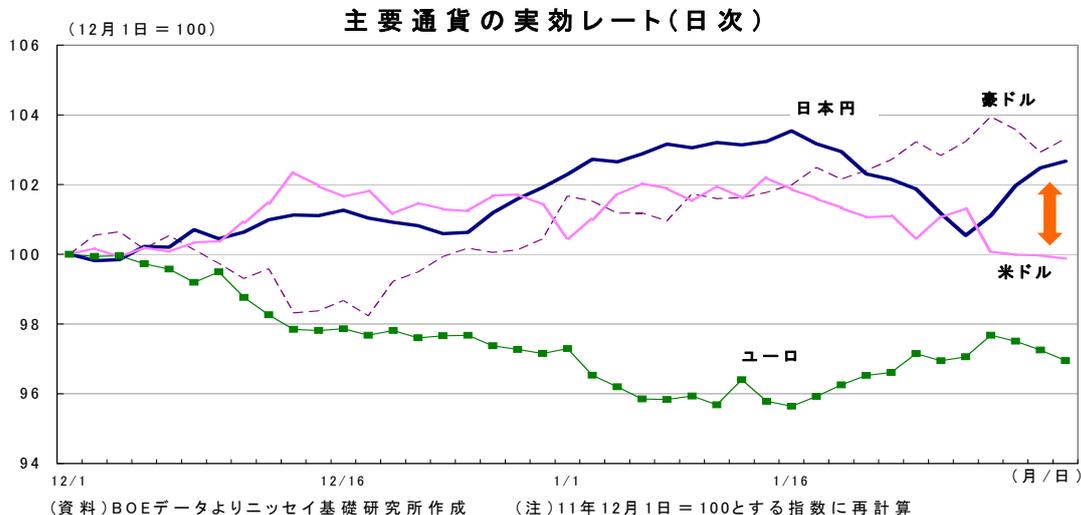


Weekly エコノミスト レター

金融市場の動き(2月号) ～ドル安材料追加で円独歩高の恐れも

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. **(ドル安圧力強まる)** 円ドルレートは足元1ドル76円割れ寸前と昨年10月末介入以来の円高ドル安水準にある。実効ベースでも1月下旬から円が急上昇する一方でドルが下落し、両者の乖離が広がっている。先月下旬のFRBによる時間軸延長後に米長短金利が低下し、日米金利差の縮小が円高ドル安に繋がったようだ。この時間軸が今後もドル安圧力として働き続ける可能性が高い。足元はユーロ安がやや持ち直したことで円はまだ救われている面があるが、今後再びユーロ下落局面が到来したときには正念場を迎える。ユーロ売り円買いが進む一方で、従来と比べてドル買いが抑制されることにより円高ドル安が進む懸念がある。日本政府としてどれだけ強い介入姿勢を市場に示し、抑止力を発揮できるかが円高抑制のカギになる。
2. **(日米欧金融政策)** 1月の金融政策は、日本とユーロ圏が現状維持、米国が超低金利政策の時間軸を延長した。各中銀とも欧州問題などによる下振れリスクに対する強い警戒姿勢を崩しておらず、今後も緩和的スタンスを継続する。なお、ECBは今月末に2度目となる3年物大量資金供給を実施する予定。
3. **(金融市場の動き)** 1月の金融市場では、昨年来の欧州不安が強い状況が続いた後に警戒感がやや後退し、ユーロ為替や株価が持ち直した。しかしながら、ユーロ圏はまだ危機の解決途上段階にあり、今後も綱渡りの政治交渉が続く。従って、市場ではリスク回避色の強い展開が予想される。



1. 為替：ドル安材料追加で円独歩高の恐れも

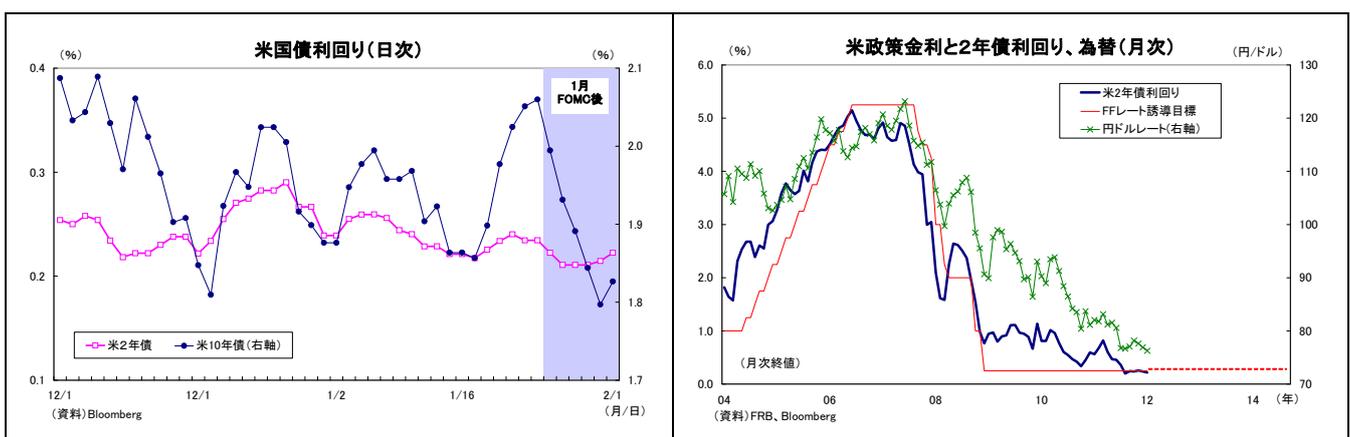
円の対ドル為替レートがまたも上昇してきている。足元では1ドル76円割れ寸前と、昨年10月末の介入以来の高値水準にある。昨年終盤から1年半ばにかけてのユーロ下落局面では、円・ドルともに資金の逃避先として選ばれ、通貨の総合力を示す実効レート(対複数通貨の為替レートを加重平均したもの、表紙図表参照)も同様に上昇してきた。しかし、1月下旬からは円の実効レートが急上昇する一方で、ドルが下落、両者の乖離が広がっている。

(米の時間軸延長が追加のドル安材料に)

ドル安の背景には、欧州への悲観がやや後退したことや米株価の上昇に伴い、これまでのリスク回避的なドル需要が低下したことが背景にあるとみられる。しかし、1月終盤以降については、25日に発表されたFRBの「時間軸の延長」が大きなドル安要因となったと考えられる。これは、FRBが超低金利政策継続期間の見通しについて、従来の「少なくとも13年半ばまで」から「少なくとも14年終盤まで」と1年余り延長するというものである。あくまで現状の見通しであり、コミットした訳ではないが、米当局によって金融緩和長期化について強い情報発信が為された。

この決定を受けて、米国債市場では利上げ期待が先送りされ、長短金利が低下。為替市場では、直前に日本の11年貿易赤字化を受けて円安ドル高方向への動きが出ていたが、米金利低下に伴う日米金利差の縮小がドル安圧力を高め、円高ドル安の動きが顕著になった。

とりわけ、米2年債利回りは従来利上げの予想を織り込んで政策金利を先取りする形で変動する傾向が強く、為替レートに大きな影響を及ぼす。今後の米経済指標の内容次第では金利上昇が起こる可能性もあるが、今回の時間軸延長効果によって上昇が抑えられることになる。金利である以上は下限ゼロの制約を受けるため、同利回りがこれ以上下がる余地は殆どないものの、大幅な金利上昇が生じる可能性が低下したことはドル売りポジションに安心感を与える。今後も同利回りは基本的に低迷感の強い展開となり、ドル安圧力要因として存在し続ける可能性が高い。



(次のユーロ安局面に警戒)

一方、ユーロの動向を見ると、1月後半以降、欧州債務問題への警戒感がやや緩み、ユーロの実効為替レートも持ち直しに転じている(表紙図表参照)。

ただし、欧州債務問題についてはまだまだ解決途上の段階にあり、予断を許すような状況には無い。

現に今年に入ってから「第二のギリシャ化」懸念の高まりによってポルトガルの長期金利が上昇するなど不穏な動きが出てきている。投機筋のスタンスを示す IMM のネットポジションを見ても、ユーロの売り越し残高は拡大を続けている。

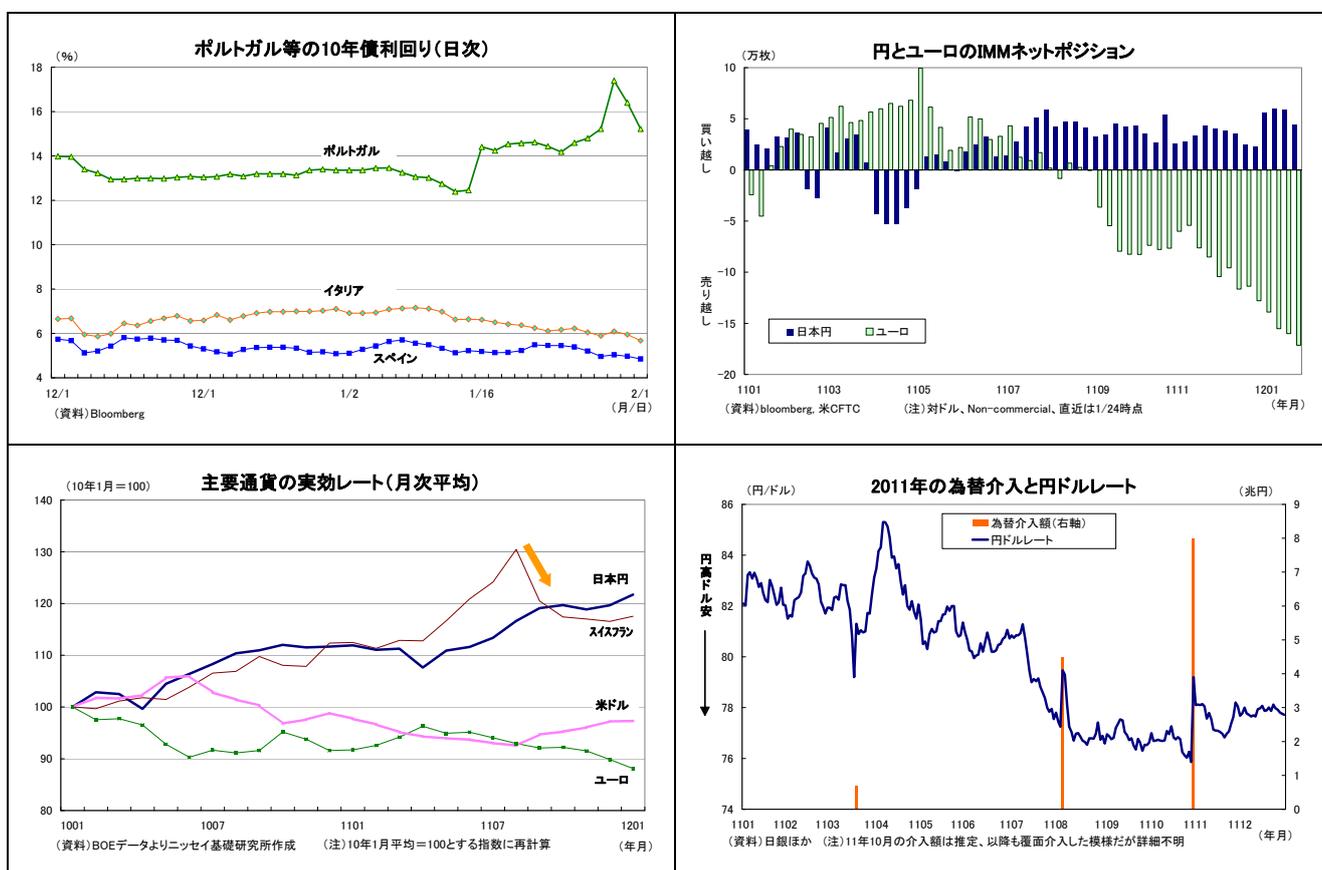
足元はユーロ安がやや持ち直したことで円はまだ救われている面があるが、今後再びユーロ下落局面が到来したときには正念場を迎えることになるだろう。ユーロ売り円買いが進む一方で、従来と比べてユーロ売りドル買いが抑制されることにより円高ドル安が進む懸念がある。その際は、円高ドル安と円高ユーロ安が同時に発生することになる。

昨年9月、ユーロ安の受け皿の形で進むスイスフラン高に耐えかね、スイス中銀が対ユーロでの無制限介入を発表。以降、実効レートで見てもスイスフラン高はかなり是正されている。世界における「逃避先通貨としての選択肢」が一つ減少した形となっているだけに、さらにドルが離脱することになれば、円への影響はかなり大きい。

(介入警戒感がカギに)

今後円高進行を抑制できるかどうか、カギを握るのはやはり政府・日銀による為替介入だろう。前回10月末に実施された巨額介入（未判明だが11月も覆面介入した可能性あり）では、直後に欧州危機緊迫化に伴うドル確保の動きが出たことから、従来と比べ介入効果による円高是正が長続きしたような形になっている。一方で昨年末に発表された米国の外国為替報告書において日本の単独為替介入が批判されたことから、「今後は介入しづらくなる」という見方もある。

介入の他にめばしい手段が見当たらない以上、日本政府としてどれだけ強い姿勢を市場に示し、抑止力を発揮できるかが重要になる。



2. 日米欧金融政策（1月）の動き：日欧は維持、米は時間軸延長

（日銀）維持

日銀は1月23～24日の決定会合において政策金利の据え置きを決定、55兆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。

景気の現状判断は「横ばい圏内の動き」とし、前月の「持ち直しの動きが一服している」から大きな変更はなかった。先行きについても「当面、横ばい圏内の動き」の後、新興国・資源国の牽引と復興需要などから「緩やかな回復経路に復していく」と従来同様の回復シナリオを維持している。

また、同時に行われた展望レポートの見直しでは、過去の実績値改定と海外経済の減速を反映し、成長率について11年度▲0.4%（前回10月時点0.3%）、12年度2.0%（同2.2%）とそれぞれ下方修正している。

会合後の総裁会見では、景気の回復時期について前回レポートと比べ「多少後ずれした」とし、その時期が「2012年度の前半」になるとの見方を示した。また、会見中頻繁に「最大のリスク要因は欧州ソブリン問題」と言及、「同問題の基本的な構図はまだ変わっておらず、不確実性は高い状態が続いている」と強い警戒感を示した。

全体的に大方の予想通りの内容でサプライズはない。

（FRB）時間軸延長

FRBは1月24～25日に開催されたFOMCにて、政策金利（FF金利誘導目標）の据え置きを決定。さらに、超低金利政策継続期間の見通しを、従来の「少なくとも13年半ばまで」から「少なくとも14年終盤まで」に変更し、時間軸を1年余り延長した。

また、金融政策の透明性向上策として、今回からFOMCメンバーの政策金利見通しと最初の利上げ時期予想を公表。17名（うち議決権保有は10名）のうち、14名が13年末の政策金利を1%未満、11名が利上げを14年以降としており、今回の時間軸延長に繋がった様子が見られる。さらに今回、物価上昇率の長期目標を2%に設定する旨を公表している。

声明文では景気の現状判断について、「世界経済の減速にもかかわらず、経済は緩やかに拡大している」とし、前回の表現をほぼ踏襲。先行きについても従来同様、緩やかなペースでの成長シナリオを維持しつつ、「国際金融市場の緊張が経済見通しに重大な下方リスクをもたらしている」との文言は維持。同時に公表された経済見通しでも、12～13年の成長率をやや引き下げている。

議長会見では、「もし物価上昇が目標を下回り、失業率の低下が極めて緩慢な場合には、追加措置を取る必要が出てくる」と発言。市場の注目度が高い量的緩和第3弾（QE3）など一層の緩和策について含みを残した。

（ECB）維持

ECBは1月12日に開催された定例理事会にて、政策金利をユーロ導入後最低と並ぶ水準である1.0%に据え置くことを決定した。据え置きは3ヶ月ぶり。

声明文では、「低水準の活動での安定化を示す暫定的な兆しが見られる」と足元の状況をやや前

展望レポート中間評価（1月）
政策委員の大勢見通し（中央値）

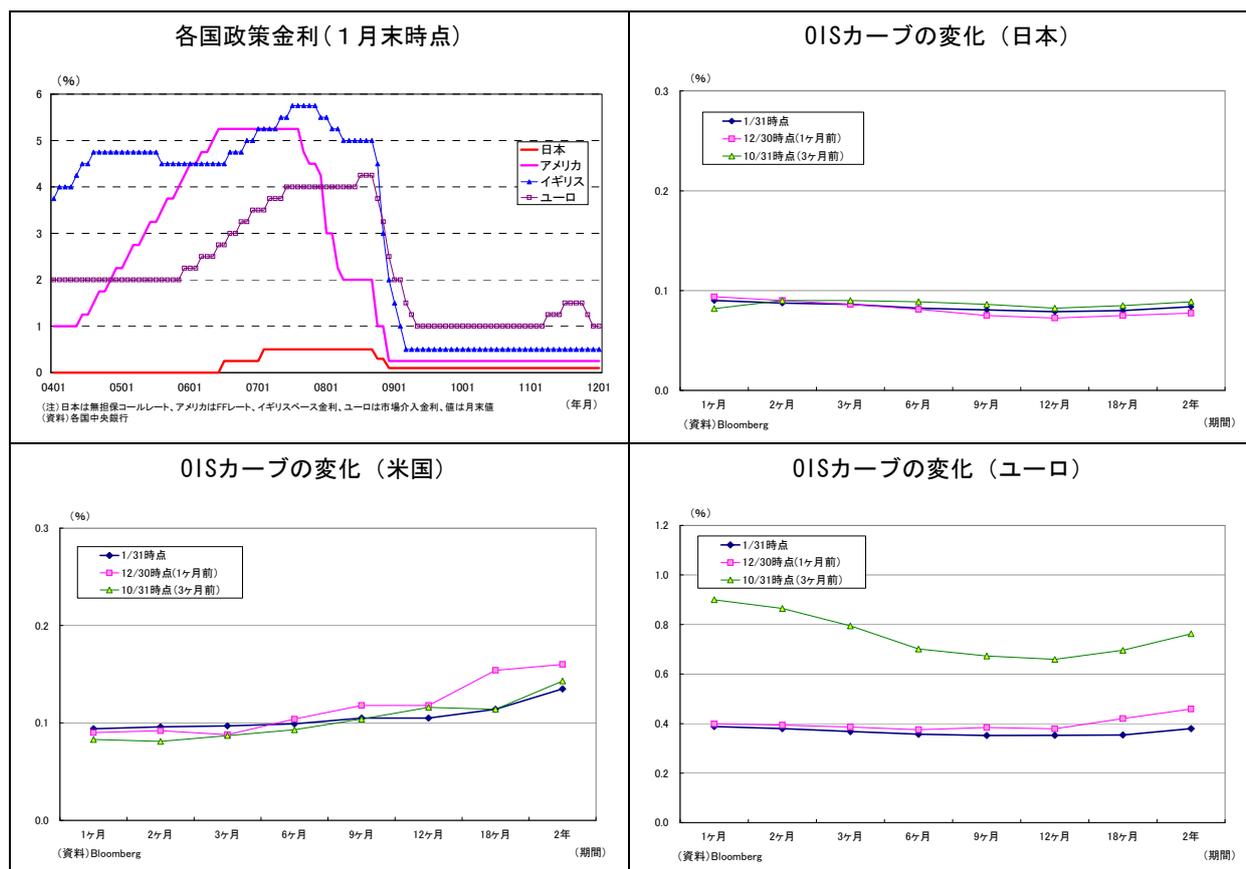
		実質GDP （前年比）	コアCPI （前年比）
11年度	今回	-0.4%	-0.1%
	前回	0.3%	0.0%
12年度	今回	2.0%	0.1%
	前回	2.2%	0.1%
13年度	今回	1.6%	0.5%
	前回	1.5%	0.5%

（資料）日本銀行

向きに評価する一方で、「経済見通しは高い不確実性と著しい下方リスクにさらされている」と従来同様、先行きへの強い警戒感を示している。

理事会後の総裁記者会見において、ドラギ総裁は、先月下旬に実施した銀行向け3年物資金供給（4892億ユーロ）について「時が経つにつれて、効果的であったことを示すさらなる兆候が増えてくる」と評価。同オペは今月末に再度実施される予定となっている。

なお、市場で期待が高まっている追加利下げについての質問に対しては、「事前にコミットはしない」と従来の表現を繰り返すとともに、「全ての要素を注視し、全ての動きをモニターし、そして決める」と回答。肯定も否定もしなかった。



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1月末時点における利回り曲線を見ると、日本とユーロ圏は先月から殆ど変化がなく形状がフラット、すなわち2年内の市場での利上げ期待はみられない。米国については僅かに右肩上がりの曲線となっているものの、先月の時間軸延長を受け、先月と比べてカーブがフラット化しており、日米欧ともに金融緩和の長期化予想が強く織り込まれている。

3. 金融市場（1月）の動き：円高ドル安、ユーロ持ち直し、長期金利はやや低下（10年国債利回り）

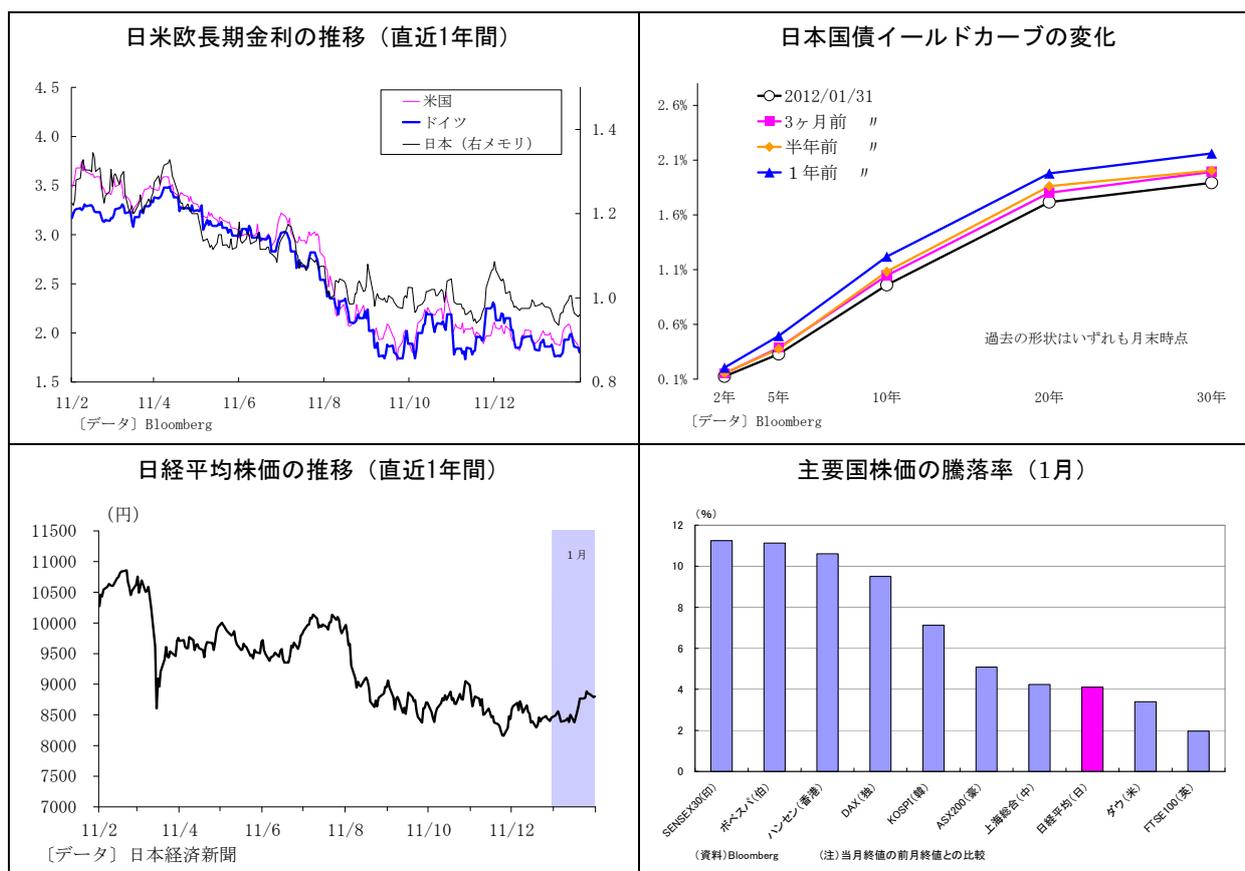
1月の動き 月初0.9%台後半からスタートし、月末0.9%台半ばに。

欧州債務問題への警戒感が続くなか、年初から金利は低下基調をたどり、米格付け機関によるユーロ圏9カ国の一斉格下げを受けた16日には0.9%台前半に。その後、ユーロ諸国の国債入札が波

乱無く通過、堅調な米経済指標もあって金利は反転上昇。日本の11年貿易赤字化を受けての円安株高・金利上昇の動きもあり、24・25日は1%台に乗せる。しかし、FRBが時間軸を延長、超低金利長期化観測が高まったことで26日には再び1%を割り込み、月末には0.9%台半ばに。

当面の予想

昨年末に実行されたECBによる3年物大量資金供給が奏功する形で、1月の欧州金融市場は小康状態を保ったが、足元ではポルトガル国債の利回り急騰など不穏な動きも出てきている。欧州危機回避の枠組みは現在建設途上にあり、今後とも欧州情勢への警戒感が市場の動向を左右、基本的にはリスク回避的な債券需要が継続する。FRBの時間軸強化によって米国金利も上がりにくい。従って、国内長期金利は当面低位での推移を予想する。予想レンジは0.9~1.1%。



(円ドルレート)

1月の動き 月初76円台後半からスタートし、月末76円台前半に。

年末年始の海外にて、堅調な指標を背景とする株高が生じリスク回避姿勢緩和に伴って一旦ドルが下落、円ドルは昨年末比約1円の円高水準でスタートした。その後はユーロ中心の相場展開の中、円とドルは方向感なく、76円台後半~77円程度で膠着した推移に。25日には日本の貿易赤字転落を材料に円安の動きが発生、78円前後まで円が下落したが、26日以降はFOMC後の米金融緩和と長期化観測の高まりで再び円高ドル安方向に巻き戻す。月末は76円台前半となる。

当面の予想

足元は76円割れ寸前で推移。近頃は米国経済について堅調さを示す指標も増えており、目先の1月雇用統計などで市場の期待に沿う内容が出てくるかが注目される。ただし、米経済への楽観が高まる場合でも、上記の時間軸延長効果や、「危機のドル買い」で積み上げたドルの放出によって

今後もドルの上値が抑えられる可能性が高い。一方、既述のとおりユーロ下落に伴い円高ドル安圧力が高まる懸念がある。当面は75円～77円台前半の推移を予想。

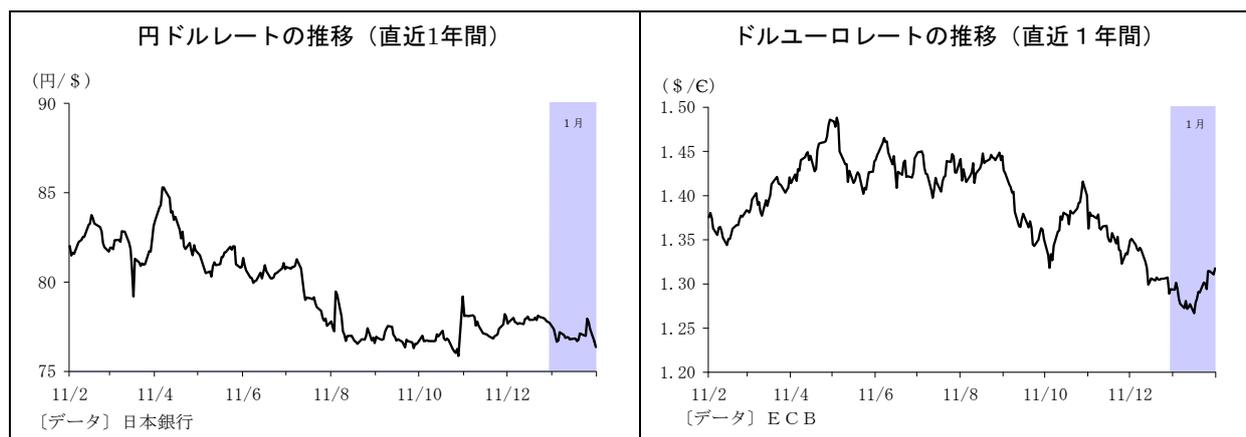
(ドルユーロレート)

1月の動き 月初1.29ドル台前半でスタートし、月末1.31ドル台後半に。

月初、イタリア大手銀の増資発表を受け欧州問題への警戒感が高まり、ユーロが下落、6日には1.27ドル台へ。しばらく一進一退の後、米格付け機関によるユーロ圏複数国の格下げを受けて16日には1.26台となる。月後半に入ると悪材料を一旦消化しやや反発、19日には1.29台を回復。その後はギリシャの債務交換交渉の難航で上値を抑えられる形で膠着したが、FOMC後のドル安優勢地合いでさらに上昇、月末には1.31台後半となる。

当面の予想

1月後半の上昇は、①予想していたほどユーロ圏に悪材料が出なかったことと、②ドル安に焦点が当たったことに伴うもので、積極的なユーロの評価見直しが生じたわけではない。ユーロ圏はまだ危機の解決途上段階にあり、今後も綱渡り的な政治交渉は続く。さらに実体経済面での指標悪化も危惧される状況にある。ECBによる銀行への大量資金供給は金融不安の抑制に寄与しているようだが、これだけでは力不足感あり。ユーロは当面弱含むと予想する。



金利・為替予測表(2012年2月3日現在)

		2011年	2012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)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
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)	2.0	2.0	2.2	2.3	2.4
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	2.0	1.9	2.1	2.2	2.3
円ドル	(平均)	77	77	76	77	79
ユーロ・ドル	(平均)	1.35	1.25	1.25	1.28	1.28
円・ユーロ	(平均)	104	96	95	99	101

(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。