

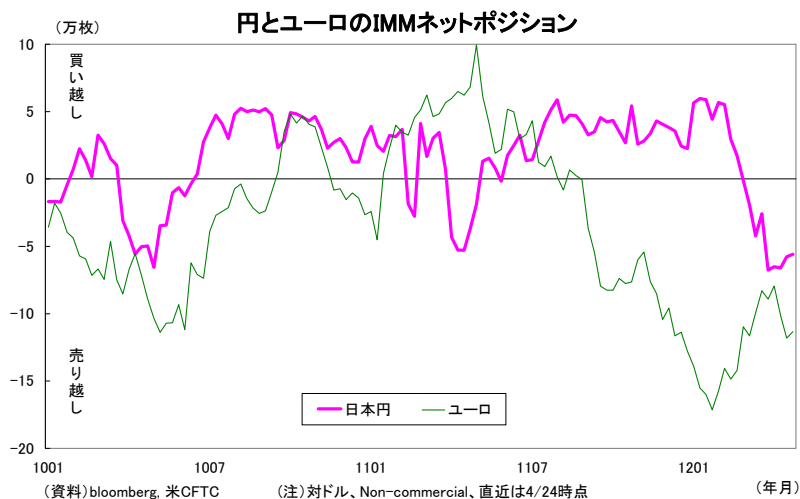
# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(5月号)

～ 結局、FRB に抗うのは難しい

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. **(日米金融政策)** 過去の日銀の追加緩和とその後の株価・為替の推移を見ると、あまり関係性がみられない。近年、日銀はFRBに比べて高い頻度で緩和をしてきたのだが、円高・株安傾向を食い止められなかった。一方、米国ではFRBの追加緩和策と歩調を合わせる形での株高とドル安傾向が顕著だ。今後を考えるうえでも、日銀よりもFRBが次にどう動くかが為替・株価に大きな影響を及ぼす。今後の追加緩和はリスクとの兼ね合いが重要となる。日米ともに緩和が物価に及ぼす影響を警戒という点は共通だが、さらに日銀は緩和が「財政ファイナンス」視されることを強く危惧している。従来内規としてきた銀行券ルール突破が確実になっている中で、今後どう追加緩和を整理するのか注目される。日銀は行動に加えて従来以上に説明力を高めて緩和期待をつなぎ、米景気の本格回復に伴うドル高の波を待つだけの時間を稼ぐ必要がある。
2. **(日米欧金融政策)** 4月の金融政策は、日本が月終盤に資産買い入れ基金増額による追加緩和を実施した。欧米金融政策は現状維持となったが、FRBバーナンキ議長が会見にて追加緩和についてやや踏み込んだ言及をし、市場のQE3期待を繋ぐ形に。
3. **(金融市場の動き)** 4月の金融市場では、欧州問題の緊張感の高まり、米雇用統計悪化からリスク回避地合いとなり、長期金利が低下、円が上昇した。欧州での選挙で波乱がなく、4月の米雇用統計が好調となれば円高圧力が緩み金利にも上昇圧力がかかるが、警戒感払拭までには至らず持続力はまだ期待薄。当面はボックス圏内の推移を予想。



# 1. 株式・為替：結局、FRBに抗うのは難しい

4月27日、日銀は市場の期待に応える形で追加緩和を実施した。もちろん金融政策の名目上の目標は物価であり、市場の円安・株高誘導を目的としたものではないが、市場が大いに期待し、日銀が意識しているのも事実。円安・株高の流れの引き金となった2月の物価目標明確化と追加緩和に対し、今回はその後円高・株安となっており、2月の再来とは行かなかった。

## (日銀の追加緩和の影響は本来小さい)

実際、過去の日銀の追加緩和とその後の株価・為替の推移を見ると、もともとあまり関係性がみられない。近年、日銀は追加緩和を年3回程度実施とFRBに比べて高い頻度で緩和をしてきたのだが、円高・株安傾向を食い止めることは出来てこなかった。

一方、米国ではFRBの追加緩和策と歩調を合わせる形で株価の上昇がみられる。ダウ平均は現在4年4ヶ月ぶりの高値を記録している。東日本大震災やタイ洪水の影響など日本独自の株安要因もあった上、日米企業業績の差など様々な要因が株価には絡んでいるものの、見逃せないのは為替の動きだ。

日米ともに緩和を推し進める中で、為替のトレンドはこれまで円高ドル安に振れることが多かった。FRBの緩和は米株高を通じて日本株高に繋がる一方で、円高ドル安圧力を通じて日本株の下落圧力となってきた構図が浮かび上がる。

日米金融政策と市場の動き(2010年～)

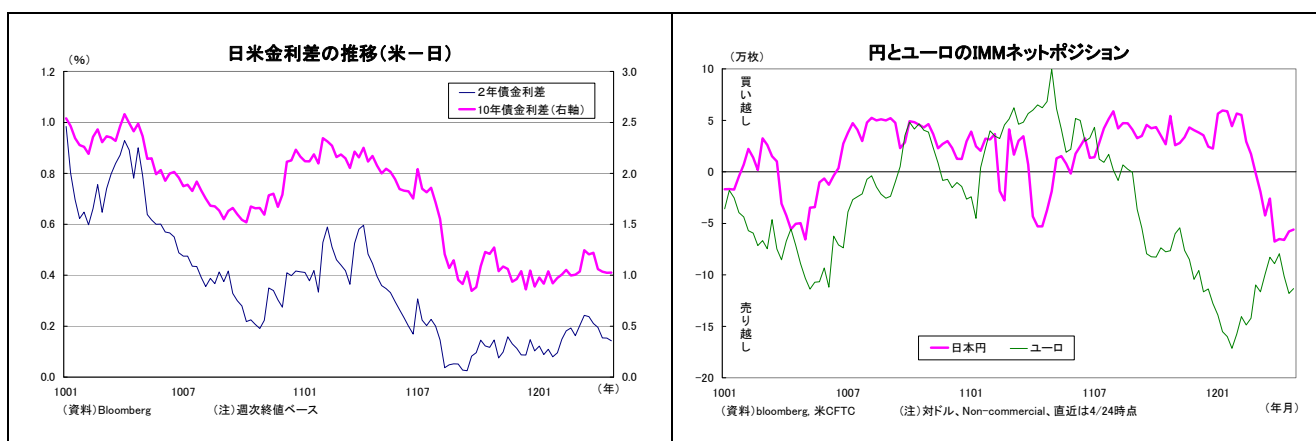
日米金融政策の動き			市場の動き(月末値)			
		日本銀行	FRB	日経平均(円)	ダウ平均(ドル)	為替(円/ドル)
2010年	1月			10,198	10,067	89.9
	2月		公定歩合引き上げ	10,126	10,325	89.3
	3月	固定金利オペ10兆円増額		11,090	10,857	93.3
	4月			11,057	11,009	94.1
	5月			9,769	10,137	91.4
	6月			9,383	9,774	88.6
	7月			9,537	10,466	86.5
	8月	固定金利オペ10兆円増額	モーゲージ証券の国債再投資	8,824	10,015	84.3
	9月			9,369	10,788	83.4
	10月	実質ゼロ金利導入 資産買入基金創設 時間軸政策導入		9,202	11,118	80.6
	11月		QE2開始(6000億ドル)	9,937	11,006	84.2
	12月			10,229	11,578	81.5
2011年	1月			10,238	11,892	82.1
	2月			10,624	12,226	81.7
	3月	基金5兆円増額		9,755	12,320	83.1
	4月			9,850	12,811	82.1
	5月			9,694	12,570	80.9
	6月		(QE2終了)	9,816	12,414	80.7
	7月			9,833	12,143	77.6
	8月	基金10兆円増額	時間軸政策強化	8,955	11,614	76.6
	9月	基金5兆円増額	ツイスト・オペ(4000億ドル)	8,700	10,913	76.6
	10月			8,988	11,955	79.2
	11月			8,435	12,046	78.1
	12月			8,455	12,218	77.7
2012年	1月		インフレ目標設定 時間軸政策延長	8,803	12,633	76.4
	2月	インフレ目標明確化 基金10兆円増額		9,723	12,952	80.7
	3月			10,084	13,212	82.2
	4月	基金5兆円増額 買入国債期限延長		9,521	13,214	81.2
	5月					
	6月		(ツイストオペ期限)			

(資料)日銀、FRBほか

「緩和」の定義を金利引き下げ効果を持つものとする、日本の場合はもともとあまり下げ余地がないため、日米双方が緩和しても日米金利差はどうしても縮小してしまい、円高圧力になる。

例外は2月の日銀の物価目標明確化、追加緩和後の円安・株高だが、もともと日本の貿易赤字化や欧州問題の緊張緩和、米景気回復に伴うQE3期待の後退などの円安材料が水面下で溜まっていたのを日銀のサプライズが後押ししたという特殊事情であった。現にその前後で金利差は大して動いておらず、むしろ日銀の積極化に賭けた投機筋の動きが円ドル為替を誘導した側面が大きい。

27日の追加緩和では日本の金利は長期ゾーンを中心に若干下がったが、日米金利差をそれほど拡大できるわけでもない一方、出尽くし感や直後の米経済統計の悪化、それに伴うQE3期待の上昇によって投機筋が溜まっている円売りポジションを一旦調整した可能性がある。



### (FRB を縛るのは物価)

今後の追加緩和を考えるうえでも、やはり日銀よりもFRBが次にどう動くかが為替・株価に大きな影響を及ぼす。そして今後の追加緩和はリスクとの兼ね合いが重要となる。

FRBは緩和のリスクを物価上昇に置いている。緩和によって国際商品市況高となれば景気が下押しされる。現在米国の物価上昇率(個人消費支出ベース)は前年比2.1%とFRBが目標とする2%を若干超えている。ただし、景気減速が顕著になれば物価に下落圧力がかかるため追加緩和に動きやすくなる。その際は規模や内容にもよるが、日銀サイドの動きにかかわらず円高ドル安に為替が動く可能性が高い。この構図は明白で市場にも十分浸透しているため、現在でも米経済統計が悪化したり、FRB関係者がQE3を匂わしたりすると、素直にドル安の反応が生じる。

### (日銀は加えて財政ファイナンス視も警戒)

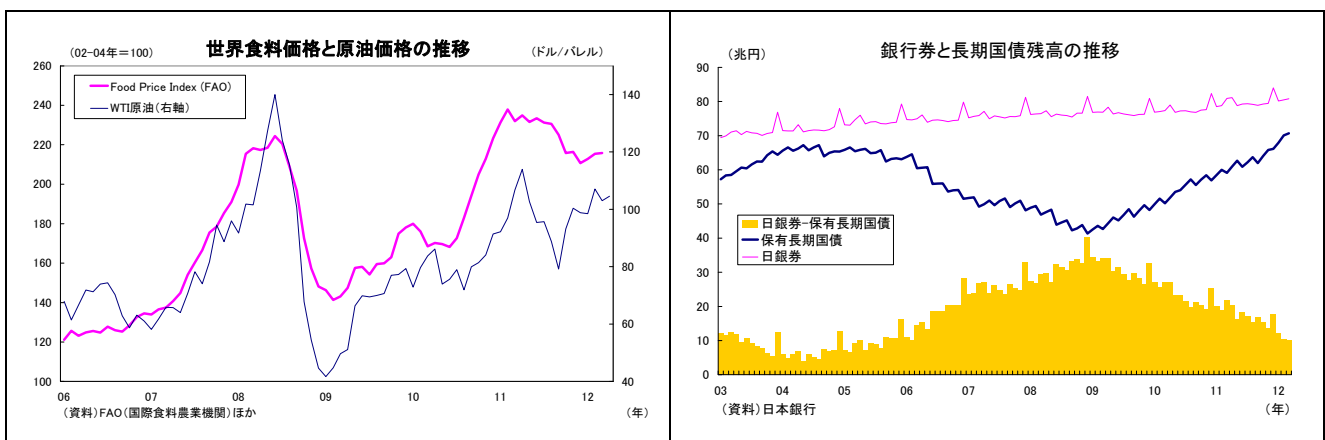
一方、日銀の方はもう少し複雑だ。日銀も当然、緩和によって将来物価がコントロールできなくなることを危惧しているが、それに加えて最近では従来以上に緩和による国債買い入れが「財政ファイナンス」と受け取られることを危惧しているようだ。総裁会見でも頻繁に「財政ファイナンスではない」旨の発言がみられる。

従来、日銀はその内規として「銀行券ルール」を設定し、長期国債の買い入れ残高が銀行券発行残高を超えないように制御してきた。その理由は、①国債残高が銀行券残高を超えるということは、バランスシート上に当座預金見合いの長期国債を抱えることになり、金融引き締め時に国債売却に伴う長期金利上昇という混乱を招くことになるため、②世界で最も悪い部類の日本の財政を無尽蔵に支えていると見なされないためである。

現在拡大している資産買い入れ基金については一応「銀行券ルールの特例」という整理にしているが、そもそも特例としたからといって上記の問題が解決するわけではない。

現在は特例にしなくても 10 兆円程度上限まで余裕があるが、度重なる追加緩和に伴う国債買い入れの結果、「(色々な前提の置き方次第で変わるが) 年末までに銀行券を上回る状況になるかと思う」(白川総裁) とのことだ。日銀は将来の物価上昇回避に加えて財政ファイナンス視の否定という課題を抱え、かつ銀行券ルール突破が既に確実になっている中で、今後どう追加緩和を整理するのか注目される。

FRB が追加緩和に踏み切らなくとも、日銀の緩和打ち止め観測が台頭すれば、現在溜まっている投機筋の円売りポジションが解消に向かうだろう。これを防ぐために、日銀は具体的な行動とともに、従来以上に説明力を高めて緩和期待をつなぎ、米景気の本格回復に伴うドル高の波を待つだけの時間を稼ぐ必要がある。



## 2. 日米欧金融政策（4月）の動き：米欧は維持、日本は追加緩和

### （日銀）追加緩和

日銀は4月9～10日の決定会合において政策金利を0～0.1%程度で据え置いた。資産買い入れ基金の規模も変更はなかった。

声明文では、景気の現状認識について、「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられている」とわずかに上方修正。先行きについても、「緩やかな回復経路に復していく」との従来からの見方を踏襲しているが、「次第に横ばい圏内の動きを脱し」を削除し、やや強めに修正した。一方、リスク要因として欧州債務問題や国際商品市況の動向などを挙げ、「世界経済を巡る不確実性が引き続き大きい」との警戒姿勢を示している点は特段変化はない。声明文の終わりにて、「日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している」と付記するとともに、会合後の記者会見において白川総裁が「次回の決定会合は展望レポートの会合ということで特に念入りに点検し…(中略)…適切な金融政策を行っていきたい」と発言、緩和期待を繋いだ。

その後27日の決定会合では、資産買い入れ基金を5兆円増額する追加緩和を実施（基金自体の期限も6ヵ月延長）。内容は、札割れが発生している固定金利オペを5兆円減額する一方で、長期

国債を 10 兆円増額の上、買い入れ対象年限を従来の 2 年以下から 3 年以下へと延長（社債の年限も同様に延長）、また、ETF と REIT も増枠した。

直後発表された展望レポートでは、景気認識について「なお横ばい圏内にあるが、前向きの経済活動に広がりが見られるなど、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」とやや上方修正。12 年度～13 年度の実質 GDP 成長率、コア CPI の伸び率についても上方修正した。コア CPI については、今回の見通しにおける 13 年度でも目標とする 1 %には届かないが、「その後（中略）、遠からず達する可能性が高い」とした。

白川総裁は会見にて、景気の上方修正と同時に今回追加緩和した理由を、「(2013 年度までにおいて) 消費者物価の前年比 1 %が見通せてないことが理由ではない」とし、「(物価安定のもとでの持続的成長経路に服する) 蓋然性をさらに確実なものにするため」と説明。今後も景気回復 or 減速に関わらず追加緩和を実施する可能性を滲ませた。

展望レポート(12年4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	-0.2%	0.0%
	前回	-0.4%	-0.1%
12年度	今回	2.3%	0.3%
	前回	2.0%	0.1%
13年度	今回	1.7%	0.7%
	前回	1.6%	0.5%

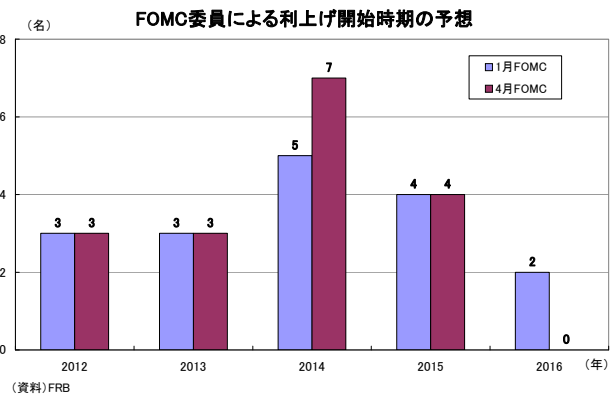
(注) 前回は12年1月時点の見通し  
(資料) 日本銀行

### (FRB) 維持

FRB は 4 月 25 日に開催された FOMC にて、政策金利を据え置き、現行の金融政策を維持した。「少なくとも 2014 年終盤まで」としている低金利の時間軸にも変更はなかった。

声明文中にて、景気の見通しについて「向こう数四半期、経済は緩やかに成長」とする見方を存置したが、「その後は次第に上向いていく」との文言を付加。一方で下方リスクについては、「国際金融市場の緊張が引き続き経済見通しに重大な下方リスクをもたらしている」とし、前回声明文中にあった「緊張は緩和してきた」との表現を削除。景気見通しの上方修正とリスクの強調をセットにすることで、市場の思惑を安定化させる狙いがあったとみられる。

今回は併せて四半期に一度の経済見通しと政策金利見通しが発表された。経済見通しでは、2012 年の成長率を引き上げる一方、13、14 両年の成長率を引き下げ、従来のかんりの右肩上がりが見通しがややフラット化している。利上げ開始時期については、1 月時点で 2016 年とする委員が 2 名いたが、今回はゼロとなり、2014 年とする委員が増加。同時に公表された個々委員の考える望ましい金利水準についても、「2014



年末まで 1 %未満」とする回答が 7 名と 1 月の 9 名から減少している。1 月以降、米景気回復を示す経済指標が増えたことで、各委員の利上げ時期がやや前倒しになっているが、不透明感も強く、FRB として「2014 年終盤まで」とする時間軸を短縮するまでには至らなかったようだ。

また、FOMC 後の議長会見では、追加緩和（一般的な見方としては QE3）の可能性について、「現在も検討事項として残っている」とし、市場の期待を繋いでいる。

5 月は FOMC が予定されておらず、空白月にあたる。その間、経済情勢を見極め、次回 6 月 FOMC にて、期限を迎えるツイスト・オペ後の一手も含めて検討がなされることになる。



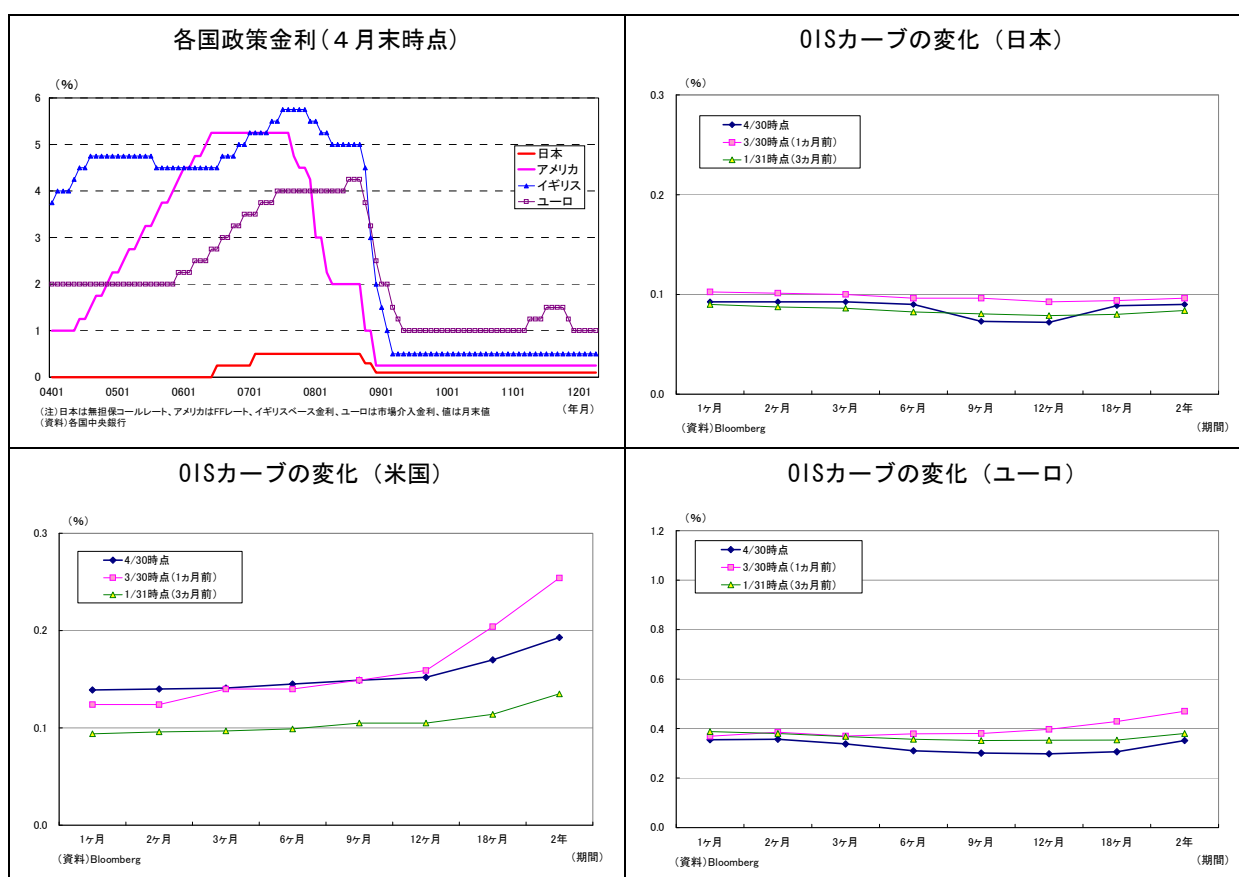
## (ECB) 維持

ECBは4月4日に開催された定例理事会において政策金利を据え置いた。

景気判断については、「2012年初に低い水準で安定化し、緩やかな回復が期待される」とする一方で、「経済見通しは下方リスクにさらされたまま」と警戒姿勢は従来同様維持している。

金融政策については、「過去数ヶ月の間にわれわれは標準的（利下げ）そして非標準的（3年もの資金供給のこと）な政策を実行、金融環境と金融政策の波及経路改善に寄与してきた」と自己評価する一方、「全ての非標準的政策手法は本来一時的なものである」とし、一部市場で高まりつつある追加資金供給観測を牽制。政策金利の変更に関しても、総裁会見にて「(今回合合では) 議論しなかった」旨の回答をしている。

債務危機への警戒とともに、物価上昇リスクへの言及も目立ってきており、金融政策としては両にらみしつつの様子見の色彩が強い。



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4月末時点における利回り曲線を見ると、日本については9ヶ月～1年ゾーンが低下、ユーロ圏も全般的に低下している。今後の日銀の緩和強化や ECB の利下げを一部織り込んでいく可能性がある。米国については前月に見られたスティーブ化が今回は修正されており、一部経済指標の悪化等を受けて、将来の「時間軸短縮化への期待」が後退した模様。

## 3. 金融市場(4月)の動き：長期金利低下、為替は円高に

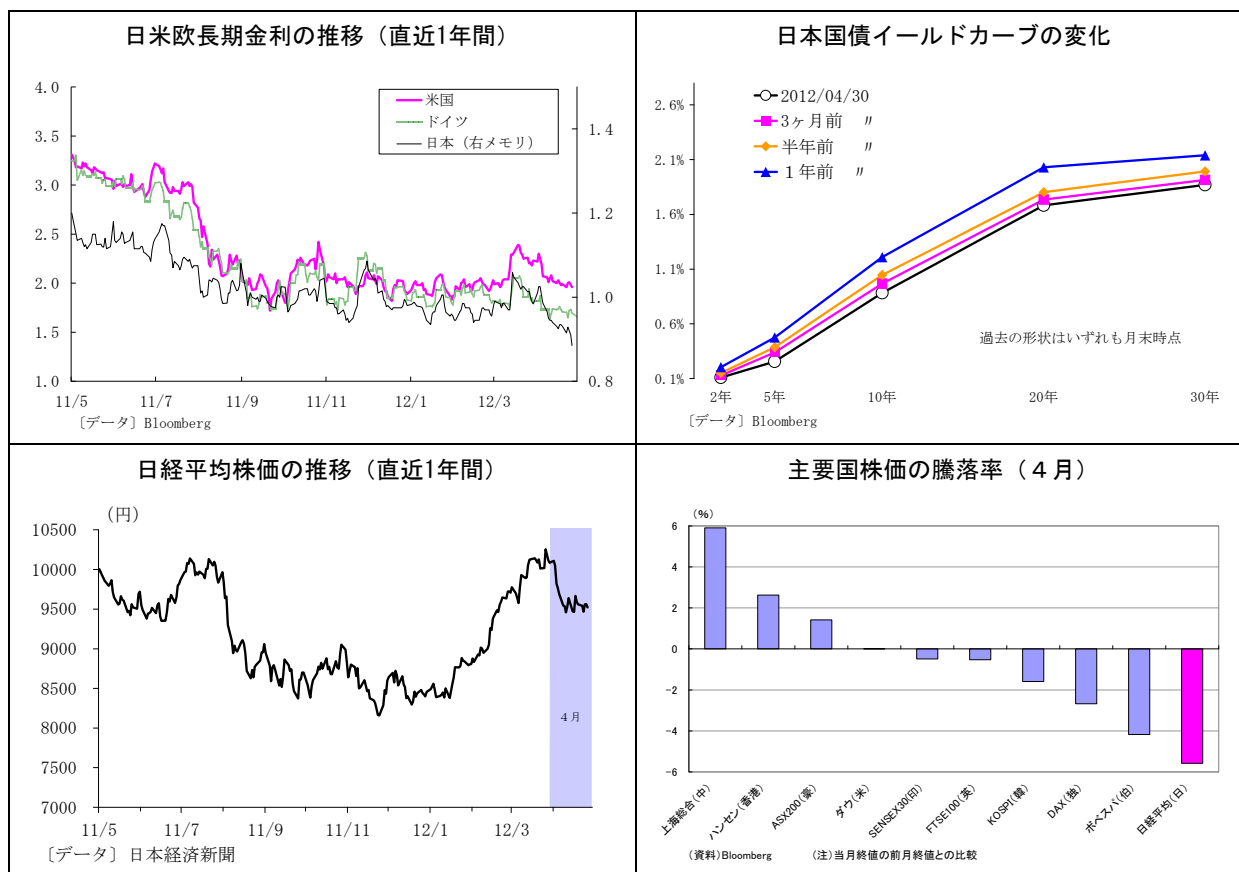
### (10年国債利回り)

#### 4月の動き 月初1.0%台近辺からスタートし、月末0.8%台後半に。

月初は1.0%台前半で推移したが、スペインの債務懸念が再び高まりを見せたことで金利が低下、6日には1.0%を割り込む。その後市場予想を下回る米雇用統計結果もあって11日には0.9%台前半へ低下。以降もスペインへの警戒感が続くなか、27日の日銀追加緩和への期待を織り込む動きも出て0.9%台前半で低迷。27日には日銀の追加緩和、スペインの格下げを受けてさらに低下し、0.8%台後半で着地した。

#### 当面の予想

足元も0.8%台後半で推移している。近々明らかになる4月の米雇用統計、ギリシャ・フランスでの選挙結果が債券市場の大きな注目点だが、0.8%台では高値警戒感も強いいためこれ以上の金利低下余地はほとんどない。一方で現在の金利低下圧力となっている欧州危機再燃への警戒や日銀の追加緩和観測、米国経済減速懸念は短期間では払拭されにくく、長期金利の上昇も抑えられる。当面は0.8%台後半から0.9%台での推移を予想。



#### （円ドルレート）

#### 4月の動き 月初83円近辺からスタートし、月末80円割れに。

月初、スペインの入札不調を受けて再びリスク回避姿勢が台頭し、5日には82円台前半に。さらに米雇用統計が予想を下回り、10日の日銀決定会合での緩和見送りもあって、11日には80円台後半へと円が上昇。以降は欧州問題への懸念と27日の日銀追加緩和期待という売り買い要素が並存する形で81円前後の推移が続く。27日に日銀が追加緩和を実施したが、材料出尽くし感やその後の予想を下回る米経済統計に伴うドル売りにより、月末海外市場では約2ヵ月ぶりの80円割れに。

#### 当面の予想

足元は 80 円台前半。世界的なリスク回避の流れ、米経済の減速懸念と QE3 期待が円の上昇圧力になっている。日銀の追加緩和姿勢は引き続き為替市場の重要なファクターだが、金利がこれ以上下がる余地が殆ど無い中でその影響力も限られる。欧州での選挙で大きな波乱がなく、4 月の米雇用統計結果が予想を上回れば円高圧力が緩むが、欧米への警戒感も残り、円安の流れが持続する局面到来はまだ期待薄。FRB の次の一手が見えてくるまではボックス圏内の動きを脱しないと予想。

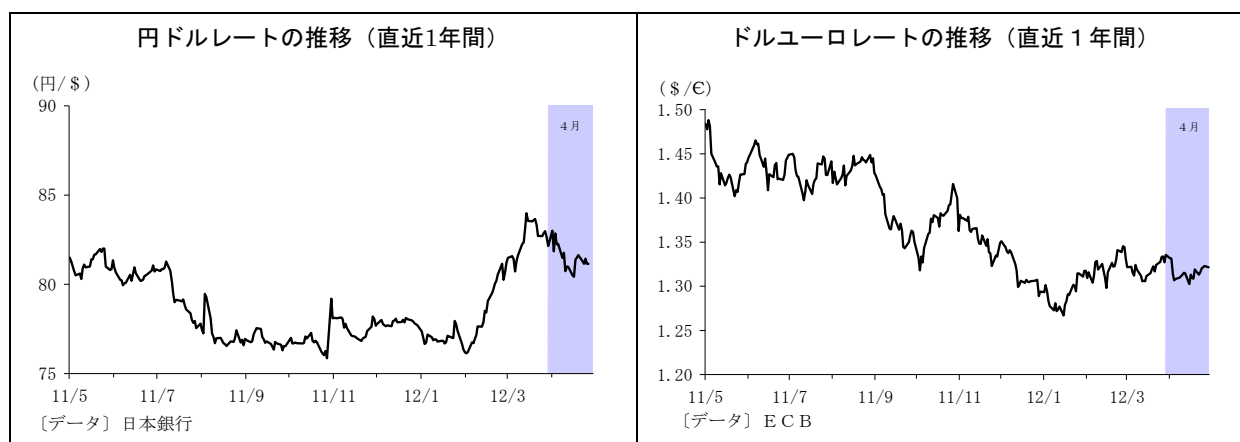
## (ドルユーロレート)

**4月の動き** 月初 1.33 ドル台前半でスタートし、月末 1.32 ドル台前半に。

月初スペインの低調な国債入札を受けて 5 日には 1.30 ドル台後半へと下落。その後、米雇用統計減速に伴うドル売りで一旦戻し、1.31 ドル台での推移となったが、スペイン入札への懸念から 16 日には再び 1.30 ドル台前半に。入札の通過や IMF の資金基盤増額合意を受けて 20 日には 1.32 ドル近辺へと上昇したが、財政再建を巡る政治リスクが嫌気され 23 日には 1.31 ドル台前半へと下落。その後株価上昇を背景にやや持ち直し、月末は 1.32 ドル台前半となった。

### 当面の予想

4 月のユーロは再び債務危機がメインテーマとなったが、ユーロの底値は意外に堅かった印象。ただし、従来のポジティブ材料であったユーロ圏の危機対応策には出尽くし感がある一方で、市場の関心は財政改善の実行力に移っている。財政危機国の緊縮財政に伴う景気後退が、却って財政改善を阻む構造に解は見えず、今後も実行力への懸念は出やすい。また、ユーロ圏の実体経済面の弱さは顕著で利下げ観測も燦る。ユーロは弱含みを予想する。



金利・為替予測表 (2012年5月2日現在)

		2012年				2013年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		<b>実績</b>	<b>予想</b>			
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	1.1	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)	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5
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)	1.9	1.7	1.9	2.0	2.2
円ドル	(平均)	79	81	81	83	84
ユーロ・ドル	(平均)	1.31	1.29	1.29	1.29	1.30
円・ユーロ	(平均)	104	104	104	107	109

(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。