

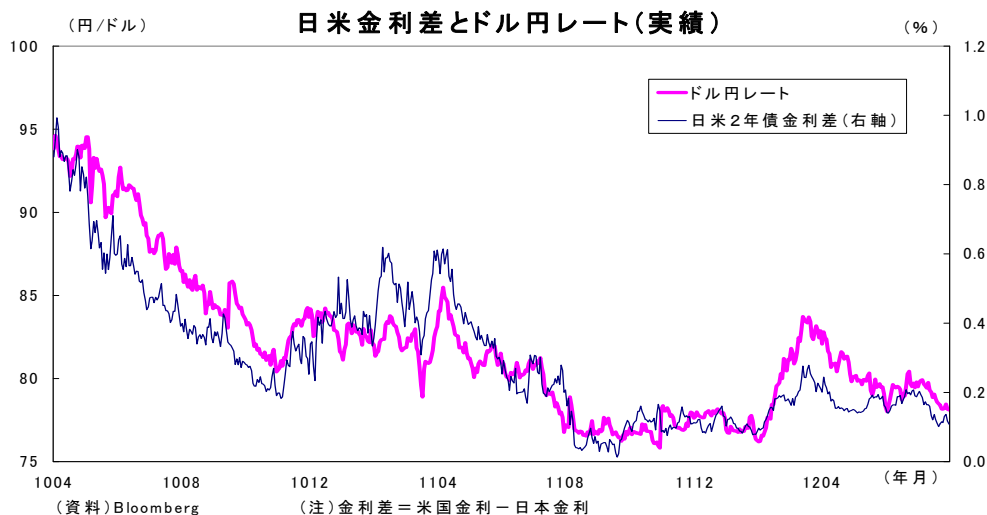
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(8月号)

～ 円高の天井はどこか？

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. **(為替)** ドル円レートは長らく膠着感の強い状況が続いている。ドル円レートを被説明変数とし、日米2年債金利差を説明変数とする簡単な式を推計すると、ドル円の動きのかなりの部分が金利差で説明でき、日米金利差の安定が最近のドル円レート安定の背景にあることがわかる。ただし、このことは円高ドル安が進まないことを意味してはいない。仮にFRBが政策金利をゼロに利下げし、米2年債金利がゼロ%付近にまで下がると、理論上のドル円レートは1ドル73.7円となる。また、実際の為替が金利差による理論値から乖離することも多い。この乖離は金利差以外の為替変動要因、すなわち経常取引や投機取引、インフレ、為替介入などによるものだ。近年では上下ともに最大で5円程度理論値から乖離した時期があるため、米利下げがない場合でも足元の理論値1ドル78円から最大5円程度の円高はあり得ることとして念頭に置いておいた方が良いでしょう。
2. **(日米欧金融政策)** 7月は日銀が金融政策を維持する一方、ECBが利下げを実施した。8月に入り、FRB、ECBともに金融政策を維持したが、ECBは条件付きながらも今後の債券買入再開と追加的な非標準的手法の実施方針を示した。
3. **(金融市場の動き)** 7月の金融市場もスペイン情勢など欧州危機を巡り緊張感の高い状況が継続した。ユーロは大きく下落し、長期金利は9年ぶりの低水準を記録した。欧州債務危機、世界経済の減速感はいしばらく続くとみられ、当面の金融市場はリスク回避姿勢の強い状況を引きずりそうだ。



1. 為替：円高の天井はどこか？

ドル円為替レートを見ると、長らく膠着感の強い状況が続いている。5月以降の推移は概ね78円～80円のレンジ内に収まっており、7月の月間値動きも約2円に留まっている。

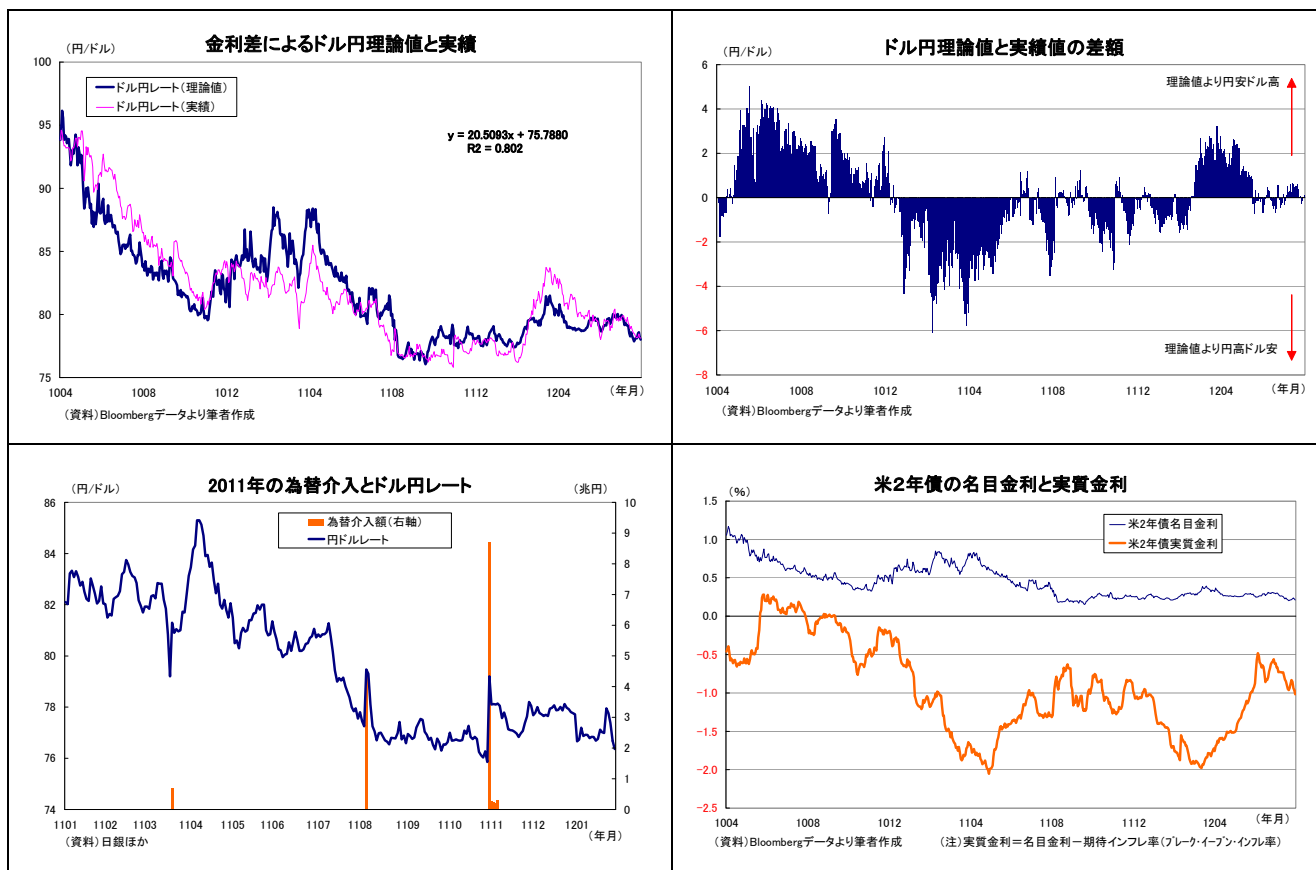
この動きの要因を探るとともに、短期的な話として今後円高が進む可能性とその際の円の天井（上限）について考えてみる。

（金利差の安定がドル円安定の背景だが、安心は禁物）

従来、短期の為替変動は、名目金利差（以下、単に「金利差」という場合は「名目金利差」を指す）、とりわけ2年国債の内外金利差と高い連動性がある。実際、2010年度始以降今年7月末までのドル円レートと日米2年債金利差にもかなりの相関がみられる（表紙図表）。ドル円レートを被説明変数とし、日米2年債金利差を説明変数とする簡単な式をこの間の608日分のデータで推計すると（結果式は下図中に記載）、その決定係数R2は0.8以上と高く、ドル円の動きのかなりの部分が金利差で説明できる。

かつて日本に比べてかなり高かった米2年債金利は政策金利と見合うまで低下しており、もともとゼロ近辺であった日本の同金利と0.1%ほどしか差がない水準にある。そして今年5月以降の米金利は0.2%台で横ばい推移し、日米金利差が安定していたことがこの間のドル円レート安定の背景にある。金利差から推計した理論上の7月末ドル円レートは78.0円であり、実績の78.1円と均衡している。

ただし、このことはこれ以上円高ドル安が進まないことを意味しているわけではない。金利差の観点では、仮にFRBが現在0～0.25%としている政策金利をゼロまで利下げし、米2年債金利も現在のドイツ同様ゼロ%付近にまで下がるとすると、日米金利差はマイナス化し、金利差から推計した理論上のドル円レートは1ドル73.7円となる。



また、実際の為替が金利差からやや乖離することも多い。2010年度始からのドル円レート実績と、金利差による理論値との差額を取ってみると、上下ともに最大で5円程度乖離した時期がある。

この乖離は、金利差以外の要因による為替変動部分を意味しており、その要因としては、貿易など經常取引に伴う為替取引や、為替の変動自体を狙った投機取引、財政不安や地政学リスク、インフレ、為替介入などが挙げられる。

ドル円の顕著な乖離は、①2010年度（理論値より円安ドル高）、②2011年前半（理論値よりも円高ドル安）、③2012年2～4月（理論値より円安ドル高）で観察される。

このうち①と②については、期待インフレ率が影響していると考えられる。米景気減速に伴って10年4月から期待インフレ率が低下、実質金利が上昇した後、11月以降はQE2実施に伴って期待インフレ率が大きく上昇、低金利政策によって名目金利の上昇が抑えられる中で実質金利が低下した。実質金利の上昇（低下）はドル高（ドル安）要因となるため①から②のような理論値との乖離が発生したと考えられる。また②のうち11年3月以降については、日本での震災発生に伴い、リパトリ（本国への資金送金）が発生するという観測が円高要因になったことも影響していると考えられる。

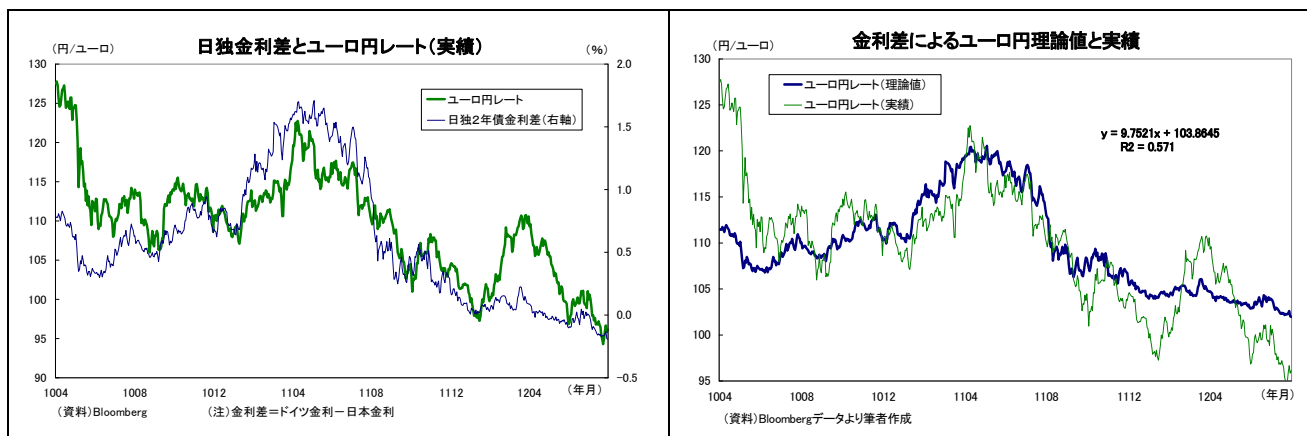
また、③については、日本の貿易赤字化が強く意識された時期であり、同時に日銀の物価目標導入などが円売り材料となる中で、米景気回復期待に伴う金利差拡大以上に円安ドル高が進行したとみられる。

このように、金利差による理論値と実際の為替の乖離は往々に起こりえる。円高対抗策としての為替介入は円高のけん制や一時的な水準修正には役立つが決定打とはなり得ない。従って、米利下げがない場合でも足元の理論値1ドル78円から最大5円程度の円高ドル安はあり得ることとして念頭に置いておいた方が良さそう。最近、米国ではQE3観測が強まっているが、QE3が前回同様、“マネー拡大→期待インフレ率上昇”という効果をもたらすのであれば、強い円高ドル安圧力を生む可能性がある。

（ユーロ円は金利差以外の要因がかなり大）

ちなみにユーロ円レートについても、日独金利差との連動は一定認められるものの、その説明力はあまり強くない。ドル円と同様に、ユーロ円レートを被説明変数とし、日独2年債金利差を説明変数とする式を推計すると（結果式は下図中に記載）、その決定係数R2は0.57に留まり、金利差による理論値と実際の為替レートには大きな乖離が発生していることが多い。

ドイツというユーロ圏内にある一国の金利を使うことの限界のほか、ユーロ為替はEUの政治的合意の動向や選挙などのイベントで一喜一憂を繰り返しており、その都度大幅に振れる特徴があるためと考えられ、ユーロ円の天井は見極め難い。



2. 日米欧金融政策（7月）：ECBが利下げ、日米は維持

（日銀）維持

7月11～12日に開催された金融政策決定会合において、日銀は金融政策を維持した。政策金利を0～0.1%程度に据え置くとともに資産買い入れ基金の規模にも変更は無かったが、頻発している札割れ対策として、固定金利オペの5兆円減額と短期国債の同額増額（基金の内訳変更）、短期国債等の入札下限金利撤廃などを決定した。

声明文では、景気の現状認識を前月同様、「復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとで、緩やかに持ち直しつつある」とし、先行きについても、「緩やかな回復経路に復していく」との従来の見方を維持した。

同時に、4月展望レポートの中間評価が公表されたが、成長率、物価ともに微修正に留まった。総裁会見にて白川総裁は「潜在成長率を上回る成長が続くもとで、消費者物価の前年比は見通し期間（12～13年度）後半にかけて0%台後半となり、その後、1%に遠からず達する可能性が高い」との説明を加えている。

今回も欧州不安は根強く続いていたが、堅調な国内需要を背景として追加緩和カードを温存した形に。6月短観での企業の景況感改善もこの裏づけとなった。

ただし、今後、海外経済の下ぶれや欧州危機の緊迫化、海外の金融緩和と先行に伴う円高などで、上記のシナリオの妥当性が低下することになれば、日銀はさらなる追加緩和を迫られることになる。

展望レポート中間評価（12年7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）
12年度	今回	2.2%	0.2%
	前回	2.3%	0.3%
13年度	今回	1.7%	0.7%
	前回	1.7%	0.7%

（注）前回は12年4月時点の見通し

（資料）日本銀行

（FRB）維持

FRBは7月31日～8月1日にかけて開催されたFOMCにおいて、金融政策を維持した。政策金利は0～0.25%で据え置き、「少なくとも2014年終盤まで」としている超低金利の時間軸についても変更しなかった。

一方、景気認識については、従来「今年の経済は緩やかに拡大している」としてきたものを、今回声明文にて「今年の上半期の経済は幾分減速した」と下方修正した。なお、先行きについては、「今後の数四半期は緩やかな成長に留まり、その後“非常に”緩やかに上向く」と前月の表現を踏襲している。

今回もQE3は温存された形となったが、景気認識の下方修正を踏まえて、今後の追加緩和に対する表現には変化が加わった。従来「更なる行動を取る準備がある」としていたものを、今回は「必要に応じて追加緩和を実施する」と一歩踏み込み、市場のQE3期待を繋いでいる。

次回のFOMCは9月12～13日に予定されており、少し間が空くことになる。その間2度公表される雇用統計は米経済見極めの大きな材料となり、今回の政策決定を左右するとみられるだけに重要性が高い。また、今月末にはバーナンキ議長によるジャクソンホール演説がある。2010年の同講演において、バーナンキ議長がQE2に言及したという経緯があるだけに、市場の注目度は高い。

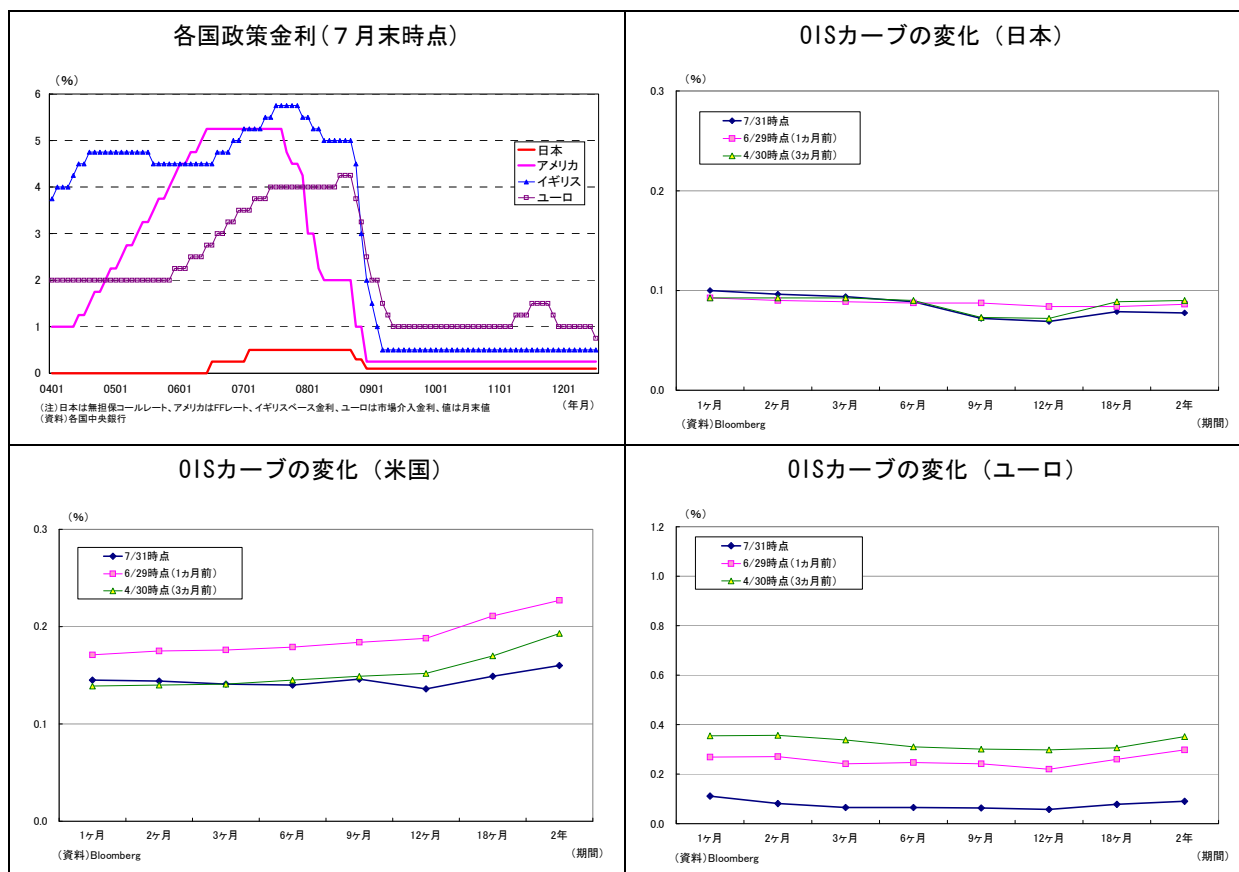
(ECB) 利下げ (8月は維持)

ECBは7月5日に開催された定例理事会において、政策金利を1.0%から0.25%引き下げ、過去最低となる0.75%とすることを決定した(全会一致)。

声明文では、従来同様、先行きの景気回復シナリオを維持する一方で下振れリスクへの強い警戒感が示されたが、ドラギ総裁は、市場の期待するLTRO(3年物資金供給オペ)など利下げ以外の措置について「協議しなかった」と説明。国債購入再開についても言及が無く、引き続き温存する形となった。

その後8月に入って2日に開催された定例理事会では、政策金利の据え置きを決定した。併せて国債買い入れを再開する方針を示したが、その前提条件としてEFSF(欧州金融安定基金)・ESM(欧州安定メカニズム)を利用した買入を行うことを挙げた。先月下旬にドラギ総裁が「ユーロを守るためにあらゆる手段を講じる」と発言して以降、実効性・即時性のある対策への市場の期待が大きく高まっていたため、今回総裁会見を受けて市場は失望で反応した。

併せて、ドラギ総裁は追加の非標準的措置を実施する方針を示し、今後数週間以内に枠組みを準備するとしている。



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7月末時点における利回り曲線を見ると、ユーロ圏が利下げを受けて全般的に大きく下方シフト、形状はフラットになっており、緩和長期化を織り込んでいる。日本についても9ヶ月ゾーン以降が前月から下方にシフトしており、一部利下げを織り込んでいる模様。米国についても12ヶ月ゾーン以降が下方にシフトしフラット化した。予想を下回る経済指標を受け

た追加緩和期待や時間軸の延長を織り込んでいると見られる。7月は日米欧ともに従来よりも緩和を織り込む動きが出ており、各国金融緩和競争の展開を予想する見方が増えてきているようだ。

3. 金融市場(7月)の動き: 金利低下、円高ドル安、ユーロはかなり下落

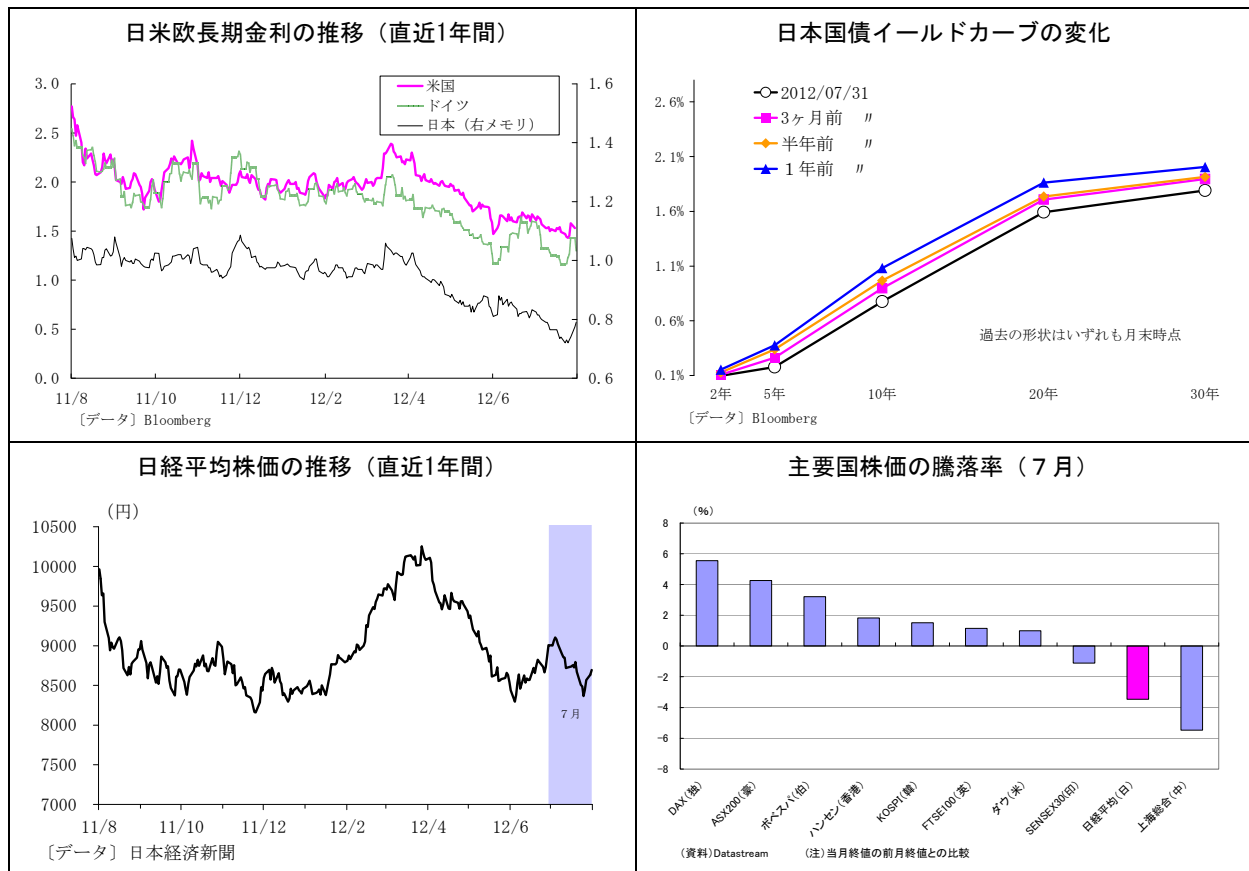
(10年国債利回り)

7月の動き 月初0.8%台前半からスタートし、月末0.7%台後半に。

月初は0.8%台前半で推移。ECBの利下げや米雇用統計の低迷に伴う米金利低下を受け、9日に0.8%を割り込む。その後、日銀が資産買入等基金の内訳を国債にシフトしたことで12日にはもう一段低下、堅調な入札結果が続いたことで18日には0.7%台半ばへ。さらに、スペイン州財政への懸念が高まったことで19日以降は0.7%台前半に突入し、9年ぶりの低金利を記録。その後、ECBや欧州首脳によるスペイン危機対応に関する口先介入を受けて反転上昇し、月末は0.7%台後半に。

当面の予想

収まらない欧州危機、日銀も含めた各国の金融緩和姿勢、世界経済の減速感、消費税増税の実現性上昇など、金利低下を正当化する材料は多く、今後もしばらく構造変化が見込めないため、金利の低迷が続くそう。しかしながら、水準感では、0.7%台の領域は採算面から買い進めない水準とみられ、正当化材料が乏しい。従って、今後も先般のECB総裁発言のように、悲観の前提に大きな影響を及ぼすポジティブ材料が出てきた時には、大きめの水準調整が入る可能性がある。



(ドル円レート)

7月の動き 月初 79 円台後半からスタートし、月末 78 円台前半に。

月初 79 円台後半で膠着した動きに。欧州不安が根強いなか、低調な米雇用統計を受けてドルと円のバランスが崩れることで円高圧力が上昇、11 日には 79 円台前半に。その後も小売や雇用での予想を下回る統計を受けて、米追加緩和期待の高まりを織り込む形でじりじりと円高ドル安が進み、23 日には 78 円台前半に。以降は特段の強弱材料を欠いたまま 78 円台前半をキープし、月末も FOMC を様子見る姿勢が強いまま 78 円台前半で着地した。

当面の予想

最近では日本の貿易赤字や日銀の金融政策など日本サイドの要因があまり材料視されなくなっており、米国の実体経済、金融政策にらみの展開が続く。当面米経済指標の急回復が見込みがたいなか、市場では 9 月 FOMC での QE3 実施観測が高まってきており、雇用統計など米経済指標が下ぶれると“追加緩和期待によるドル安圧力”が高まりやすい。一方で政府・日銀による“ドル買い介入警戒感”も煽るため、当面のドル円の方向感を決め手を欠き、膠着ぎみの展開を予想する。

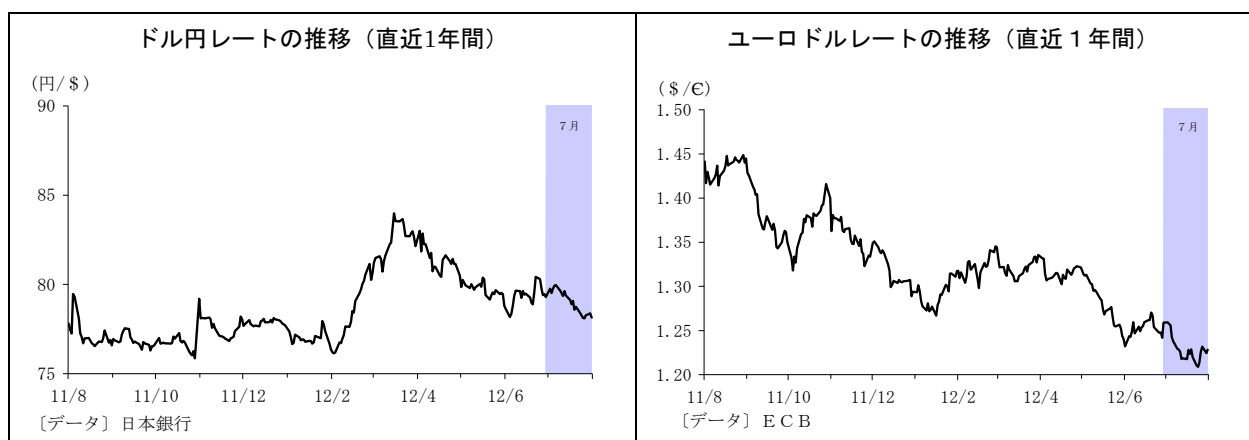
(ユーロドルレート)

7月の動き 月初 1.25 ドル台後半でスタートし、月末 1.22 ドル台後半に。

月初は 1.25 ドル台で推移したが、ECB の政策対応が最低限の利下げに留まったことを嫌気して 6 日には 1.23 ドル台に。具体策とスピード感を欠くユーロ圏の危機対応への失望などからその後もユーロは下げ止まらず、12 日には 1.21 ドル台となり、以降も一進一退の推移に。さらにスペイン州財政への懸念が高まり、24 日には 1.20 ドル台まで下落した。月終盤に ECB などによる積極的な危機対応への言及によって買い戻しが入り、月末は 1.22 ドル台後半に上昇した。

当面の予想

ECB の対応が期待に届かなかったことで、足元は 1.21 ドル台後半に。先月の予想では、ユーロの下落トレンドは出ないと見ていたが、実際はかなり下落している。国債のマイナス金利が北欧諸国に広がっているように、欧州情勢に対する市場の懸念は相当根深い一方、ESM の設立延期など EU サイドの対応は遅い。従って、ユーロは引き続き低迷が避けられないが、債券購入や新たな対応を予定している ECB の出方が焦点に。効果的な具体策が発表されれば一旦反発が予想される。



金利・為替予測表(2012年8月3日現在)

		2012年			2013年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		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)	0.9	0.8	0.9	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)	1.8	1.6	1.8	2.0	2.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利(ドイツ、平均)	1.5	1.5	1.7	1.9	2.2
円ドル	(平均)	80	79	81	82	83
ユーロ・ドル	(平均)	1.28	1.24	1.27	1.28	1.28
円・ユーロ	(平均)	103	98	103	105	106

(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。