

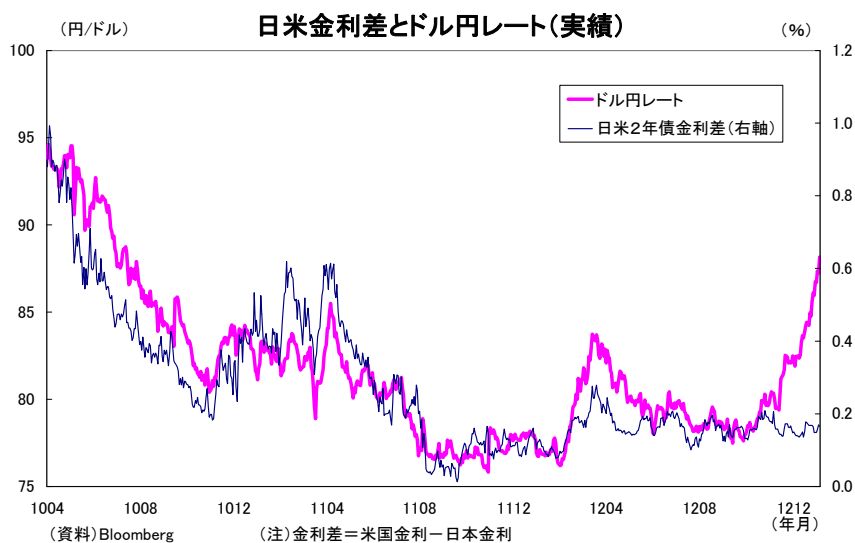
# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(1月号)

### ～未知の領域に入った為替レート

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)** 11月半ば以降、内外金利差と為替との関係性が完全に崩れている。日米金利差から推計される理論上のドル円レートは直近で79.5円と、実勢と大きく乖離しており、乖離幅は近年経験したことの無いレベルになっている。ここには複数の円安要因発生、なかでも自民党政権による金融緩和強化観測の高まりが影響しており、現在の状況が正当化できないわけでは無い。ただし、これほどの“金利差無き円安進行”は未知の領域であるだけに、その持続力についても不確実性が高い。今後、大幅な円高方向への調整を回避するためには、市場の緩和期待を政治が繋ぎ、さらに実行力で応えることが必要となる。逆にそれが出来なければ、投機筋の円売りポジション解消に伴う円高が生じるだろう。また、2月以降、イタリアの総選挙や米債務上限問題が控えている。これら欧米の情勢次第では、リスク回避的な円の買戻しも想定される。
2. **(日米欧金融政策)** 12月に日米が追加緩和を決定した。ECBは動かず。今月21～22日の日銀決定会合では「2%の物価目標」の導入について検討し、結論を出すことになるが、幅広い論点と可能性が考えられるだけに、その内容と市場の反応が非常に注目される。
3. **(金融市場の動き)** 12月の金融市場は、円安ドル高、ユーロドル上昇、長期金利も上昇した。ドル円相場は、日銀の金融緩和期待がうまく繋がれているため、当面底堅い展開が続きそうだが、欧米情勢の不透明感により1月下旬以降は波乱含み。



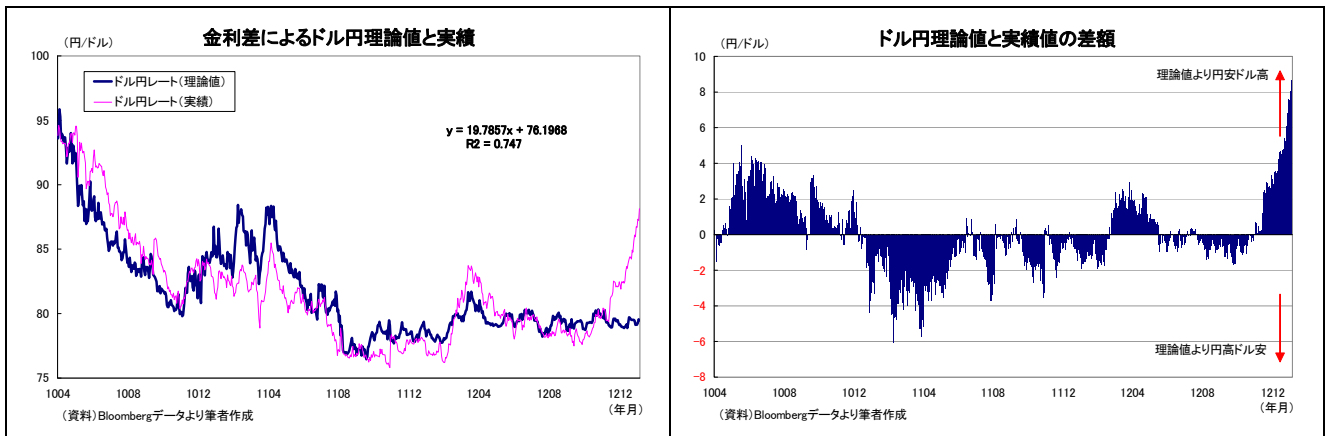
# 1. 為替：未知の領域に入った為替レート

円安の流れが止まらない。昨年11月14日の衆議院解散表明以降、ほぼ一本調子の円安が続いている。解散表明直前から足元にかけての円の下落幅は、対ドルで約9円、対ユーロで約14円にも達している。

## (内外金利差との連動性無くなる)

従来、長きにわたり為替相場の変動要因としては内外金利差が主役となってきた。とりわけドル円相場ではこの傾向が強く、日米金利差（2年国債利回り差）とドル円レートは高い相関を保っていた。しかしながら、その関係性が昨年11月半ば以降は完全に崩れている（表紙図表参照）。

ドル円レートを被説明変数とし、日米金利差を説明変数とする式を2010年度始以降の日次データで推計し（結果式は下図中に記載）、同金利差から導き出される理論上のドル円レートを算出すると、直近1月4日時点で79.5円となり、市場実勢の88円台前半と大きく乖離している。これまでも理論値と市場レートが乖離する時期はたびたびあったが、乖離幅は大きくても5円程度であり、現在は近年経験したことのない乖離が発生していることになる。すなわち“金利差”という為替相場の重要指標が殆ど機能しなくなっている状態である。

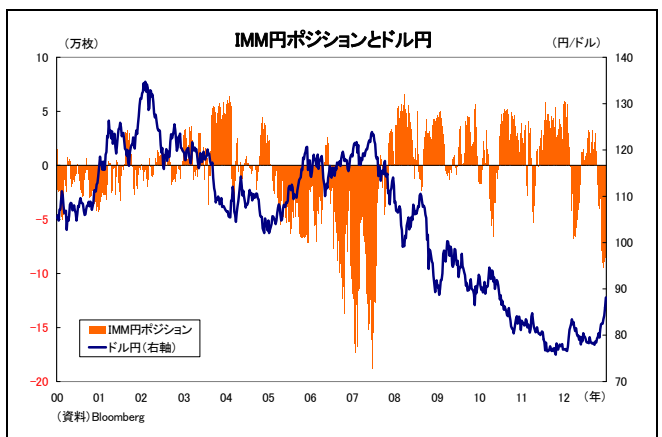


もちろん、為替は金利差だけで変動するものではなく、貿易など經常取引に伴う為替取引や、為替の変動自体を狙った投機取引、財政不安や地政学リスク、内外物価差や為替介入などの非金利要因も影響する。最近では、“日本の貿易赤字継続”、“シェールガス革命による米貿易赤字縮小”、“欧州危機の一般に伴うリスク回避の後退”、“米財政の崖の回避”などの円安要因が多く、なかでも11月半ば以降は、安倍自民党政権による金融緩和強化観測の高まりが投機筋の円売りポジション形成を通じて、強い円安圧力となってきた。

従って、現在の金利差からの大幅な乖離が正当化できないわけでは無いが、これほどの“金利差無き円安進行”は未知の領域であるだけに、その持続力についても不確実性が高いと言わざるを得ない。

## (市場の期待と政治の力比べ)

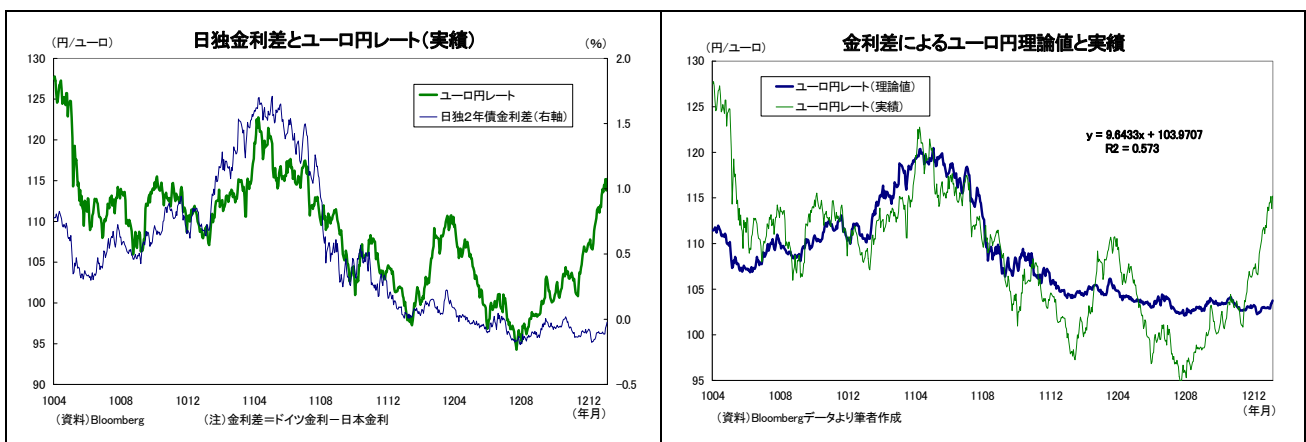
従来の金利差は方向感とともに水準感の目安にもなってきたが、現在の日銀緩和期待をはじめとする非金利円安要因にあるのは方向感だけである。



今後、大幅な円高方向への調整を回避するためには、市場が膨らませてきた金融緩和期待を政治が繋ぎ（そもそも何をどこまで織り込んでいるのかよくわからないが）、さらに実行力で応えることが必要となる。その間に米国経済回復に伴う「米金利上昇→日米金利差拡大」が生じれば、さらにドルの下値は底堅さを増すはず。

逆に、期待を繋げない、もしくは実行力が伴わない場合には、投機筋による円売りポジション解消を招く可能性が高い。過去に投機筋が円売りポジションを解消した際には、かなりの円高ドル安を引き起こした例が多いだけに、今回も解消となれば円高に振れることは避けられないだろう。

また、2月から3月にかけては、イタリアの総選挙や、米債務上限問題が控えている。これら欧米情勢次第では、市場の緊迫化に伴うリスク回避的な円の買戻しも想定されるだけに、併せて警戒が必要となる。

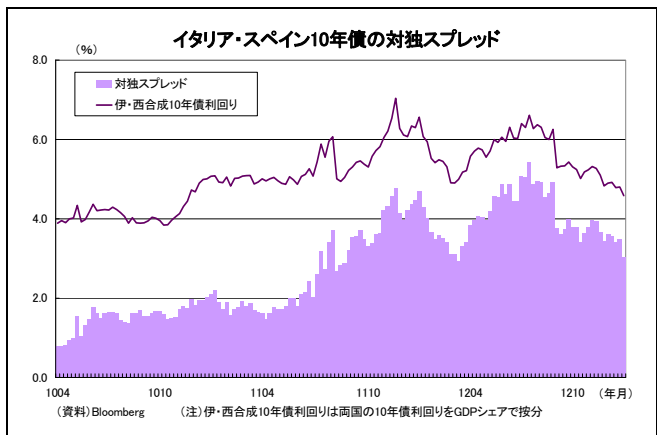


ちなみに、ユーロ円レートについても同様に、ユーロ円レートを被説明変数とし、日独金利差を説明変数とする式を推計すると（結果式は上図中に記載）、直近1月4日時点の理論値は1ユーロ 103.75円となり、実勢と11円あまりの乖離が発生している。もともと、ユーロ円相場と日独金利差の説明力はあまり高くなく、特に2011年夏場以降は殆ど金利差では説明できない動きを示してきた。

ユーロ円は、欧州債務危機に伴う“ユーロの信認”が相場変動に大きく効いており、危機が緊迫化するとユーロ安、一服するとユーロ高に振れてきた。現に、財政懸念国であるイタリア、スペイン両国国債とドイツ国債利回りのスプレッド（差）が拡大、すなわち危機が緊迫化する局面では日独金利差からの理論値以上にユーロが売られ、スプレッドが縮小する局面では逆に理論値以上のユーロ高が生じてきた。

現在は、上記の円安要因に加え、欧州危機が一服していることがユーロにプラスに作用し、ドル円以上の乖離が起きていると考えられる。

ただし、ユーロ圏の問題は決して解決されたわけではなく、今後も遅かれ早かれ再び緊迫局面を迎えるだろう。ドル円以上に調整の可能性が高いと考えている。



## 2. 日米欧金融政策(12月)：日米が追加緩和を実施

### (日銀) 追加緩和

日銀は12月19～20日に開催された決定会合で追加緩和を決定。資産買入等基金の枠を従来の91兆円程度から101兆円程度へと10兆円増額した(全員一致)。内訳は短期国債、長期国債で各5兆円ずつの増額であったが、基金の買入れ期間については13年末で従来と変更なし。また、10月30日の会合で創設を決定していた「貸出増加を支援するための資金供給」についても詳細を決定した。13年1～3月以降の貸出増加額をベースに、同6月頃から実際の資金供給が行われる予定。さらに、同会合では当面1%としている「中長期的な物価安定の目処」について、次回1月の決定会合にて再検討することを表明した。

追加緩和の決定については特に違和感はない。短観での景況感大幅悪化、衆院選挙での自民党の躍進で市場の緩和期待、政治からの緩和圧力が高まっていたため。一方、「物価安定の目処」の見直しについては、事前に一部報道もあったが、思ったよりもタイミングが早かった印象。前回11月決定会合後の総裁会見では、白川総裁が一般論と断った上で「2～3%の物価目標」導入についての否定的な見解を示していただけに、変わり身の早さに拍子抜け感が否めない。

この点につき、総裁会見で自民党の安倍総裁からの要請があったことを認めている。自公が衆院選で2/3超の議席を獲得し、理論上は日銀法の改正という形で強制することも可能になったことから、組織防衛上の観点から早期の対応を採らざるを得なかったと考えられる。

次回1月21～22日の会合では自民党の求める「2%の物価目標」の導入について検討し、結論を出すことになる。さすがにゼロ回答ということは有り得ないが、満額回答となるのか？それとも水準を「当面1%台半ば」などで抑えたり、短期と中期に分けて目標設定するのか？、停止条件等いろいろな但し書きが付くのか？、達成期限を明確に設けるか？達成のための手段と達成できないときの対応はどうなるか？など、幅広い論点と可能性が考えられるだけに、決定内容とその後の市場の受け止め方が非常に注目される。

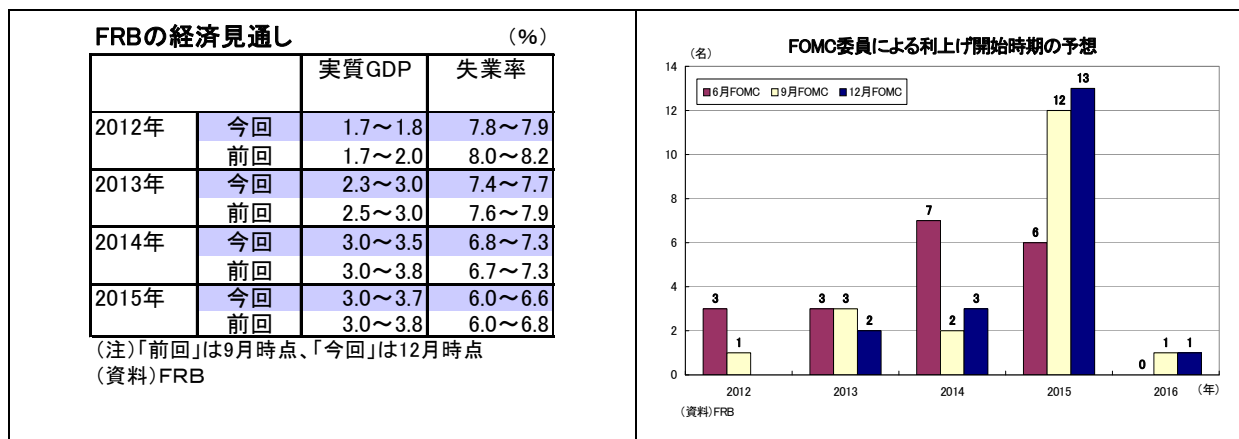
### (FRB) 追加緩和

FRBは12月11～12日に開催されたFOMCにおいて、毎月450億ドルの長期国債買入れを決定した。6月から実施しているツイスト・オペ(期間3年内の国債を売却する一方、6年以上の国債を購入するオペ)が年内に終了することを受けた措置。声明文では、QE3など従来からの政策と合わせ、長期金利に低下圧力を加え、住宅ローン市場を支援し、幅広い金融環境をより緩和的にするものと位置づけている。一方、今後も長期国債の月間買入れ額は変わらないものの、FRBのバランスシートは毎月450億ドルずつ拡大していくことになる点について、総裁会見では「バランスシートの資産の中身が重要なのであり、規模自体には殆ど重要性がない」と説明している。

また、FRBは時間軸政策にも変更を加えた。従来「少なくとも2015年半ばまで」と期日を明示する形にしていた超低金利の時間軸を、失業率とインフレ率に数値目標を設けてリンクさせる形へ、具体的には「少なくとも失業率が6.5%を上回り、1年から2年先のインフレ見通しが2.5%を超えない限り」超低金利を継続するとした。FRBとしては、金融政策の透明性を高めることを目的とした対応であり、これらの設定値は従来期の期日を基準とするガイダンスと一致しているとの考えを示している。

なお、今回は併せてFRBによる経済見通しが改定された。前回9月時点と大きな変更はないが、成長率は2015年にかけてやや下方修正、失業率も13年にかけて引き下げられている。また、委員による利上げ開始時期の予想も併せて公表されたが、前回から殆ど変化はなく、2015年が最多となっている。上記記載のとおり、時間軸のイメージは従来と変わらないという点が裏付けられている。

一方で、今月3日に公表された12月FOMC議事録において、複数の委員が「13年末より相当前に資産買入れのペースを緩めるか停止することが適当」と表明したことが明らかとなり、QEの早期縮小観測が高まっている。

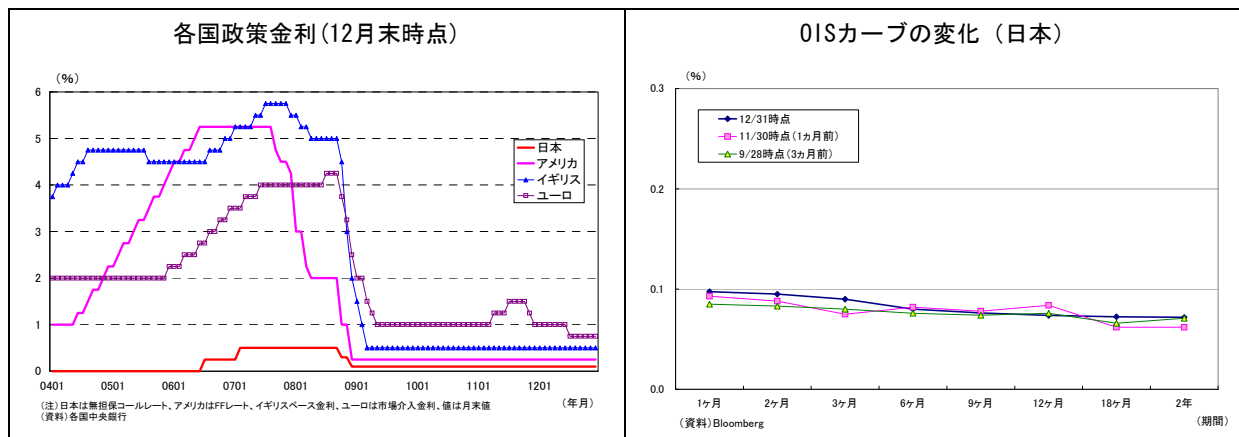


## (ECB) 維持

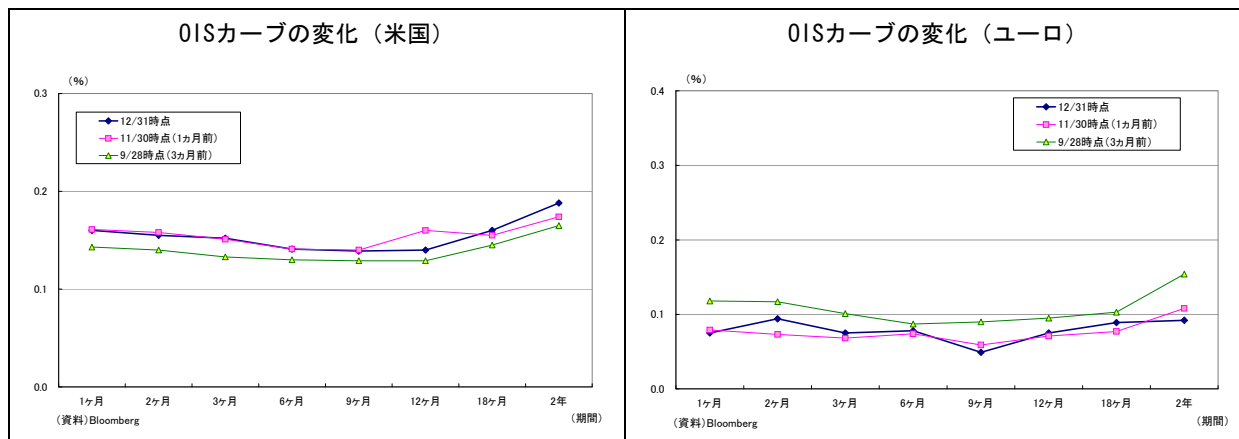
ECBは12月6日に開催された定例理事会にて、政策金利を0.75%に据え置くことを決定した。ただし、いつもと違って総裁会見でドラギ総裁が金利について幅広い議論が行われたことを明らかにし、現在ゼロ%になっている中銀預金ファシリティ金利の引き下げについても討議したことを認めた。

これと同時に四半期に一度の経済見通し改定において、成長率(中央値)を2012年(前回9月時点▲0.4%→▲0.5%)、2013年(前回0.5%→▲0.3%)ともに下方修正、2年連続のマイナス成長見通しとした。また、今回初の公表となる2014年についても、1.1%と極めて緩やかな回復に留まる見通しを示している。

マイナス預金金利討議の表明と経済見通しの下方修正を受けた金融市場ではECBによる早期の追加利下げが改めて意識された模様。







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 12 月末時点における利回り曲線を見ると、日米欧ともに先月末からあまり変化が見られず、金融緩和の長期化が織り込まれている。ただし、米国については、18 ヶ月～2 年ゾーンで金利がやや上昇している。12 月 FOMC で時間軸政策の基準が従来の“明確な時期”から“失業率”へと変更されたことで、出口戦略の早期化観測が一部で高まった可能性がある。

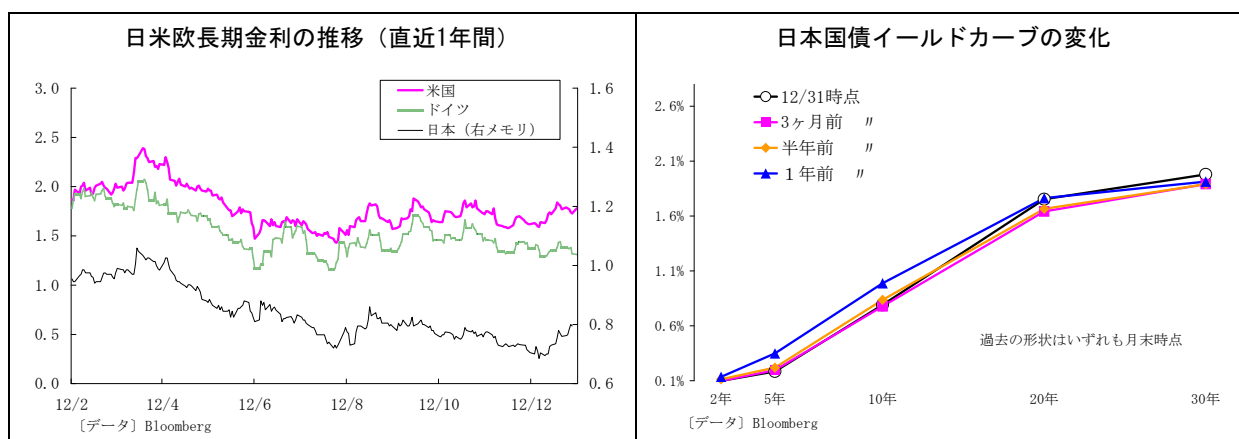
### 3. 金融市場(12月)の動き：円安基調継続、金利上昇、ユーロドルもやや上昇 (10年国債利回り)

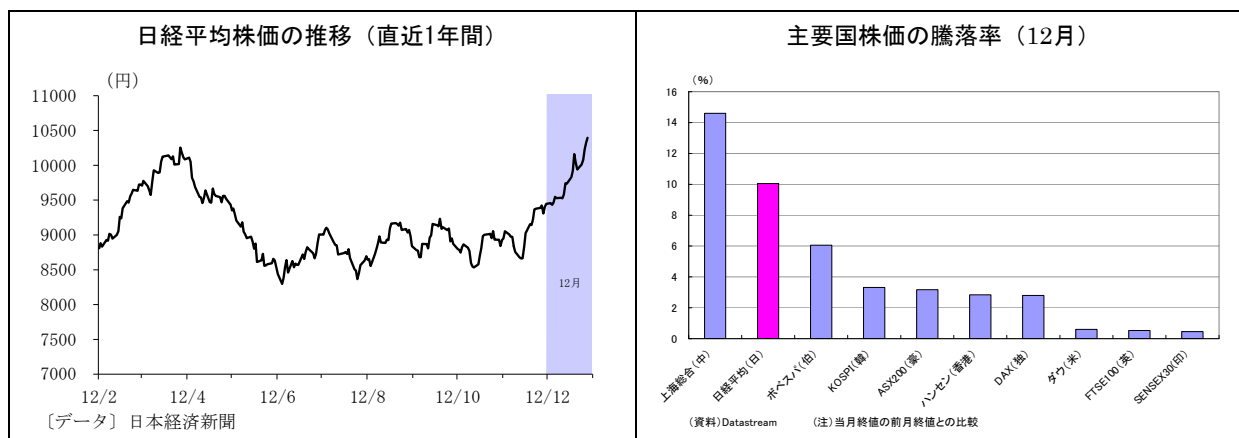
**12月の動き** 月初0.7%からスタートし、月末0.8%に。

月初0.7%前半で推移した後、日銀による追加緩和観測により6日には一時0.7%を割り込む。以降も中旬にかけて0.7%台近辺での推移が続く。その後、FRB追加緩和に伴うインフレ観測による米金利上昇や円安を受けて13日以降は上昇傾向に。17日の衆院選で自民党が躍進、補正予算の規模拡大が意識されたことで、18日には0.7%台後半へ、以降もこの水準での推移が続く。その後も補正予算での国債増発、円安株高が上昇圧力として意識され、月末には0.8%に乗せた。

#### 当面の予想

新年入り後も円安株高で債券が売られ、足元は0.8%台前半に。今後、補正予算の議論が本格化することで国債増発・財政悪化懸念からの金利上昇圧力がかかると見るが、一方で1月日銀決定会合での「金融緩和強化⇔国債買入れ増額」という期待も根強いことから、大幅な金利上昇は考えにくい。当面は0.8%台での推移を予想する。金利の上振れ・下振れについては、上記両要因の力関係次第で両方向にリスクがあるが、どちらかと言えば上振れリスクの方が大きいだろう。





## （ドル円レート）

**12月の動き** 月初 82 円半ばからスタートし、月末 86 円台半ばに。

先月からの流れで日銀の緩和強化期待が続く一方、衆院選や米 FOMC を控え、前半は 82 円台での膠着した推移に。その後 FRB の追加緩和決定を受けたリスク回避後退や、翌週の日銀決定会合での緩和観測が高まり、14 日には 83 円台後半へ。その後も米財政の崖への警戒が続く一方、17 日衆院選での自民党躍進、20 日の日銀追加緩和と物価目標の検討表明など円売り材料も強く、84 円付近での攻防に。安倍内閣発足や 11 日日銀決定会合要旨の緩和的内容を受けて、月末は 86 円台に突入。

### 当面の予想

財政の崖の一旦クリア、FOMC 議事録での複数委員による量的緩和への懸念表明というドル高要因により、足元は 88 円近辺に上昇。筆者の前回の予想に反した展開が続いている。12 日日銀決定会合にて、1 月下旬の金融緩和強化期待がうまく繋がれたため、当面は方向感のみを手掛かりとした底堅いドル円相場展開が続きそう。一方、2 月にはイタリアの総選挙や、今回先送りした米財政の崖問題第 2 弾（緊縮財政発動問題）、米債務上限問題が控えていることから、決定会合後は水準感が意識され、一旦ドルの調整局面入りも。

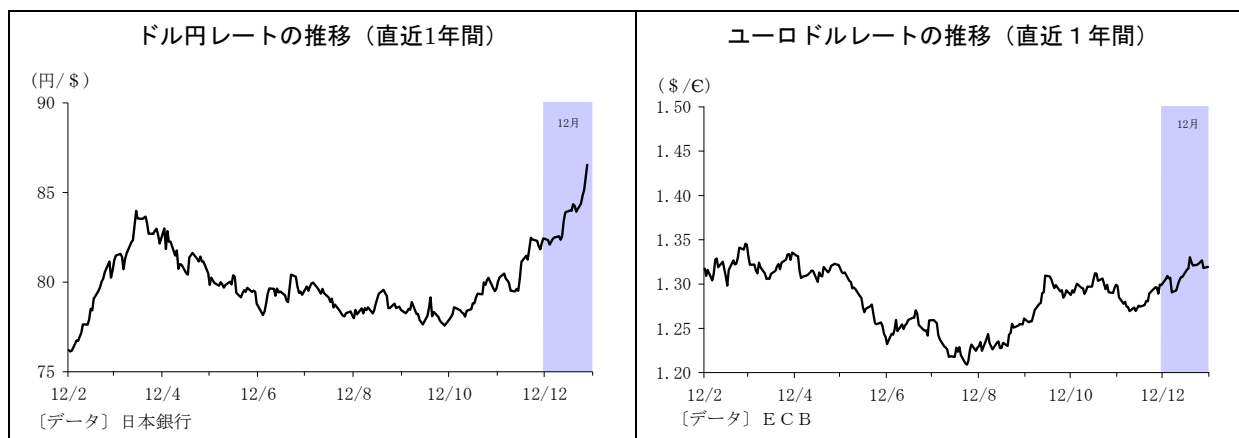
## （ユーロドルレート）

**12月の動き** 月初 1.30 ドル台半ばでスタートし、月末 1.31 ドル台後半に。

月初は 1.30 ドル台で推移。その後 ECB 理事会の内容を受けて早期利下げ観測が強まり 6 日には 1.29 ドル台前半まで下落。その後は FOMC での追加緩和観測を受けて一転ユーロが強含み、12 日には 1.30 ドル台を回復、17 日には 1.31 ドル台へ。終盤は米財政の崖問題への懸念もあって一旦 1.32 ドル台に乗せた後、月末は 1.31 ドル台後半で着地した。

### 当面の予想

ドル円同様、財政の崖の一旦クリア、FOMC 議事録での複数委員による量的緩和への懸念表明というドル高要因により、足元は 1.30 ドル台となっている。最近のリスク・オン地合いもリスク通貨とされるユーロの追い風になっているが、ユーロ自体にそれほど積極的に買われる理由は見当たらない。今後はユーロ圏のファンダメンタルズの弱さと払拭出来ない債務危機の不透明感が意識され、ユーロドルは弱含み可能性が高いと予想。



金利・為替予測表 (2013年1月7日現在)

		2012年	2013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)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
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)	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.4	1.7	1.9	2.1	2.2
円ドル	(平均)	81	87	85	87	88
ユーロ・ドル	(平均)	1.30	1.29	1.28	1.27	1.26
円・ユーロ	(平均)	105	112	109	110	111

(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。