

Weekly エコノミスト・ レター

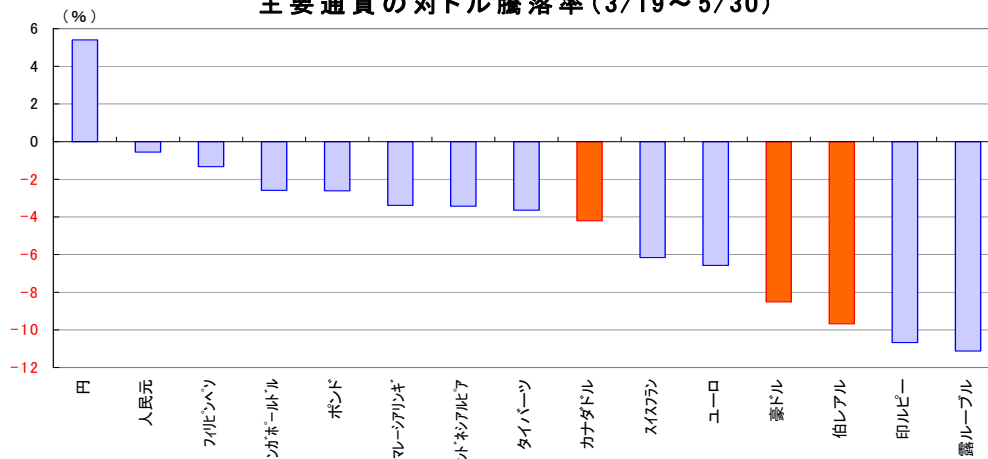
金融市場の動き(6月号)

～ 資源国通貨の行方

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. **(資源国通貨)** 資源国通貨の下落が鮮明だ。資源国通貨は世界経済の成長に伴う高成長・高金利により世界のリスクマネーを集めることで、長期的な通貨上昇トレンドを形成してきただけに、ひとたび市場がリスク回避的になるとマネーの動きが逆回転を始める。実際市場がリスク回避に転じて以降の下落幅はユーロを上回る。また、新興国経済の減速などから豪州やブラジルでは輸出が前年割れとなっており、連続利下げが実施されていることもファンダメンタルズ面からの通貨下落の裏づけとなっている。欧州の債務問題はこれから正念場であるため、しばらくはリスク回避姿勢が強い状況が続くのはほぼ確定的。その点で資源国通貨も底値をうかがう展開が予想される。しかしその後は、リスク回避姿勢の緩和、新興国経済等の底入れが予想される。中長期的な視点でも、世界経済の成長とこれに伴う資源需要増加シナリオの蓋然性は高く、資源国通貨が再び上昇基調に転じる可能性は高い。
2. **(日米欧金融政策)** 5月の金融政策は日米欧とも現状維持であった。日銀の今後の動きについては、7月展望レポート見直し時に基金増額による追加緩和に動くというのが基本線だが、FRBが大きく動いたり、市場が底割れる場合は前倒しで対応を行うだろう。
3. **(金融市場の動き)** フランス、ギリシャの選挙結果を受け、5月の金融市場ではリスク回避姿勢が強まり、株価が下落、金利が低下、ユーロは急落した。少なくともギリシャの再選挙が終わり、方向性が見えてくるまではリスク回避姿勢の強い状況が続く。失望するような米経済指標が出ると、円とドルの均衡が崩れ、円高圧力が強まる。

主要通貨の対ドル騰落率(3/19～5/30)



(資料) Bloomberg

(資料) 対象は主要先進国、BRICs、ASEAN

1. 為替：新興国通貨の行方

欧州情勢が再び緊迫度合いを高めていることに伴い、世界的にリスク回避の動きが進んでいる。金融市場では株価が下落し、金利が低下（債券価格上昇）。為替市場でも、震源地のユーロのほか、資源国通貨の下落が鮮明になっている。

（リスク回避でマネーが逆回転）

豪ドルやブラジルレアルといった資源国通貨には「相対的に高金利」という特徴がある。世界経済の成長に伴う資源需要の増加・価格上昇が高成長に繋がり、この高金利を実現してきた。資源国にはもともと経常収支赤字国が多く、為替の下落圧力を抱えるものの、高金利を目指す世界のリスクマネーが集まることで、長期的な通貨上昇トレンドを形成してきた（注）。

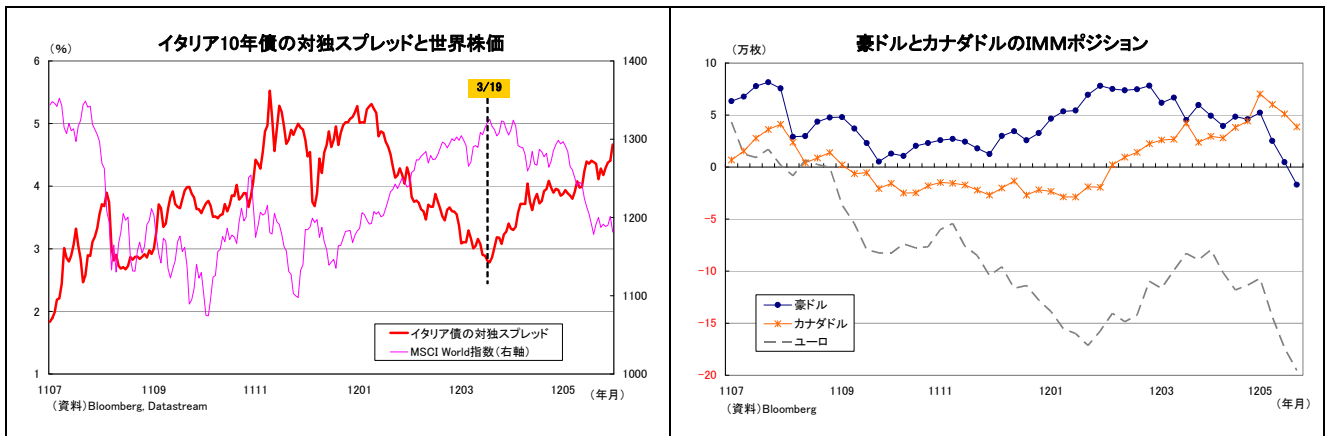
[（注）資源国通貨の詳細な特徴については、基礎研 REPORT2011年 11月号「人気資源国通貨の強みと弱み～豪ドル・カナダドル・ブラジルレアルの10年」をご参照下さい。](#)

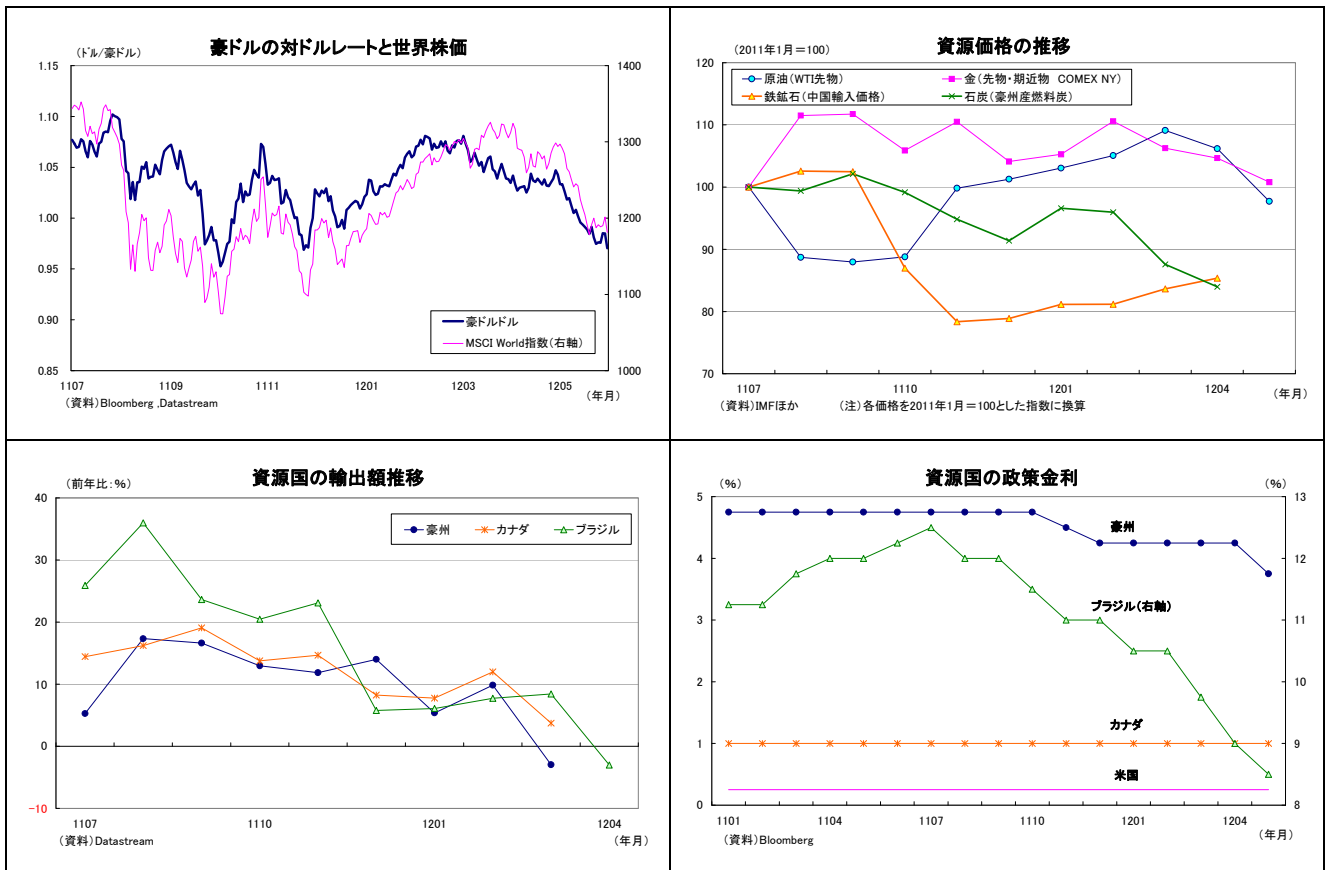
しかし、ひとたび市場がリスク回避的になると資源国を巡るマネーの動きは逆回転を始める。市場のリスク回避度合いを表す指標として、10年もののイタリア国債とドイツ国債の利回り差（スプレッド）を見ると、最近ではスプレッドが拡大を続け、前回欧州懸念が高まった2011年終盤と同等の水準にまで至っている。また、先進国のグローバルな株価動向を示す”MSCI World 指数”も下落基調が鮮明になっている。直近でイタリア債の対独スプレッドが最も縮小していた時期と世界の株価が最も上昇していた時期は一致しており、3月19日である。この日を境に市場はリスク回避に転じたと言える。

この転換点から5月30日までの主要通貨の対ドルレートを見ると、ドル高が進んだため円を除く全通貨が下落しているが、資源国通貨の下落は著しく、とりわけ豪ドル（▲8.5%）やブラジルレアル（▲9.7%）の下落幅はユーロ（▲6.6%）を上回る。実際、豪ドルと MSCI World 指数の動きを重ねてみるとほとんど一致している。

（实体经济も減速、連続利下げ）

また、实体经济の減速も影響している。世界経済とりわけ資源国との繋がり深い中国など新興国経済の減速によって資源需要が減少、資源価格もリスクマネーの引き上げもあって下落していることから、豪州、ブラジルでは輸出が減速、直近では前年割れとなっている。





景気の下支えのため、豪州、ブラジルはともに利下げを複数回実施しており、既に利下げ余地のない日米などの金利差が縮小している。通貨高の根拠となってきた「高金利」に一部修正が入ったことが、ファンダメンタルズ面からの通貨下落の裏づけとなっている。

なおカナダについては、新興国ではなく比較的安定感のある米国経済に大きく依存していること、品目として他の資源に比べれば調整の浅い原油の割合が高いこと、カナダ中銀が今後の利上げを示唆していることなどが、他の資源国通貨よりも為替の減価が小幅に留まっている理由と考えられる。

(暫く底値をうかがう展開、その後は反転期待)

資源国通貨の当面の先行きは、現在の制約要因となっているリスク回避の動きと新興国経済の動向がポイントになる。ギリシャの再選挙を控え、欧州の債務問題はこれから正念場であるため、しばらくはリスク回避姿勢が強い状況が続くのはほぼ確定的である。その点で資源国通貨も底値をうかがう展開が予想される。

ただし、リスク回避の主因であるギリシャのユーロ離脱問題は最悪の事態には至らない可能性が高く、いずれ緩和に向かうとみられるうえ、新興国経済の重石となっている欧州経済も年後半には底入れするとみられる。中長期的な視点でも、新興国を中心とする世界経済の成長とこれに伴う資源需要増加シナリオの蓋然性は高く、資源国通貨が再び上昇基調に転じる可能性は高い。

2. 日米欧金融政策（5月）の動き：各国ともに変更なし

（日銀）維持

5月22～23日に開催された金融政策決定会合において、日銀は政策金利を0～0.1%程度に据え置いた。資産買い入れ基金の規模も変更なし。4月27日に基金増額等による追加緩和を実施したばかりであり、今回の緩和見送りは大方の予想通りであった。

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明確になりつつある」と前回展望レポートでの判断を据え置き。先行きについても、「緩やかな回復経路に復していく」という従来からの見方を維持している。

一方、従来、声明文にあった「（日本銀行は）強力な金融緩和を推進していく」というキーワードが、「引き続き適切な政策運営に努めていく」へと今回変更されており、一部で日銀の緩和スタンス後退かという憶測を呼んだが、その後の総裁会見において、白川総裁がこれを明確に否定し、「考え方は全く変わっていない」と説明。また、再び緊張感を増している欧州債務問題については、「テイルリスクは昨年末ころとの比較では低下しているとみられるが（中略）、最も強く意識しておくべきリスク要因」と強い警戒感をあらわにした。

なお、白川総裁は今後の取りうる政策手段に関して、当座預金の付利引き下げについては「短期金融市場における流動性低下」という副作用を、外債購入については「為替介入は財務大臣の所管」との位置づけを挙げ、共に否定的な考えを示した。

今後のシナリオとしては、7月展望レポート見直し時に市場の期待や政治圧力の高まりを受けて基金増額による追加緩和に動くというのが基本線となるが、その前にFRBが大きく動いたり、市場が底割れることがあれば前倒しで対応を行うだろう。

（FRB）維持（開催なし）

5月はもともとFOMCの開催が予定されておらず、空白月にあたっていたため、金融政策の変更は無かった。

なお、5月16日に前回4月24～25日に開催されたFOMCの議事録が公開された。注目される追加緩和に関しては、「数人のメンバーが“もし景気回復が勢いを失ったり、見通しに対するダウンサイドリスクが高まった場合には追加緩和策が必要になる可能性がある”と表明した」ことが明らかになった。その前回にあたる3月FOMCにて同様の表明を行ったのは2名であったため、追加緩和よりの意見がやや増えたことになる。

次回のFOMCは6月19～20日に開催される。経済見通しの公表と議長会見も予定されているうえ、ツイスト・オペ終了のタイミングでの開催であるだけに、注目度は高い。

（ECB）維持

ECBは5月3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。据え置きは5ヶ月連続となる。

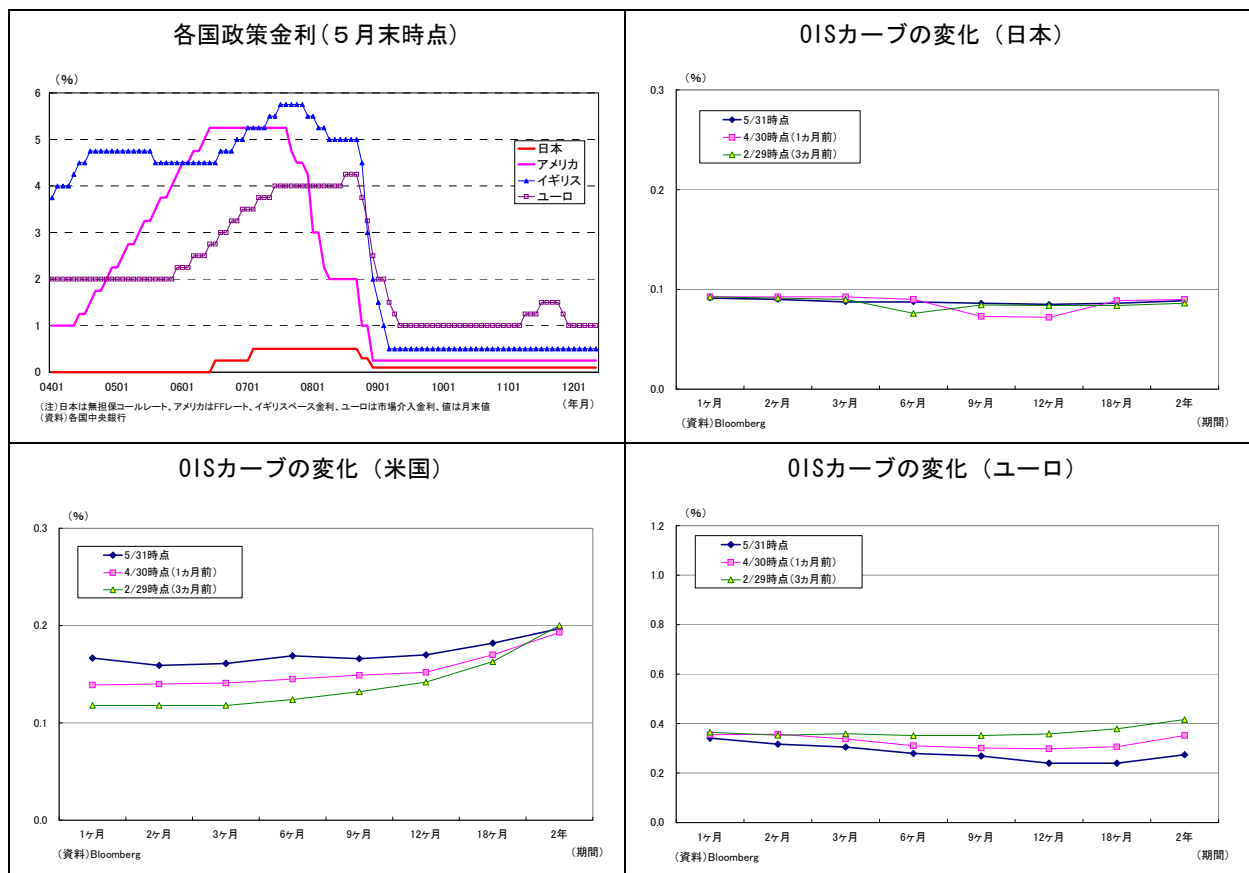
景気判断については、「第1四半期に関する経済指標は、依然景気が低い水準で安定しているこ

とを示している」と従来の判断を踏襲したが、新たに「直近の指標は景気の不確実性が高まっていることを示唆している」という文言を付加。先行きについても、「緩やかな回復が期待される」とする一方で、「経済見通しは引き続きダウンサイドリスクにさらされている」と警戒姿勢を示している。

理事会後の会見では、今回も政策金利変更について「議論しなかった」旨の回答をしている。

また、昨年末と2月に実施した3年物大量資金供給（LTRO）についてその効果が失われつつあるかどうかを問われた際には「効果が失われたと言うにはまだ早い。われわれはその効果について完全に理解する必要があり、それには時間が必要だ」と述べるに留めた。

スペインなど再び債務問題が緊張感を強めつつあるタイミングでの開催であったが、従来からの「事前の約束はしない」とのスタンスを崩すことはなかった。



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5月末時点における利回り曲線を見ると、日本については前月とほぼ変わらなかった一方で、米国は短めの期間がやや上方にシフト、ユーロ圏は右下がりになっている。ECB に対しては、欧州情勢の再緊迫化を受けて追加の対応を求める声が強まってきており、市場でも追加緩和を織り込みつつあるようだ。

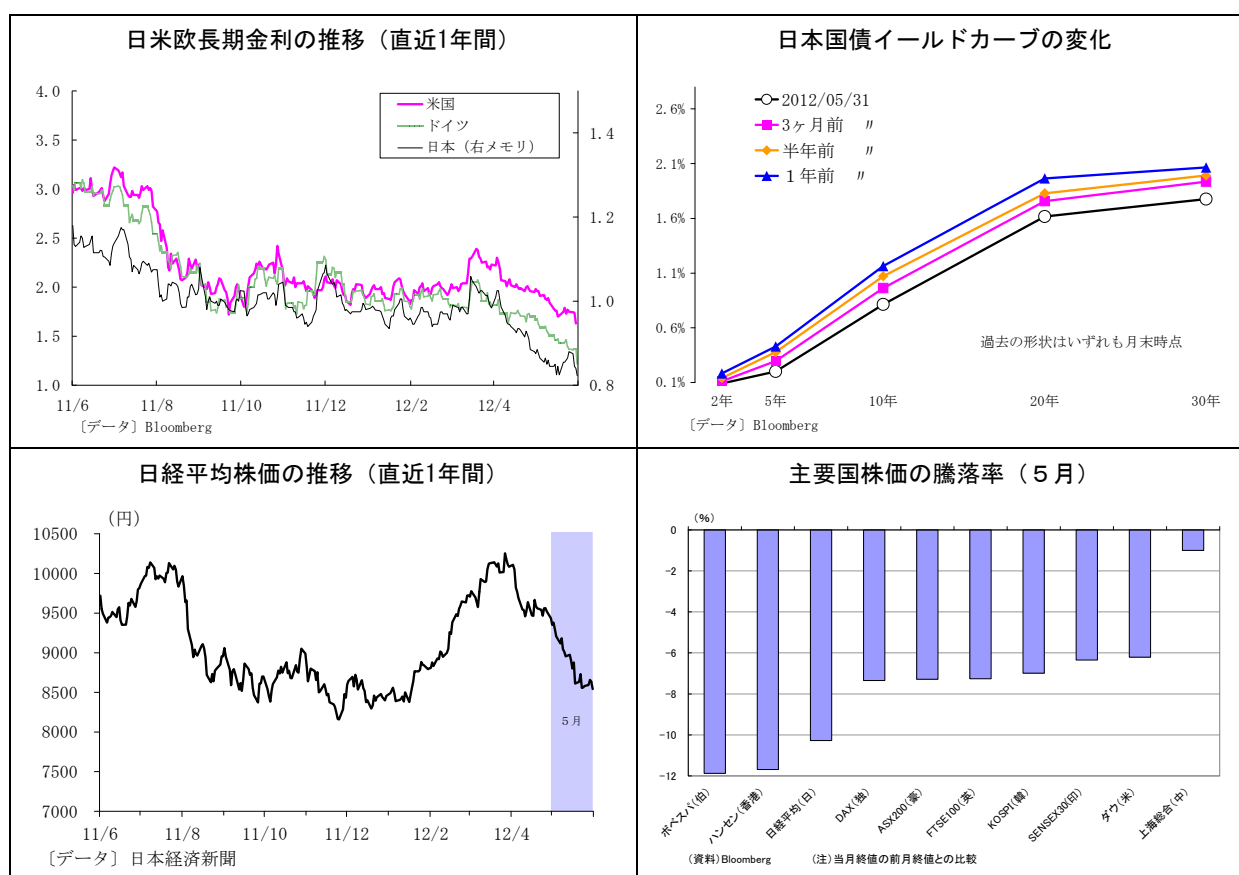
3. 金融市場（5月）の動き：ユーロが急落、ドル円はやや円高に、金利は低下（10年国債利回り）

5月の動き 月初0.8%台後半からスタートし、月末0.8%台前半に。

月初、4月米雇用統計が予想を下回ったこと、フランス、ギリシャの選挙結果を受けて欧州債務問題への懸念が高まり金利が低下、7日に0.8%台半ばへ。しばらく膠着した推移が続いたが、ギリシャの連立政権樹立失敗、再選挙実施確定を受けて16日には0.8%台前半へとさらに低下。その後は高値警戒感からの売りとリスク回避の買いが交錯し、0.8%台半ばを挟んで一進一退の動きが続く。月末はスペインの金融不安が高まり、0.8%台前半での着地となった。

当面の予想

少なくとも6月17日のギリシャ再選挙実施とその後の緊縮策への対応、EUとの協議を見極めるまでは、市場はリスク回避で様子見を続けざるを得ない。従って、当面長期金利は低迷がほぼ確定的な地合い。ただし、新政権が離脱の選択をする可能性は低く、高値警戒感が燻る領域である現状からさらに金利が低下していく展開は想定しづらい。当面は0.8%台での推移を予想。その後ギリシャ情勢が峠を越えるにつれて長期金利は上昇に向かうと見る。



(ドル円レート)

5月の動き 月初79円台後半からスタートし、月末78円台後半に。

月初、米景況感指数の改善と日本の格下げ警戒から2日に一旦80円台へと円が下落したが、予想を下回る米雇用統計を受けて7日には再び79円台に。その後ユーロが急ピッチで下落する中、ドル、円ともにリスク逃避的に選好される形でドル円は80円前後で膠着した推移となった。その後、米フィラデルフィア連銀景気指数が大きく低下、米景気回復期待の後退により、18日には79円台前半へと円が上昇。月末には米経済指標の弱含みにより78円台後半に。

当面の予想

この一ヶ月の力関係は「円≒ドル>>ユーロ」となっており、ドル円の均衡がほぼ保たれてきた。

米指標は悪化一色でもなく、景気は大きく失速しているわけではないとみられる。しかし欧州情勢が緊迫化しているだけに、雇用統計などで失望するような内容が出ると、QE3期待を巻き込んだ円高ドル安圧力が出やすい。一方、多少予想を上回る指標が出たとしても、外部環境が悪い中で米景気の先行き不透明感を一挙に払拭するには至らないため、ドル高余地も限られるだろう。

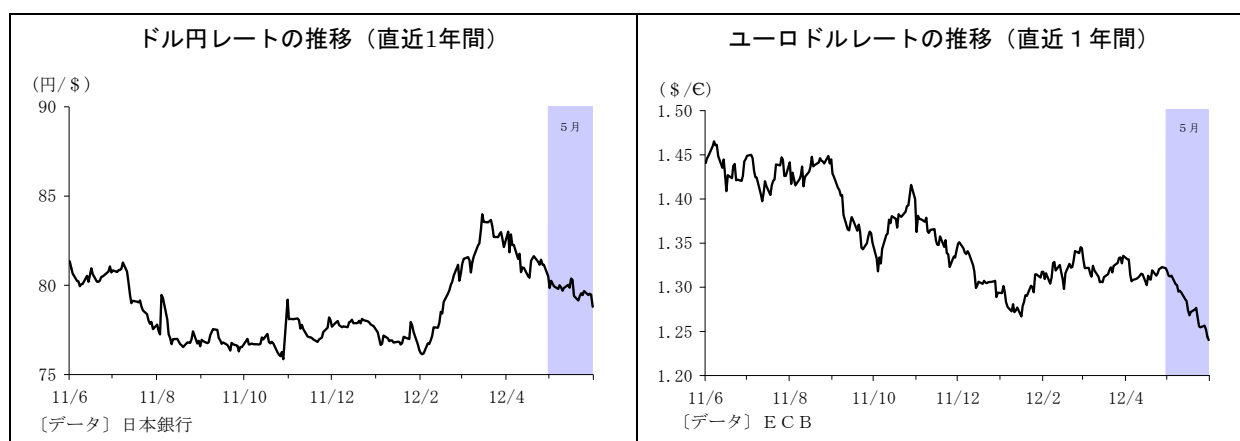
(ユーロドルレート)

5月の動き 月初1.31ドル台前半でスタートし、月末1.24ドル近辺に。

月初は1.31ドル台でスタートしたが、フランス、ギリシャの選挙結果を受けて欧州問題への懸念が高まり、7日には1.30ドル台へ。ギリシャの連立交渉難航を嫌気してその後も下落基調が続き、決裂した16日には1.27ドル台前半となる。その後1.27ドルを挟んだ展開が続いた後、EU首脳会議にて危機打開策が出なかった失望から24日には1.25ドル台前半へ。月終盤にはスペインの銀行を巡る懸念の高まりが加わって一段安となり、月末は1.24ドル近辺で着地。

当面の予想

足元は1.23ドル台で推移。この一ヶ月は一方的な下落の動きとなったが、今後も少なくとも6月17日のギリシャ再選挙が終わって方向性が見えてくるまでは不透明感が極めて強く、ユーロが上昇する地合いにはならないだろう。一方、一時的にはさらなる下落もあり得るが、既にドイツ金利は歴史的な水準にまで低下しており、投機筋の売りポジションも大量に積みあがっていることが下支え要因になる。従って、当面のユーロは底這いを予想する。



金利・為替予測表(2012年6月1日現在)

| | | 2012年 | | | | 2013年 |
|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 |
| | | 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 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 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 | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 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) | 1.9 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 2.0 |
| 円ドル | (平均) | 79 | 80 | 81 | 83 | 83 |
| ユーロ・ドル | (平均) | 1.31 | 1.28 | 1.28 | 1.29 | 1.30 |
| 円・ユーロ | (平均) | 104 | 102 | 104 | 107 | 108 |

(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。