

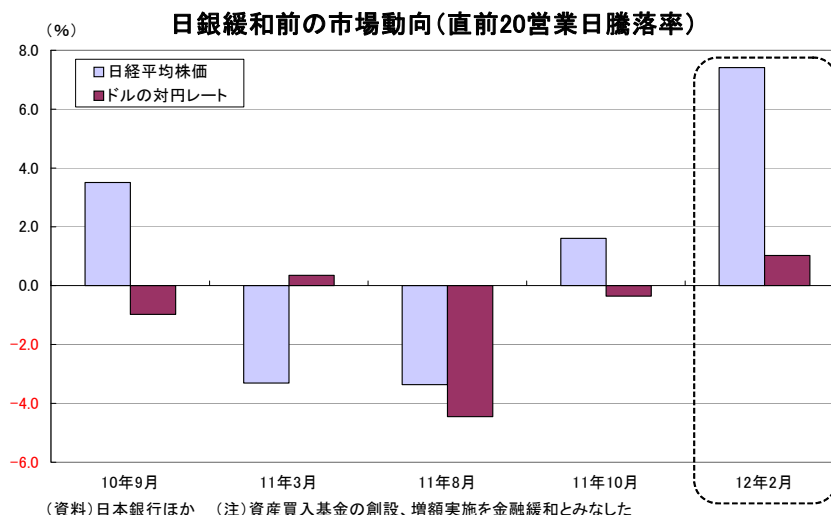
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(3月号)

～いきなりの円安をどう捉えるか？

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. **(いきなりの円安進行)** 2月は月間4円を超える円安ドル高となった。為替介入を伴わないこのような円安は極めて稀である。これは「日本の貿易赤字化」、「米雇用統計の強い結果」、「欧州債務問題への警戒後退」が下地となる中で、「日銀の動き」が駄目押しした結果と考えられる。日銀決定会合前の市場は切迫した状況になく、追加緩和は大きなサプライズとなった。ただし、現在の情勢がさらなる円安ドル高への序章なのかについては、筆者はまだ懐疑的に見ている。今回の円安の動きは日米金利差と殆どリンクしていないためだ。日本の金利は殆ど下げ余地がないうえ、米金利はFRBによる時間軸長期化で上昇を抑制されている。米時間軸は今後短縮化される可能性はあるものの、目先の話ではないとみられる。現状を総括すると、複数要因が重なったことで円高是正の水準調整が入ったものの、本格的な円安トレンド入りと判断するには時期尚早との判断が妥当と思われる。
2. **(日米欧金融政策)** 2月の金融政策は、欧米が現状維持、日本が物価目標明確化と併せて追加緩和を実施。最近は落ち着きがみられるが、各中銀とも欧州問題等による下振れリスクに対する警戒姿勢を維持しており、今後も緩和的スタンスを継続するだろう。
3. **(金融市場の動き)** 2月の金融市場では、欧州不安の後退や堅調な米景気指標等を背景として世界的な株高と円安が生じた。しかしながら、これまでの一方向への動きで過熱感が出ているうえ、欧州問題に伴う下振れリスクは未だ高い状況にある。また、足元原油価格の上昇が進んでおり、金融市場の新たな波乱要因として浮上してきた。



1. 為替：いきなりの円安をどう捉えるか？

2月の金融市場では、上旬から一本調子かつ急ピッチの円安ドル高が進行、日本株高を強くサポートした。筆者は1～2年という長めのタームでの緩やかな円安ドル高こそ予想していたものの、短期的には円の高止まり、もしくはさらなる円高への警戒感を持っていただけに、月間4円を超える円安ドル高の動きは正直予想外であった。直接の為替介入を伴わないこのような円安の動きは近年極めて稀である。

(3つの要因による下地形成と日銀の駄目押し)

振り返ってみると、円安ドル高の背景には4つの要因があると筆者は考えている。時系列でみると、発端は1月下旬に発表された日本の2011年貿易赤字化だ。国内では事前に予想されており、サプライズはないのだが、海外を中心に予想以上に認識の修正が起こったとみられる(円安材料)。二点目は3日に発表された米雇用統計がかなり強い内容であったこと(ドル高材料)、三点目はイタリアの長期金利低下にみられるように欧州問題に伴うリスク回避姿勢が緩んだこと(円安材料)だ。

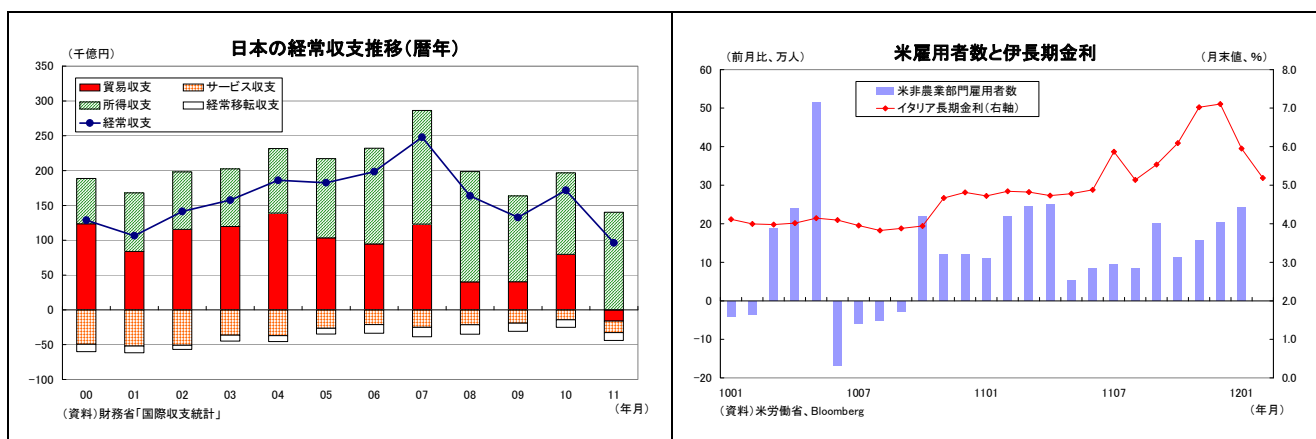
ただし、決定打となったのは14日の日銀の追加緩和と物価目標強化であったと考える。実際、13日時点の円ドルレートは77円台半ばと月初から1円強の円安に留まっていたが、その後月末までの二週間にさらに約3円も円は下落した。

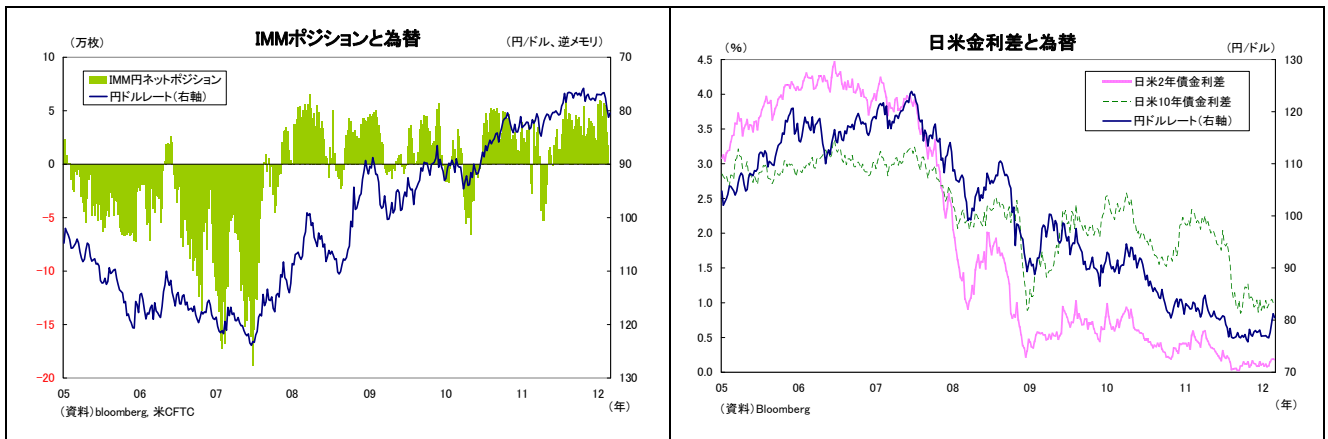
事前の大方の予想では、2月の日銀決定会合では、追加緩和は行われず、物価目標明確化は時間的制約から検討段階に留まるという見方が大勢であった。

従来、日銀が追加緩和を行ったのは、大抵切迫した状況であった。実際、日銀が資産買入等基金を創設、その後に増額したタイミングを見ると(表紙図表)、直前に円高もしくは株安、またはその両方が生じており(11年3月の緩和は震災を受けたもの)、金融不安の防止が実施の根拠となっていることが多かった。しかしながら、今回の追加緩和前の金融市場は円安株高に振れていたため、追加緩和が大きなサプライズと受け止められた。

また、物価目標についても、日銀は今回目指す物価上昇率を「物価安定の目処」としたが、英語表記はFRB同様「goal」とした。従って、海外では緩和姿勢をかなり強化したように受け止められた可能性が高い。

このように、今回の円安は「日本の貿易赤字化」、「米雇用統計の強い結果」、「欧州債務問題への警戒後退」が下地となり、「日銀の動き」が駄目押しした結果と考えられる。





(円安トレンド入りとの評価はまだ早い)

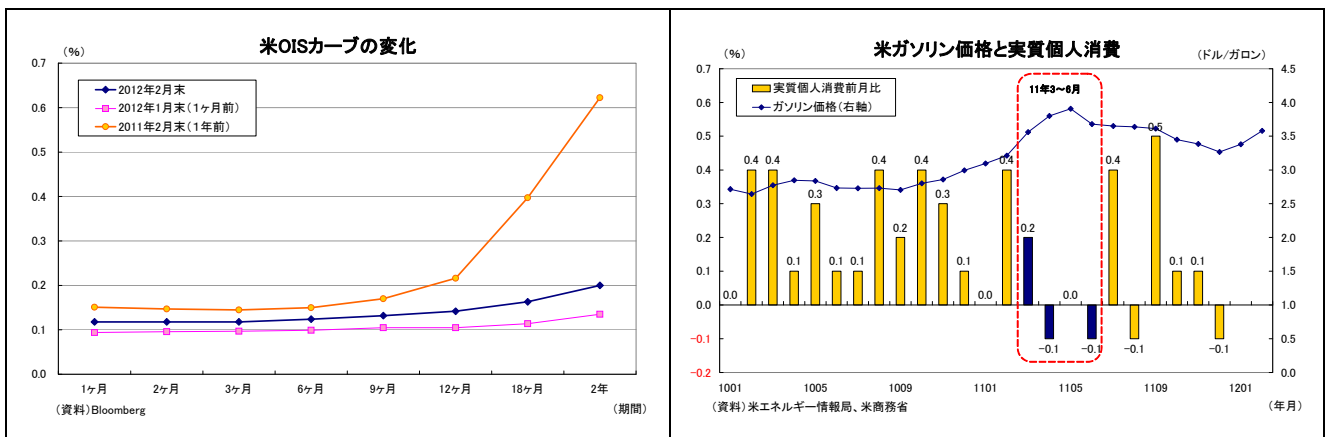
これがさらなる円安ドル高への序章なのかについては、筆者はまだ懐疑的に見ている。今回の円安は投機筋の円買いポジション縮小の動きとは整合的だが、日米金利差とは殆どリンクしていない。過去の推移を見ても、為替のトレンドには金利差（とりわけ2年国債）が強く影響、円安進行期には金利差が拡大しているが、先月の金利差には殆ど変化がみられない。もともと日本の金利は殆ど下げる余地がない。米金利は1月のFRBによる超低金利政策の時間軸長期化で上昇を抑制されているためである。

米政策金利の先行きに対する市場の見方を示す米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）の利回り曲線を見ると、1月末から2月末にかけてややスティープ化がみられ、景気回復を背景に僅かに利上げ期待が生じている模様。ただし、同じく景気回復期待が高まっていた昨年2月が2年ゾーンで0.6%を超えていたのに対し、足元は0.2%程度に押さえ込まれている。

現在の米時間軸は「少なくとも14年の終盤まで」とされているが、約束されたものではなく、確かに今後短縮化される可能性はある。しばらく米景気が底堅い推移を続ければ短縮化の可能性が高まり、時間軸短縮期待を通じて日米金利差を拡大させることもあり得るが、まだ延長されたばかりであり、FRBの景気見通しも未だ慎重のため目先の短縮化は見えていない。

また、そもそもの円安地合い形成の発端となった貿易収支赤字化についても、経常収支全体で見れば減少とはいえ大幅な黒字。市場のテーマとしてしばらく注目される可能性はあるが、今後も貿易赤字が拡大傾向を続け日本離れを誘発しない限り、円安トレンドを主導するには力不足と考えられる。

従って、現状を総括すると、複数の要因が重なったことで円高是正の水準調整が入ったものの、本格的な円安トレンドに入ったと判断するには時期尚早との判断が妥当と思われる。



なお、最近の動きで気になるのが原油高だ。背景には各国の金融緩和とイラン情勢の緊張に伴う地政学リスクの高まりがあり、1年前の「米金融緩和+リビア情勢緊迫化」の構図に近い。今後、イラン情勢のさらなる緊迫化などで原油価格がさらに高騰した場合、円ドル為替には2つの異なる圧力が加わる。

一つは日本の原油輸入額増加にともなう貿易収支悪化。これは規模にもよるが、円安要因になり得る。二つ目は米景気減速に伴うドル安圧力だ。昨年の原油価格高騰は米ガソリン高を通じて個人消費を圧迫したとみられる。もちろん日本の震災などいくつかの要因が影響しているが、ガソリン多消費社会である米経済と原油高は相性が悪い。

為替市場では、原油価格の動向が新たな注目点として急浮上してきた。

2. 日米欧金融政策（2月）の動き：日本は追加緩和、欧米は維持

（日銀）物価目標明確化、追加緩和

日銀は2月13~14日の決定会合において物価目標を明確化した。具体的には日本銀行として目指す望ましい物価上昇率を「中長期的な物価安定の目処」として「当面1%」に設定。従来は各政策委員が物価安定と理解する物価上昇率の範囲を「中期的な物価安定の理解」（2%以下のプラスで中心は1%程度）として示していたが、今回は「日本銀行としての意思・判断」である点と「数値の具体化」という点でより明確になった。また同時に国債買入増額による追加緩和を決定、資産買入等基金の規模を「65兆円程度」と従来より10兆円拡大した（政策金利は据え置き）。

物価目標については、1月にFRBが物価目標(longer-run goal)を設定し、日銀の「物価安定の理解」の分かりづらさへの風当たりが強まっていたことから、改善に向けた動きが起こることは予想されたが、思ったより動きが早かったという印象だ。

追加緩和についてはサプライズであった。欧州問題を巡る金融市場の反応は一時期に比べて落ち着きを見せており、米国経済にも明るい指標が増え、国内実態経済にも急激な悪化がみられない中での実施であったためだ。日銀自体も声明文にて、「引き続き不確実性は大きい」としつつも、これら前向きの動きを認識している。その上で追加緩和の理由を「前向きの動きを金融面からさらに強力に支援し、わが国経済の緩やかな回復経路への復帰をより確実なものとするため」としている。

従来は、金融市場の混乱や円高、实体经济へのショックなどへの対応としての金融緩和が殆どであった。今回のタイミングについては、総裁会見でも繰り返し声明文に沿った説明が為されたものの、今ひとつ納得感に欠ける。金融市場にはかなりのポジティブ・サプライズとなったが、今回のロジックによれば、「危機の時」でも「明るい動きが出ている時」でも追加緩和事由に当たり、日銀の金融政策の先行きが見通しづらくなってしまふ。今回は物価目標設定にあたり、同時に強いスタンスを演出するために追加緩和を実施したという理解が妥当と考える。

（FRB）維持（開催なし）

FRBの定例理事会は年8回であり、2月はその空白月にあたるため開催されず。必然的に金融政策に変更はなかった。次回は3月13日に開催予定である。

なお2月15日に、1月FOMCの議事録が公表され、追加資産買入れ（いわゆるQE3）について議論が為されたことが判明した。一部の会議メンバーは「まもなく追加的な債券買入が正当化されるだろう」とし、その理由として現在ならびに将来の高い失業率やインフレの落ち着きを挙げた。また他のメンバーは、「もし景気が失速したりインフレ率が低下した場合には、資産買入れが必要に

なる」と、オプションとして存置することを主張。一方で、あるメンバーは「現在の緩和規模を長期で維持するのは不適當であり、将来のインフレ率を抑制するためには 2014 年末より前倒しの金融引き締めが必要になる」と緩和に否定的な意見を表明した。FRB の内部でも様々なスタンスが存在することが改めて浮き彫りになっている。

また、29 日にはバーナンキ議長の議会証言が行われた。議長は今年の成長率の見通しについて、「長期のトレンドに近い水準に留まる」とし、資産買入に関しては、「より力強い景気回復に繋がるように保有する証券を適宜調整する準備がある」と発言した。

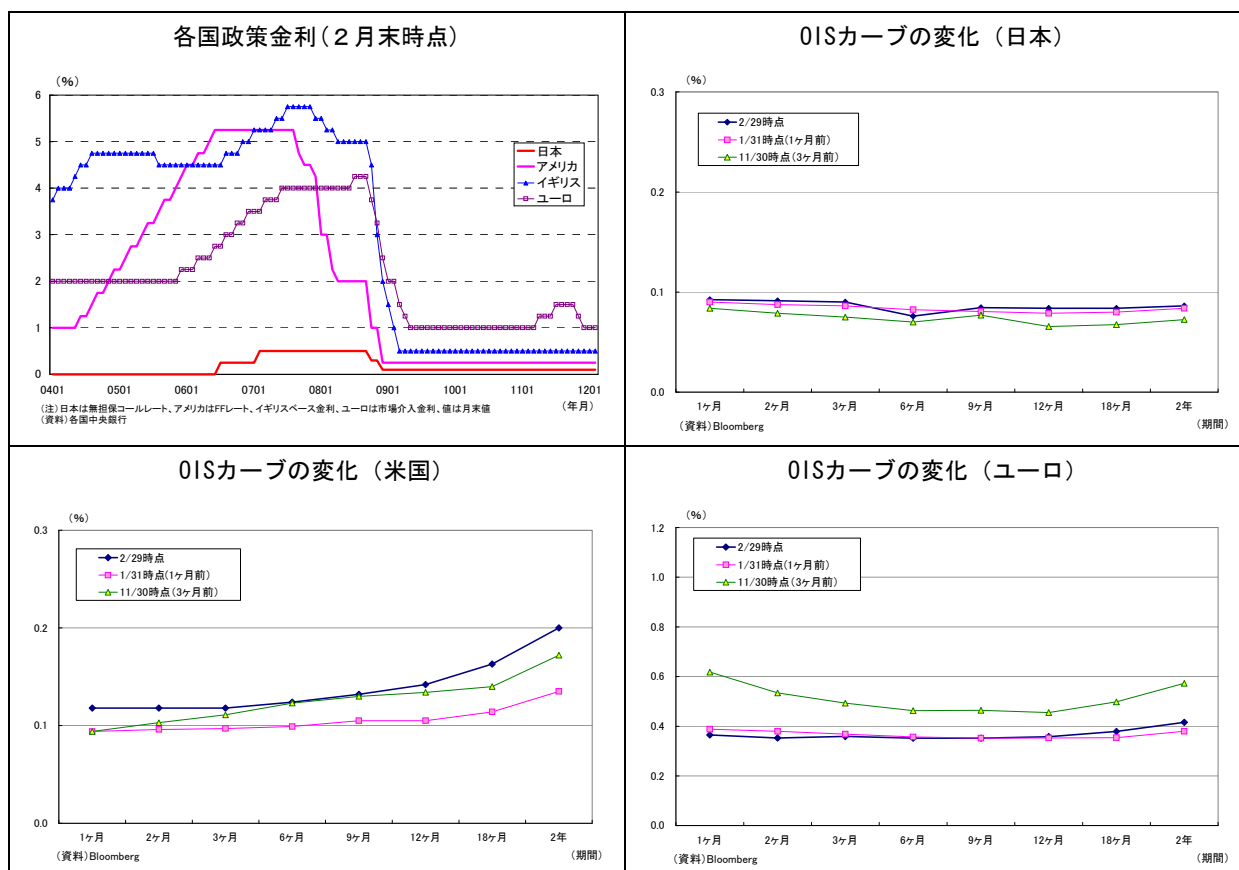
(ECB) 維持 (2 回目の 3 年物資金供給入札実施)

ECB は 2 月 9 日に開催された定例理事会にて、政策金利を 1.0% に据え置くことを決定した。据え置きは 2 ヶ月連続。

声明文では、前月同様「低水準ながらも経済活動の安定化を示す暫定的な兆しが見られる」と状況をやや前向きに評価。「経済見通しは高い不確実性と下方リスクにさらされている」と先行きへの強い警戒感維持しているものの、金融市場の緊張緩和等を受けて、前月の「著しい下方リスク」から表現がやや後退した。

注目されていた今後の追加利下げの可能性については、理事会後の総裁記者会見にてドラギ総裁が「政策金利変更に関しては協議しなかった」と発言。次回 3 月定例理事会での追加利下げの可能性が低いことを示唆した。

なお、12 月会合で導入された銀行向け 3 年物資金供給の 2 回目の入札が 2 月 29 日に実施され、前回 12 月 (4892 億ユーロ) を上回る資金供給 (5295 億ユーロ) が実施された。合計では 100 兆円を上回る。前回同様、金融不安の抑制効果が期待されている。



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2月末時点における利回り曲線を見ると、日本と欧州については前月から殆ど変化がない。一方、米国については記述の通りややスティープ化がみられる。雇用統計など好調な指標を受けた将来の「時間軸短縮化への期待」が一部反映されている可能性がある。ただし、2年ゾーンで見ても0.2%程度に過ぎず、1月の時間軸延長が利上げ期待を一定程度抑制しているようだ。

3. 金融市場(2月)の動き：円安・株高、長期金利は横ばい

(10年国債利回り)

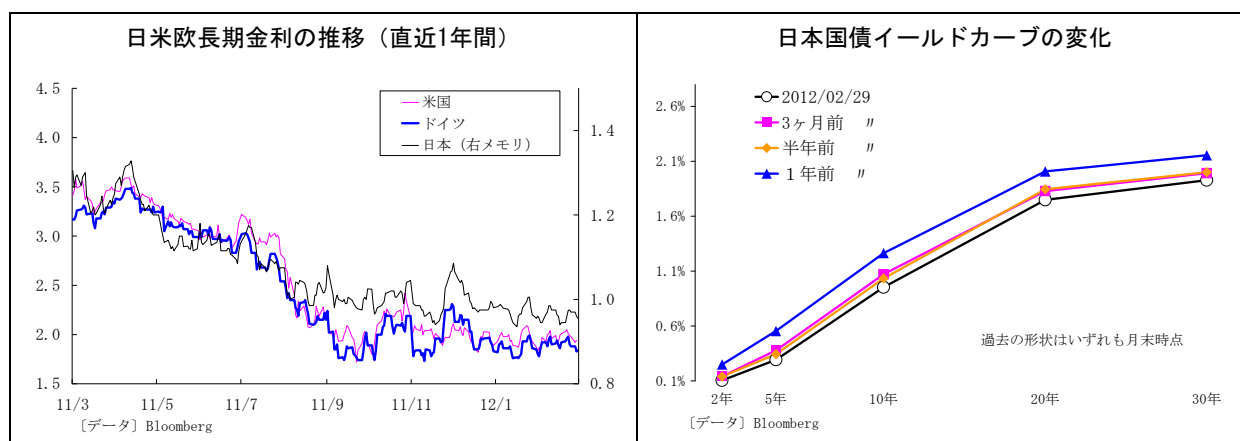
2月の動き 月初0.9%台半ばからスタートし、月末も0.9%台半ばに。

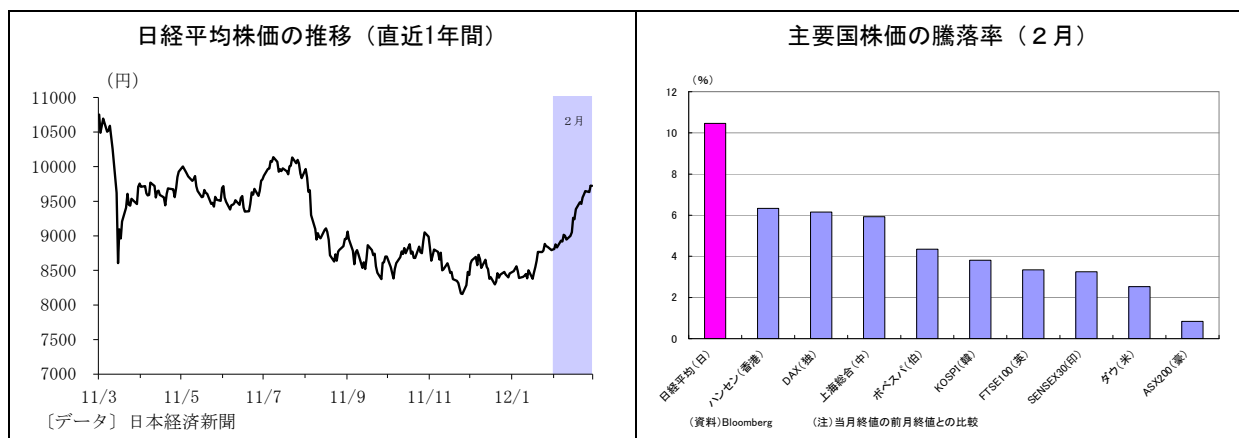
月初は0.9%台半ばで推移。その後好調な米雇用統計を受けて6日には0.9%台後半に上昇、ギリシャ金融支援への楽観台頭もあり、しばらく0.9%台後半を維持。その後14日の日銀追加緩和を受け低下基調となり、20日にかけて再び0.9%台半ばで推移。21日にユーロ圏財務省会合にてギリシャ支援の合意がまとまり、円安株高からの債券下落圧力もあって、22日には0.9%台後半に戻る。月終盤は円の下げ止まりなどを受け若干低下し、0.9%台半ばで着地した。

当面の予想

株式・為替市場ではリスク・オンの地合いになっているが、長期金利は低位安定。欧州問題への警戒感が払拭されていないことや日銀の緩和姿勢強化、銀行の金余り構造などが債券の買い安心感を醸成し、株価上昇に伴う金利上昇圧力を打ち消している構図。米景気は堅調ながら、時間軸強化によって米金利は上がりにくく、この経路からの金利上昇圧力も抑制されている。これら金利抑制要因は今後も続くと思われる、長期金利は当面低位での推移を予想する。

ただし、原油価格は債券市場の波乱要因。イラン問題の緊迫化などでさらなる原油高騰が生じれば、インフレ期待からの金利上昇が起こる可能性も。





(円ドルレート)

2月の動き 月初76円台前半からスタートし、月末80円台後半に。

月初は欧州債務問題の先行き不透明感が強い中、米の時間軸延長が意識され、円は76円台前半の高値で推移。その後好調な米雇用統計を受けて6日に76円台後半へとやや下落。日本の2011年貿易赤字化も根強く意識され円は下落傾向を強め、10日には77円台後半に。その後は日銀の追加緩和やギリシャ支援合意に伴うリスク回避姿勢の緩和を受けて急ピッチで下落、22日には6ヵ月半ぶりの80円台、27日には81円台となる。その後若干円の買戻しが入り、月末は80円台後半に。

当面の予想

足元は81円台前半。既述の通り、2月は多くの円安要因が連発したことで円安ドル高の流れが出たが、足元は膠着ぎみの動きに。米景気は堅調とは言え、現状2年以上の時間軸が設定されている中で金利を押し上げるには力不足。今後は過熱感に伴うゆり戻しや3月期末企業による円転の動きから、水準がやや円高方向に調整される可能性がある。当面の予想レンジは78円から82円台。目先の注目指標は9日発表の2月米雇用統計。

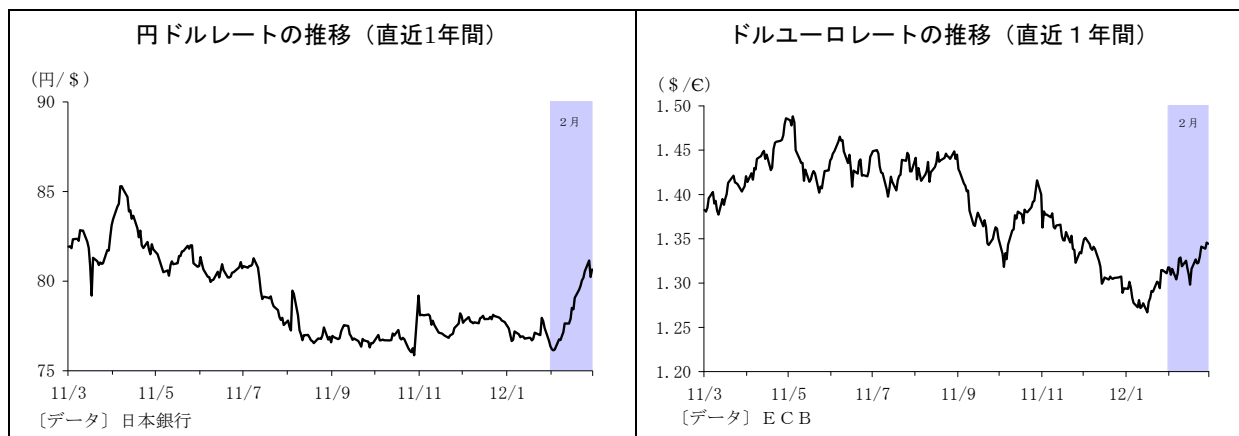
(ドルユーロレート)

2月の動き 月初1.31ドル台後半でスタートし、月末1.34ドル台半ばに。

月初からギリシャの支援問題が焦点に。交渉の行方に不透明感がある中、米雇用統計が改善したことで6日に1.30ドル台前半に下落。その後同問題が進展しているという見方から8日に1.32ドル台を回復、以降1.32ドルを挟んだ展開が続く。ギリシャへの金融支援決定先送りを受けて16日には一旦1.29台に下落したが、決定を事前に織り込む形ですぐに戻す。その後、支援の決定や独景況感回復等を材料に上昇し23日には1.33ドル台に。月末はもう一段高の1.34ドル台半ばに。

当面の予想

昨年9月以降、欧州債務問題に関するイベントへの観測と結果への評価を材料にユーロ相場は乱高下を繰り返している。ギリシャ支援合意という目先の大きな障害をクリアしたことで、ECBによる2回目の大量資金供給はしばらくユーロの支援材料になるとみられるが、そもそも財政問題の根本的解決は遠く、安全網の整備も道半ばと下ぶれリスクが再び顕在化する下地は相変わらず。今後もギリシャの債務交換や総選挙、仏大統領選などイベントが続く、不安定化材料となる可能性も。失業率の上昇にみられるようにユーロ圏のファンダメンタルズは厳しく、大きな方向性としては弱含みと考える。



金利・為替予測表(2012年3月2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	79	79	78	80
ユーロ・ドル	(平均)	1.35	1.32	1.29	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	104	104	102	101	104

(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。