

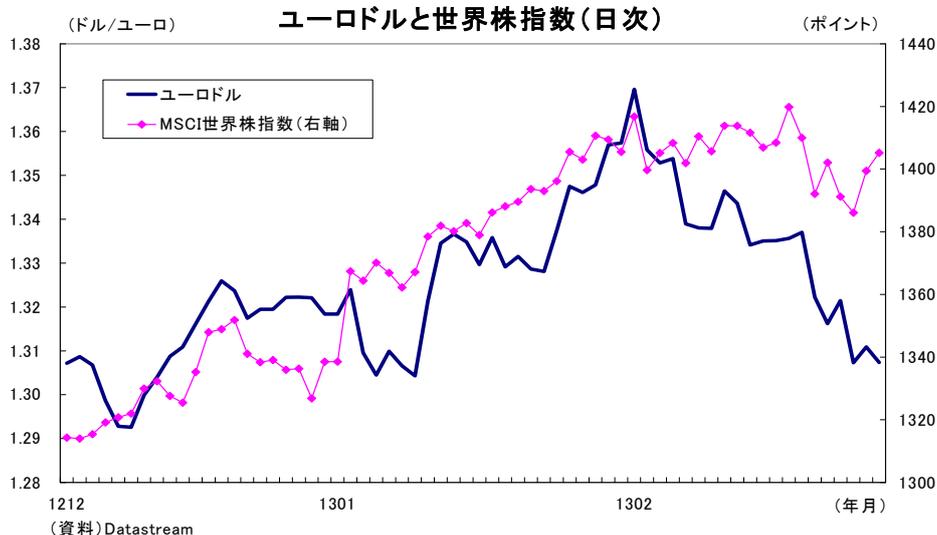
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(3月号)

～やはり訪れたユーロ安

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)** ユーロ相場が2月に急落した。債務危機の沈静化、LTROの繰上げ返済、経常黒字の拡大、世界的なリスクオンがこれまでユーロの上昇を支えてきたが、イタリア総選挙で上昇要因のうちの2つ（債務危機の沈静化、世界的なリスクオン）に大きな疑念が生じた。今回の選挙結果は財政再建の難しさを示唆している。緊縮財政を緩めることは債務危機の再燃に繋がるが、かといって緊縮財政を進めて国民の不満が高まると、反緊縮財政的な政党の躍進を通じて債務危機の再燃に繋がる。ユーロ相場が今後も重債務国の政治情勢の影響を受けるのは避けられない。政治が国民の不満を抑えきれなくなったときには、いずれにせよ債務危機再燃懸念が高まる形で不安定化する。目先は、イタリアの政局混乱がどのような形で着地するかが最大のポイントとなるが、しばらく時間がかかりそうだ。強い不透明への警戒から、トレンドとしてユーロの上値は重い状況が続くだろう。
2. **(日米欧金融政策)** 2月は日米欧ともに金融政策を現状維持とした。今後も欧米は様子見スタンスを続けるとみられるが、日銀は目先の緩和強化が必至の状況にあり、欧米との間の方向性の違いが明確化している。
3. **(金融市場の動き)** 2月の金融市場は、円安一服、ユーロが大幅下落、長期金利も低下した。ドル円相場は、日銀新体制への緩和期待が下値を支えるが、米国の政治リスクへの警戒からレンジ相場を予想。波乱要因であるイタリア政局も混乱を引きずりそう。



1. 為替：やはり訪れたユーロ安

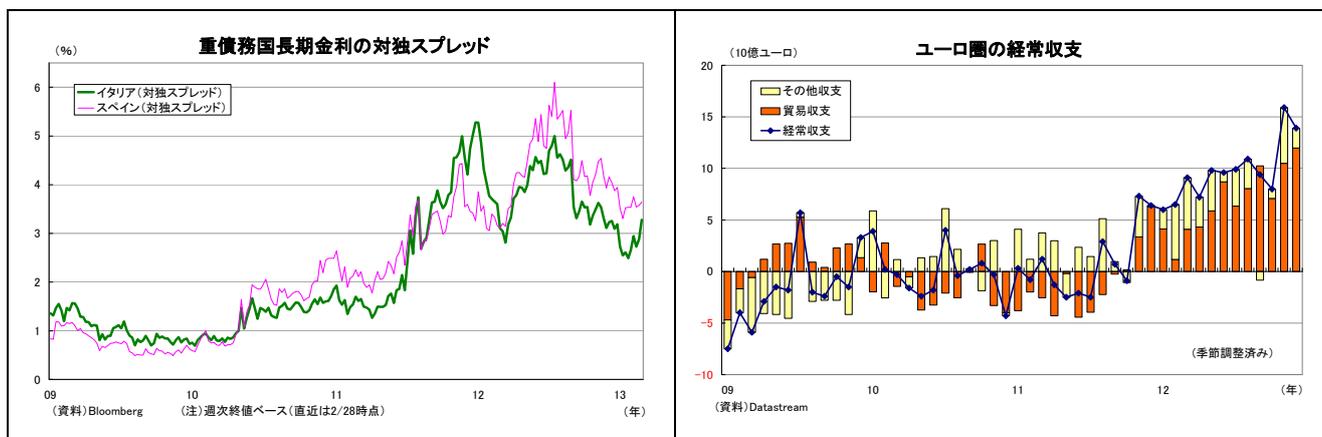
1月まで順調に上昇してきたユーロが2月に急落した。2月1日に対ドルで1.36ドル台半ば、対円で125円台後半であったユーロ相場は、イタリアの総選挙結果などを受けて、月末時点では各1.31ドル台前半、121円台前半にまで下落しており、下落率はそれぞれ4%弱に達した。筆者はかねてよりユーロ相場の動きを実力以上と見ており、次第に弱含むと考えていたが、実際は想定よりもやや早く大きめの修正が入った印象だ。ユーロ下落の背景を分析し、先行きを考えてみる。

(上昇を支えてきた前提に疑念生じる)

今回のユーロ下落を考えるにあたって、まず昨年11月以降1月までの間ユーロが上昇してきた主要因を列挙すると以下のとおりとなる。

- ①債務危機の沈静化：ECBの債券購入プログラム（OMT）導入が危機時の防御壁として好感される
- ②ECBが過去に供給したLTRO（銀行向け3年もの資金供給）の繰上げ返済：危機の後退と銀行の資金繰り改善を印象付けるとともに、結果としてのECBの総資産縮小が緩和スタンス後退と映る
- ③ユーロ圏經常収支黒字の拡大：景気低迷による輸入減少の結果だが、黒字拡大自体は通貨高要因
- ④世界的なリスクオン：世界的な株高などリスク選好地合いの中でリスク通貨に資金が回帰（表紙図表参照）

一方、一部の景況感を除いて、ユーロ圏のファンダメンタルズは相対的に悪い状況が続いていたのだが、上昇を正当化する上記の要因が意識される中であまり材料視されてこなかった。



しかし、2月に入るとこの構図に明確な変化が現れた。通貨高が景気悪化に追い討ちをかけることを危惧した一部の国の要人によるユーロ高けん制発言が頻発。さらにECB理事会後にドラギ総裁がユーロ高への警戒感を示唆したことで市場はユーロ売りに動いた。これはファンダメンタルズがそもそも弱いことが影響している。また、中旬以降は実体経済の悪さ自体が市場での存在感を増した。昨年10-12月期のGDP成長率が前期比年率▲2.3%とかなりのマイナスになったうえ、欧州委員会が経済見通しを下方修正したためだ。

そして何よりインパクトが大きかったのは終盤のイタリア政局の混乱だ。これまでモンティ内閣が進めてきた緊縮財政路線が維持されるかどうかを賭けた議会総選挙において、緊縮財政に反対する勢力が躍進、中道左派連合を中心とする緊縮財政派が上院で過半数を獲得できず、債務危機再燃懸念が再び高まった。選挙情勢が見えてきた25日のユーロ円相場は125円台から最大119円近辺まで急落している。

上述のとおり、債務危機の沈静化は直接的にユーロの上昇要因であっただけでなく、世界的なリスクオンを支える一つの重要な要素として機能し、2重の意味でユーロ相場を支えてきた。

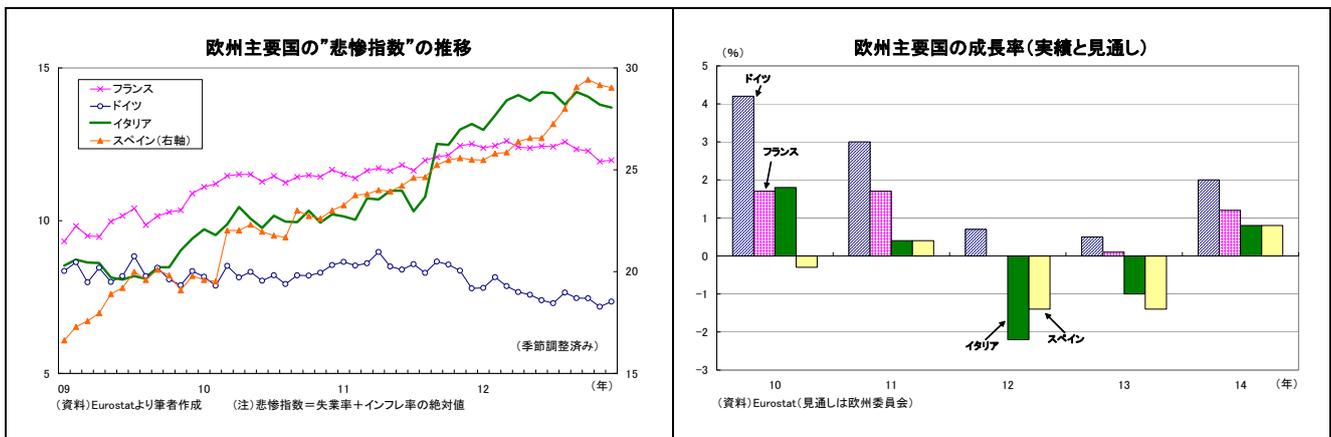
したがって、2月はファンダメンタルズの（相対的な）悪さが材料として見直されたうえ、イタリア総選挙を経て上昇要因のうちの2つ（債務危機の沈静化、世界的なリスクオン）に大きな疑念が生じたことで、ユーロ高が修正されたと分析できる。

今回のイタリアの総選挙の結果は、財政再建の難しさを示唆している。

国民の生活苦を示す指標として“悲惨指数”（misery index）というものがあるが、これは消費者物価上昇率の絶対値と失業率を足したものであり、一説には指数が10を超えると政権の存続が困難になってくると言う。欧州主要国の悲惨指数を見ると、ドイツは10を下回るが、イタリア、フランス、スペインは10を上回っている。また方向感にも違いがある。ドイツが低下基調にあるのに対して、緊縮財政等で失業率が高まっているイタリアとスペインの上昇基調は鮮明だ。

国外からの信認維持のために緊縮財政路線を推し進めると、結果として生じる景気悪化に対する国内の不満が高まり、政権基盤が脆弱化してしまうというジレンマに陥る。欧州委員会の見通しでは、イタリアとスペインのマイナス成長は今年も続く。しかも悲惨指数上昇の主因である失業率は景気の遅行指数のため、当面改善は期待できないだろう。

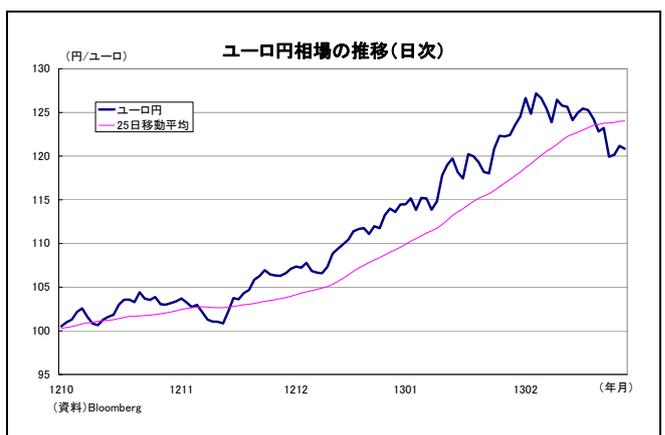
緊縮財政を緩めることは債務危機の再燃に繋がるが、かといって緊縮財政を推し進めて国民の不満が高まると、今度は反緊縮財政的な政党の躍進を通じて債務危機の再燃に繋がってしまう。これを防ぐためには、国外の信認と国内の不満の両方に応える高度な政治力が必要になる。



（今後もリスク通貨、折に触れて不安定化）

ユーロ相場にとっても、今後とも重債務国の政治情勢の影響を受けるのは避けられない。政治が国民の不満を抑えきれなくなったときには、いずれにせよ債務危機再燃懸念が高まる形でユーロ相場が不安定化する可能性が高い。

目先のユーロ相場の動向については、イタリアの政局混乱がどのような形（大連立 or 再選挙 or 実務者内閣）で着地するかが最大のポイントとなるが、しばらく時間がかかりそうだ。テクニカル的にユーロの過熱感はやや和らいでいるうえ、政治情勢が流動的



であるため思惑で振れやすくなっている可能性もあるが、強い不透明感への警戒からトレンドとしてユーロの上値は重い状況が続くだろう。

なお、欧州危機が再燃すると、ユーロはドルに対して下落するが、世界最強のリスク回避通貨に位置づけられる円はドルに対しても上昇するため、対ユーロでの円高は増幅される点には注意が必要だ。

2. 日米欧金融政策（2月）：米国の緩和の行方に注目集まる

（日銀）維持

日銀は2月13～14日に開催された金融政策決定会合で現行の金融政策を維持した。政策金利を0～0.1%程度に据え置き、基金の買入枠も変更しなかった。一方、景気判断については、前回の「弱めに推移している」から「下げ止まりつつある」へと上方修正した。

2%の物価目標を導入した前回1月の決定会合にて2回連続の追加緩和を実施していたうえ、2月決定会合に先立つ5日に白川総裁の前倒し辞任表明もあったため、事前の緩和期待は殆ど無かったとみられる（実際に同会合後の市場はほぼ無反応であった）。白川総裁体制での最後の決定会合となる次回も政策変更はまずないだろう。

なお、会合後の記者会見において、白川総裁は次期総裁について「様々な意味でバランスのとれた方が望ましい」との見解に言及。具体的には、「中央銀行の幅広い仕事についての十分な理解と知識を備え」、「立場や意見の異なる様々な人の意見に耳を傾ける謙虚さを持ち」、「グローバルな視点を意識」していることという3つの条件を挙げた。

その後、19日に公表された1月決定会合の議事要旨では、追加緩和策の選択肢として、現時点で最長残存年限を3年としている基金での国債買入れについて、複数の委員が「5年程度まで延長することも考えられる」と表明していたことが明らかになっている。

また25日には、次期日銀正副総裁人事について、総裁を黒田氏、副総裁を岩田規久男氏、中曾氏とする政府人事案を固めたとの報道があり、実際に政府は28日に国会へ提示した。参議院で最大議席を占める民主党が同人事案に同意する方向で調整に入ったとの報道もあり、実現すれば政府案どおりに可決されることになる。

25日の報道を受けた市場は円安・株高・金利低下という反応を示しており、新体制への市場の緩和期待は強い。4月には経済財政諮問会議で「金融政策に関する集中審議」が予定されており、新総裁は早速物価目標達成への道筋を示さなければならない。

したがって、4月には極めて高い可能性で追加緩和が実施されると見るが、問題は「具体的に何をするか？」だ。

（FRB）維持（開催なし）

2月はもともとFOMCの開催が予定されていない空白月にあたり、金融政策の変更は無かった。

したがって、前月に公表された12月FOMC議事録で明らかとなった「QE3の縮小・停止に関する議論」のその後の動向を巡って、1月FOMC議事録への注目が集まっていた。

20日に公表された同議事録では、前回に続いて複数の委員が「労働市場の見通しが十分に改善する前であっても、QE3の縮小もしくは終了が必要となる可能性がある」と指摘していたことが明らかになった。

さらに、この論点について活発な議論が行われたことも判明。ほとんどの委員が QE3 が金融環境や経済活動に対して効果的であることを認めつつも、多くの委員はさらなる資産購入に対する複数の潜在的コスト（副作用）への懸念を表明。具体的には、インフレリスク、金融市場を蝕む投資家行動を助長するリスク、FRB が将来資産を売却する際に重大な資本毀損にさらされるリスク、特定の金融市場の機能に影響を与えるリスクなどが列挙されている。ただし、後半の2つのリスクについては他の委員から反対意見も出ており、FRB 内部でも意見の食い違いが目立っている。

その後 26 日に行われたバーナンキ議長の議会証言において、議長は「QE3 の効果は潜在的なコストを上回っている」と強く擁護した。これを受けた米金融市場ではドル安・株高の反応が見られ、QE3 早期縮小観測は後退した模様。

ただし、月額 850 億ドルの買入れという QE3 の規模は非常に大きく（年間で 100 兆円弱）、今後とも維持と縮小の間で観測が揺れ動く状況が続きそうだ。

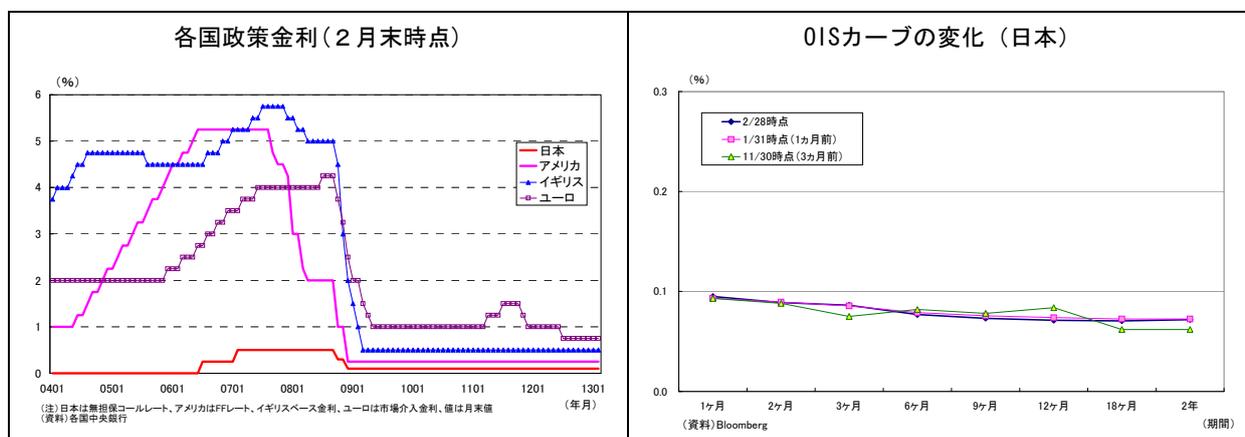
（ECB）維持

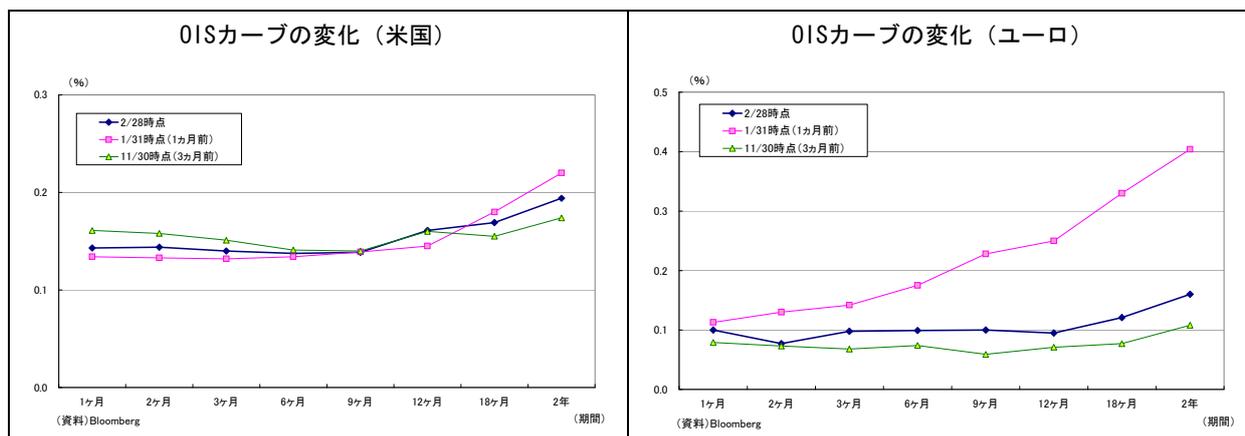
ECB は 2 月 7 日に開催された定例理事会において、政策金利を 0.75% に据え置くことを決定した（全会一致）。声明文では景気判断について、「2013 年前半は弱いものの、後半になると徐々に持ち直す」というシナリオを維持したほか、リスクについても「経済見通しには依然として下ぶれリスクがある」という前回同様の見方を踏襲している。

ドラギ総裁は記者会見において「経済の金融的側面はこの半年で大きく改善した」「LTRO（銀行向け 3 年物資金供給）の返済は自信の現われ」と評価したが、LTRO の返済を考慮しても「金融政策のスタンスは緩和的」である点を強調した。

為替市場でのユーロ高については「ある意味で信認回復の表れ」と前向きに評価しつつも、「ファンダメンタルズを反映すべき」であり、「経済成長と物価安定に重要である」ことから、「ユーロ高の持続性を注視するとともに、物価安定に対するリスク評価を見直していく」と、けん制姿勢を見せた。

利下げの可能性については特段の情報はなく、当面は利下げオプションを残しつつ、様子見姿勢を続ける方針とみられる。ただし、以降に緊迫度合いを高めたイタリアの政局不安がスタンスに影響を与えるのか否かが注目される。





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、日米は前月末から殆ど変化が見られない。ユーロ圏については、前月末から大きく下方にシフト、かつ曲線の形状もフラット化している。昨年実施した LTRO（長期リファイナンスオペ）の 2 回目の繰上げ返済が予想を下回ったこと、イタリア政局混乱で債務危機再燃不安が高まったことから、一時強まっていた金利の先高感が大きく後退したようだ。

3. 金融市場(2月)の動き：ドル円ほぼ横ばい、ユーロ大幅下落、金利低下

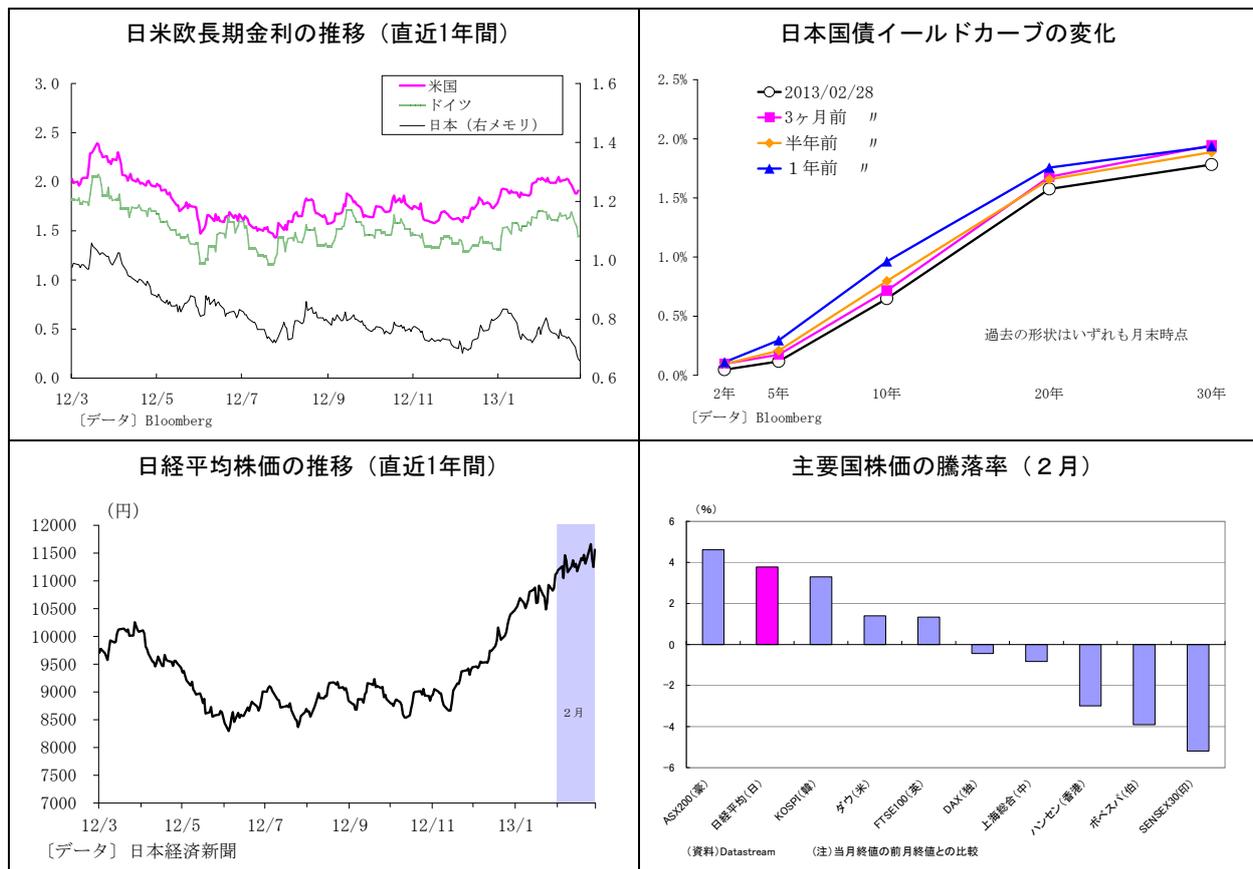
(10年国債利回り)

2月の動き 月初 0.7%台後半からスタートし、月末 0.6%台半ばに。

月初、堅調な米雇用統計を受けて 4 日には 0.8%台に一旦乗せたが、その後は白川日銀総裁の任期前辞任表明を受けて金融緩和期待が高まったことで低下トレンドが鮮明に。13 日には 0.7%台前半まで低下。翌 14 日には米金利上昇を受けて一旦 0.7%台後半に戻したが、総裁人事を巡る思惑や 1 月日銀決定会合要旨での緩和議論に反応して再び低下、しばらく 0.7%台前半での推移が続く。終盤にはイタリア総選挙で政局不安が高まったことで大きく低下し、月末は 0.6%台半ばに。

当面の予想

足元の水準も 0.6%台半ばとなっている。イタリアの政局不安と日銀新体制への金融緩和期待が強力な金利低下圧力となっており、当面この状況は変わりそうに無い。米国も強制歳出削減問題に加えて月終盤に暫定予算の失効を控えており、警戒感から市場のリスク回避姿勢が高まりやすい。したがって、当面の長期金利は低下余地を探りやすいが、一方で市場の高値警戒感もあり、両者のせめぎ合いになりそう。0.65%~0.7%を中心とする展開を予想する。



（ドル円レート）

2月の動き 月初92円台前半からスタートし、月末は92円台半ばに。

月初、米雇用統計を受けた米景気回復期待や白川総裁の前倒し辞任表明を受けて円安が進行し、6日には93円台後半へ。さらに米政府要人によるアベノミクス支持発言を受けて12日には94円台に乗せる。その後はG20での円安けん制を警戒して小幅に調整したが、G20通過後は再び93円台へ戻し、日銀総裁人事案が明らかになった25日には94円台を回復。しかし、終盤はイタリアの選挙結果を受けてリスク回避の円高が発生、月末は92円台半ばとなった。

当面の予想

円サイドでは、今後日銀総裁人事の国会承認、新体制の立ち上げというイベントを控え、4月の決定会合に向けてさらに緩和期待が高まるだろう。一方、ドルサイドも財政を巡る政治イベントが続くことから警戒感が高まりやすく、ドル円はレンジ相場になりそうだ。ただし、イタリア政局は波乱要因。市場の想定を超える混乱や再選挙などが出てくると、リスク回避姿勢が強まる。その際は最強のリスク回避通貨である円がドルに対しても上昇することになるだろう。

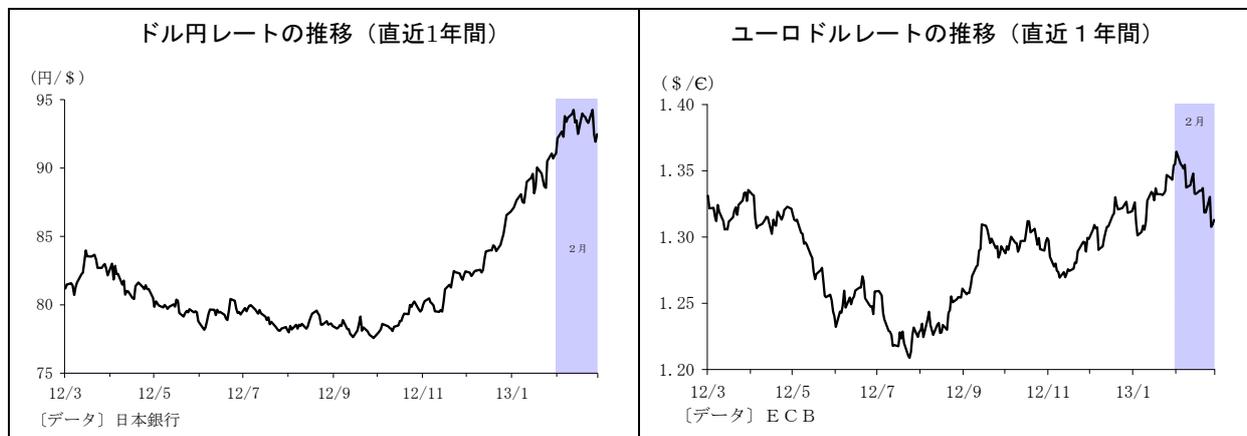
（ユーロドルレート）

2月の動き 月初1.36ドル台半ばでスタートし、月末1.31ドル台前半に。

1.36ドル台でスタートした後、上旬は1.35ドル台で推移したが、ECB理事会でドラギ総裁がユーロ高への警戒感を示したことで、8日には1.33ドル台へ下落。以降は狭いレンジでの一進一退が続く。その後、域内景況感の悪化などを受けて20、21日には1.31ドル台をつけた後、25日に一旦1.33ドル台を回復したが、イタリアの選挙結果を嫌気して1.30ドル台まで一気に下落。月末は若干戻して1.31ドル台前半で着地した。

当面の予想

足元は 1.30 ドル台後半に。イタリア政局の混迷はしばらく続きそうで、着地点がどのような姿になるのかも不透明感が強い。ここ数ヵ月順調に上昇してきたユーロだが、今回大きく調整したことでリスクが改めて再認識されたはず。テクニカル面での過熱感はかなり後退したが、ファンダメンタルズの悪さに加え政治リスクが意識され、トレンドとしては上値が重い状況が続くと見る。



金利・為替予測表 (2013年3月1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 | 0.7 | 0.8 | 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 | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 2.2 |
| 円ドル | (平均) | 81 | 92 | 90 | 92 | 94 |
| ユーロ・ドル | (平均) | 1.30 | 1.32 | 1.30 | 1.28 | 1.29 |
| 円・ユーロ | (平均) | 105 | 121 | 117 | 118 | 121 |

(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。