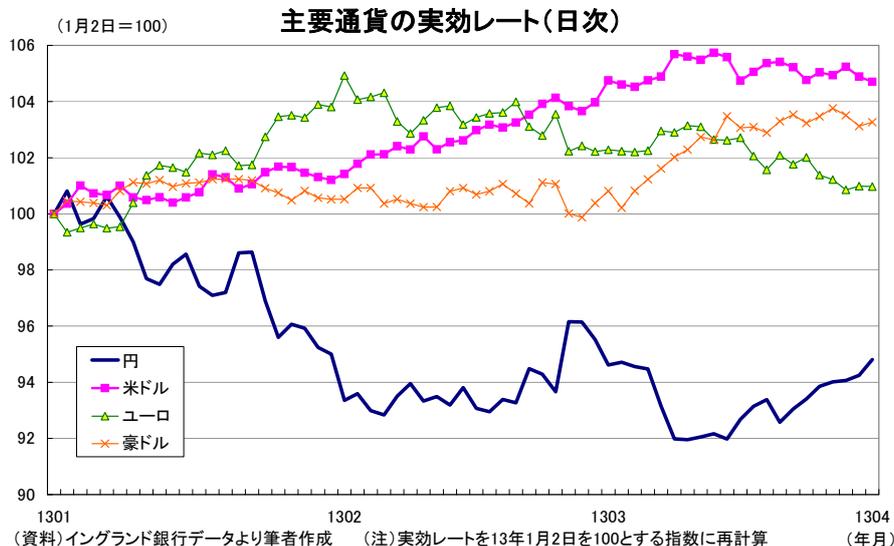


# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(4月号) ～期待先行相場の終焉と円相場の行方

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. **(為替)** 従来の急激な円安進行という期待先行相場は、日銀が期待に見事応えたことで政策に裏打ちされた。今回導入された「量的・質的緩和」の影響を考えると、日米長期金利差などの観点から明らかに円安要因と考えられる。一方で、今回日銀は政策を総動員したため、しばらくは現状維持を続けるとみられるうえ、大規模な緩和をこれからも追加していくことはまず不可能であるため、市場は追加緩和を期待しにくくなったとみられる。日本がビックイベントを通過したことで、今後は海外情勢がカギとなりそうだ。米経済の回復はそれ自体がドル高要因であるほか、世界的なリスクオン地合いに繋がり、最強のリスクオフ通貨である円売りを促してきた。先行きは米経済指標が春以降弱含み、世界株安になる傾向があることが気がかりだ。今後も中期的に米経済の回復は続き、ドル高トレンドは維持されると思うが、米経済の減速が確認されれば、ドル円の上値を抑えかねない。
2. **(日米欧金融政策)** 3月は日米欧ともに金融政策を現状維持としたが、今月に入り日銀が新たな金融緩和の枠組みを導入。ユーロ圏が様子見、米国は将来の出口を議論している中で、日銀の緩和スタンスが際立つことに。
3. **(金融市場の動き)** 3月の金融市場は、円安ドル高、ユーロドルは続落、長期金利も低下した。長期金利は当面底這い、ドル円は米雇用統計を確認する必要があるが、日銀緩和を受けて底堅い展開を予想。ユーロドルは上値が重く、イタリア政局が波乱要因。



# 1. 為替：期待先行相場の終焉と円相場の行方

4月4日の金融政策決定会合において、日銀新体制は大胆な緩和策を導入（詳細はP3～4参照）、「レジーム・チェンジ（大転換）」を市場に印象付けた。市場の期待は事前に多に高まっていたため、筆者は「期待に届かない」と見ていたが、出てきた内容は、範囲・規模ともに市場の期待に十分応えるもので正直驚いた。金融市場でも驚きをもって受け止められ一気に相場が動いた。本日には、一時ドル円が97円台に急落、株価は13000円を突破、長期金利も0.3%台に低下して過去最低値を記録した。

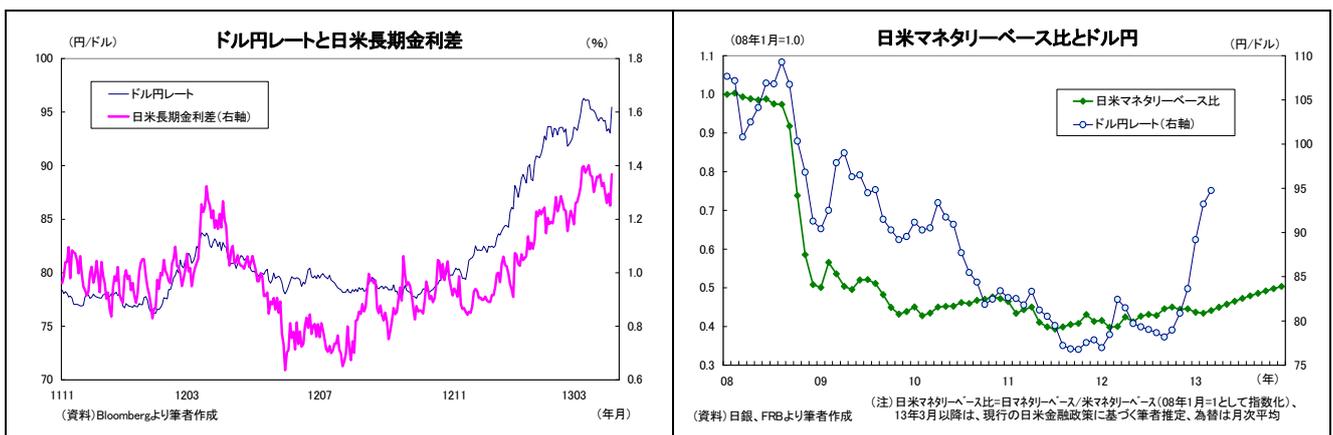
## （期待先行であった円安が裏打ちされた）

安倍政権による“大胆な金融緩和”に対する期待を受けて、11月中旬以降急激な円安が進行したが、昨日までは期待先行相場であった。昨日の日銀の対応は市場に対する答えと位置づけられる。結果として期待に見事応えたことで、これまでの円安は政策に裏打ちされたものとなり、これを以って期待先行相場は終焉を迎えた。

今回導入された「量的・質的金融緩和」の内容について為替への影響を考えると、明らかに円安要因と考えられる。同緩和の主な特徴として挙げられるのは、①長期国債買入れの大幅拡大、②資金供給量の大幅拡大、③時間軸政策の強化、④リスク性資産の買入拡大である。

このうち長期国債買入れの大幅拡大は日米金利差、とりわけ長期金利差拡大に働くことで円安要因となる。最近の日米金融政策のメインターゲットが“長めの国債を買う”ことに収斂していくにつれ、長期金利差が金融政策の方向感の違いを強く織り込むようになり、為替との相関が極めて高くなっている。時間軸政策も日銀が大規模な長期国債買入れを長期に続けるという期待によって本邦長期金利を押さえ込むため、従来よりも日米長期金利差が拡大しやすくなった。また、ETFなどのリスク性資産の買入拡大も株価押し上げ等を通じたリスク選好的な円売りに繋がりやすい。

一方、資金供給量（マネタリーベース）の大幅拡大が為替に与える影響はなかなか難しい。日銀が資産買入を進めると、負債サイドでは日銀当座預金が増え、結果的に日銀の資金供給量であるマネタリーベース（現金+日銀当座預金）が増えることになる。「FRBに比べて日銀の資金供給量が足りないから円高になった」という主張も多いが、日米マネタリーベース比とドル円レートを並べたいわゆるソロスチャートを見ても、本来それほど説明力は高くない。今回のマネタリーベース拡大の殆どは日銀当座預金の拡大であるが、「国内銀行等が保有する日銀当座預金の残高が増加すること」と円安ドル高との直接的な関係性については理屈が曖昧だ。ただし、マネタリーベース拡大が市場の期待インフレ率に働きかけ、その顕著な上昇を促すことが出来るのであれば、本邦実質金利の低下を通じて、また購買力平価

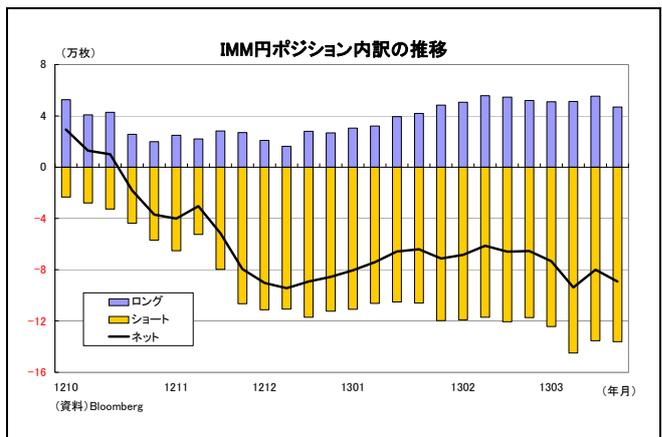


(インフレ通貨は下落するという考え方)の観点からも円安要因と言える。

### (サプライズは期待しにくくなった)

現在の市場は、日銀の決定内容を評価して織り込んでいる段階にあり、円安余地を探っている段階だ。ただし、今後の市場については、日銀の金融政策がどのように位置づけられるのか、不透明感が強まっている印象だ。黒田総裁は、昨日の会見にて「戦力の逐次投入はせず、現時点で必要な措置は全て取った」としつつも、「必要があれば躊躇なく調整を進める」と一段の緩和への含みを残した。しかし、今回日銀は政策を総動員して市場の期待に応えたため、少なくともしばらくは現状維持を続けるとみられるうえ、今回のような大規模な緩和をこれからも追加してことはまず不可能だ。市場はサプライズを期待しにくくなり、追加緩和期待が高まりにくくなったとみられる。

そうなる、気になるのが投機筋の動き。これまで大いに円売りポジションを積み上げてきただけに、その帰趨が持つ影響力は短期的には大きい。「日銀の大規模な緩和が続くという事実を以ってこれからは円売りスタンスを続けるのか」、それとも「一旦材料出尽くしとして売りポジションを粛々と手仕舞うのか」、どちらも理屈付けが可能だけに、動向が注目される。

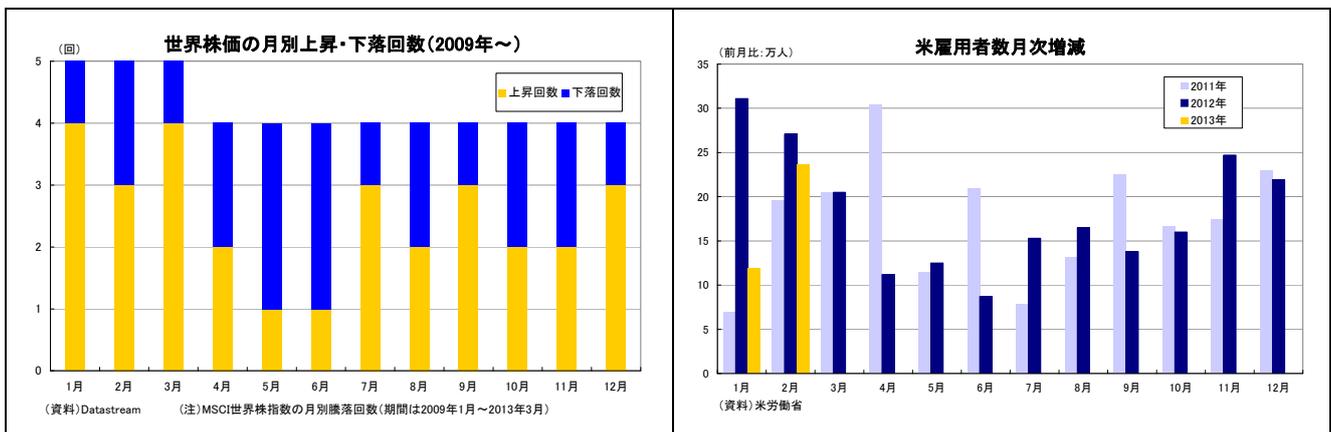


### (海外、特に米国の経済動向が重要に)

また、日本がビックイベントを通過したことで、今後は海外情勢が市場の動向のカギとなる。これまでの円安進行は緩和期待の影響が大きいですが、米国経済等の回復が大前提にあった。米国経済の回復はそれ自体が、金利・金融政策の観点からドル高要因であるほか、世界的なリスクオン地合いに繋がり、最強のリスクオフ通貨である円売りを促してきた。

米国経済について、目先は3月雇用統計が焦点だ。先行するISM景況感指数は製造・非製造業ともに冴えず、ADP雇用統計も予想割れであったため警戒感が高まっているが、無難に通過すればドル円上昇をサポートするだろう。

ただし、そもそも春はリスクオフになりやすい点は気がかり。2009年以降の世界株(MSCI世界株指数)の月別騰落回数を見ると、1-3月の株価上昇傾向が強いのに対し、4-6月の低迷は際立っている。



背景としては、春に欧州危機が緊迫化することが多いえ、米経済指標が春以降弱含む傾向がある点が挙げられる。前者はたまたまだと思うが、後者の季節性は雇用統計の推移から見ても顕著である（リーマン・ショック後の季節調整の歪みを指摘する声も多い）。今年については3月からの米強制歳出削減のマイナス影響が出てくることも懸念される。

今後も中期的に米経済の回復は続き、ドル高トレンドは維持されると思うが、目先に米経済の減速が確認されれば、いったん円高ドル安圧力が直接的に、また世界のリスクオフを通じて高まり、ドル円の上値を抑えかねない。最初のハードルは本日の雇用統計だ。

## 2. 日米欧金融政策（3月）：今月、日銀が新たな緩和の枠組みを導入

### （日銀）維持（今月に入って緩和）

日銀は3月6～7日に開催された金融政策決定会合にて、前回到続いて金融政策を現状維持とした。政策金利を0～0.1%程度に据え置き、基金の買入枠等も変更しなかった。

景気判断については、前回の「下げ止まりつつある」から「下げ止まっている」へと上方修正した。景気判断の引き上げは3ヵ月連続となる。

ちなみに3月決定会合は白川前総裁体制下での最後の会合であり、事前の緩和期待は全く無かった。そうした中で最も注目されたのは、声明文で明らかとなった白井審議委員の提案だ。同氏は資産買入等基金での長期国債買入れについて、14年から開始予定の「期限を定めない買入れ方式（いわゆる無制限緩和）」を速やかに導入し、「金融調節上の必要から行う国債買入れ（いわゆる輪番オペ）」と統合する案を提出した。1対8の反対多数で否決されたが、日銀のレジームチェンジを白川前総裁在任中に先取りする形となっただけに市場では驚きをもって受け止められた。また、宮尾委員も前回同様、「必要と判断される時点まで」としているゼロ金利政策の時間軸について、「物価安定の目標の実現が見通せるようになるまで」と変更する旨の提案をしたが、こちらも1対8で否決された。

日銀新体制に関する動きについては、2月28日の政府人事案提示を受けて、3月上旬に衆参それぞれで新正副総裁候補の意見聴取が行われた後、14・15日に国会で人事案が承認された（厳密には、総裁については前倒し辞任した白川前総裁の残り任期についての承認）。その後、20日の新体制発足を受けて、21日には新正副総裁による就任記者会見が開かれた。

この間、黒田新総裁、岩田新副総裁からは、金融緩和スタンスや緩和手法などについて数多くの発言があり、金融緩和強化への市場の期待は多いに高まった。

その後4月に入り、3～4日に新体制による初の決定会合が開催され、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。追加緩和というよりは、これまでの枠組みを新たなものに組み替えた上で、緩和規模を大きく拡大している。具体的内容は以下の通り。

- ①量的緩和目標の導入：金融政策の操作目標を無担保コールレートからマネタリーベースへと変更し、これを年間60～70兆円ペースで増加させる（14年末の残高は12年末比で倍増）
- ②長期国債買入れ拡大と年限長期化：長期国債買入れ対象を全ゾーンとした上で、年間50兆円ペースで増加させる（買入れの平均残存期間は現状の3年弱から7年程度へ）
- ③ETF・J-REITの買入れ拡大：各年間1兆円、300億円ペースで増加させる

- ④時間軸の強化：2%の物価安定目標の達成時期を従来の「できるだけ早期に」から「2年程度」へと明確化、さらに「量的・質的金融緩和」は同目標が安定的に持続するために必要な時点まで継続するとした

また、これに伴い、以下の対応を実施。

- ①資産買入れ等基金の廃止
- ②銀行券ルールの一時的適用停止
- ③市場参加者との対話の強化

今回の会合では、一部議題について木内委員の反対があったが、ほぼ全員一致の決定であった。新体制発足後約2週間でよくこれだけのメニューをそろえ、ここまでの規模を打ち出してきたなあという印象。筆者は銀行券ルールの取り扱いについて、もっと検討時間を要すると見ていたが、「財政ファイナンスではない」と単に明言することで「一時適用停止」にした。このこだわりの無さが今回、大規模かつほぼフルメニューの対応が可能になった背景にある。

市場は今回の決定を受けて、大幅な円安・株高・金利低下で反応しており、事前の市場期待を超えた証左と言えるだろう。

マネタリーベース目標と日銀B/Sの見通し

資産	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)	負債・純資産	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)
長期国債	89	140	190	銀行券	87	88	90
CP等	2.1	2.2	2.2	当座預金	47	107	175
社債等	2.9	3.2	3.2	<b>(マネタリーベース)</b>	<b>138</b>	<b>200</b>	<b>270</b>
ETF	1.5	2.5	3.5				
J-REIT	0.11	0.14	0.17				
貸出支援基金	3.3	13	18				
資産計(その他含む)	158	220	290	負債・純資産計(その他含む)	158	220	290

## (FRB) 維持

FRBは3月19～20日に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)において、現行金融政策の維持を決定した。政策金利を据え置くとともに、MBSと長期国債合わせて月額850億ドルの資産買入れも継続する。「失業率が6.5%を上回る(かつインフレ見通しが2.5%以下)間は継続」としている超低金利の時間軸にも変更はなかった。

声明文では、景気について「緩やかな成長軌道に戻った」とし、前回の「(一時的要因が主因だが)経済活動はここ数ヶ月停滞した」との認識から上方修正している。

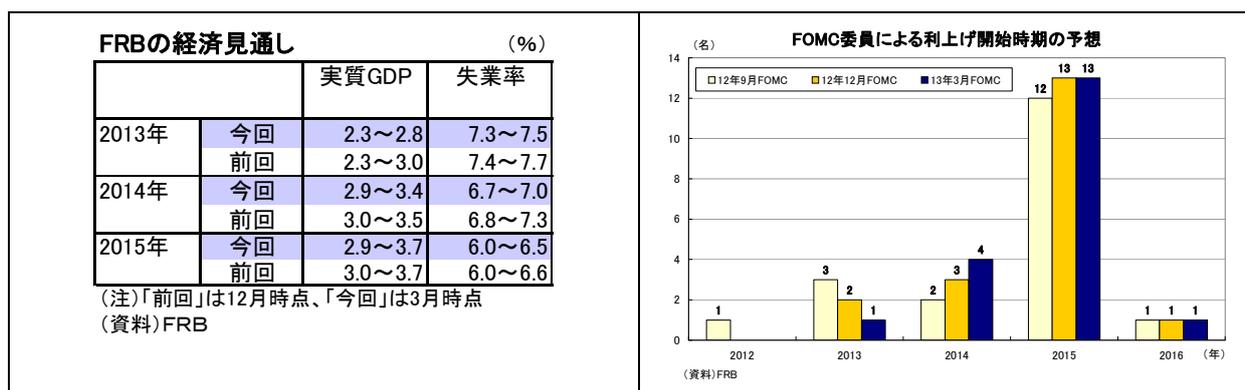
12月FOMC議事録公表以降、注目点となっている「QE3の縮小・停止に関する議論」については、議長会見にて、今回も「FRBの継続的な資産拡大が及ぼすコストとリスク」についての活発な議論が行われたことが明らかにされている。バーナンキ議長は証券市場やFRBの国庫納付金への影響など様々なリスクに言及した上で「これらリスクについては現状管理可能」と説明している。

今後については「目標達成に向け前進するに伴い、買入ペースを変更する可能性がある」と述べる一方で、「景気拡大が何ヶ月も継続することが買入ペース変更の基準として重要となる」とし、早期の縮小観測に対してはクギを指している。

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（年間換算で 100 兆円弱）、縮小観測が消滅することはない。今後もことあるごとに維持と縮小の間で観測が揺れ動く状況が続くだろう。

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 12 月時点に比べ、成長率は 2015 年にかけてわずかに下方修正、失業率も若干引き下げられているが、大きな変更はない。

また、委員による利上げ開始時期の予想も併せて改定されたが、前回からほとんど変化はなく、2015 年が最多となっている。経済見通し上の失業率が 6.5% を下回る時期も 2015 年となっており、超低金利の時間軸との整合性もとれている。



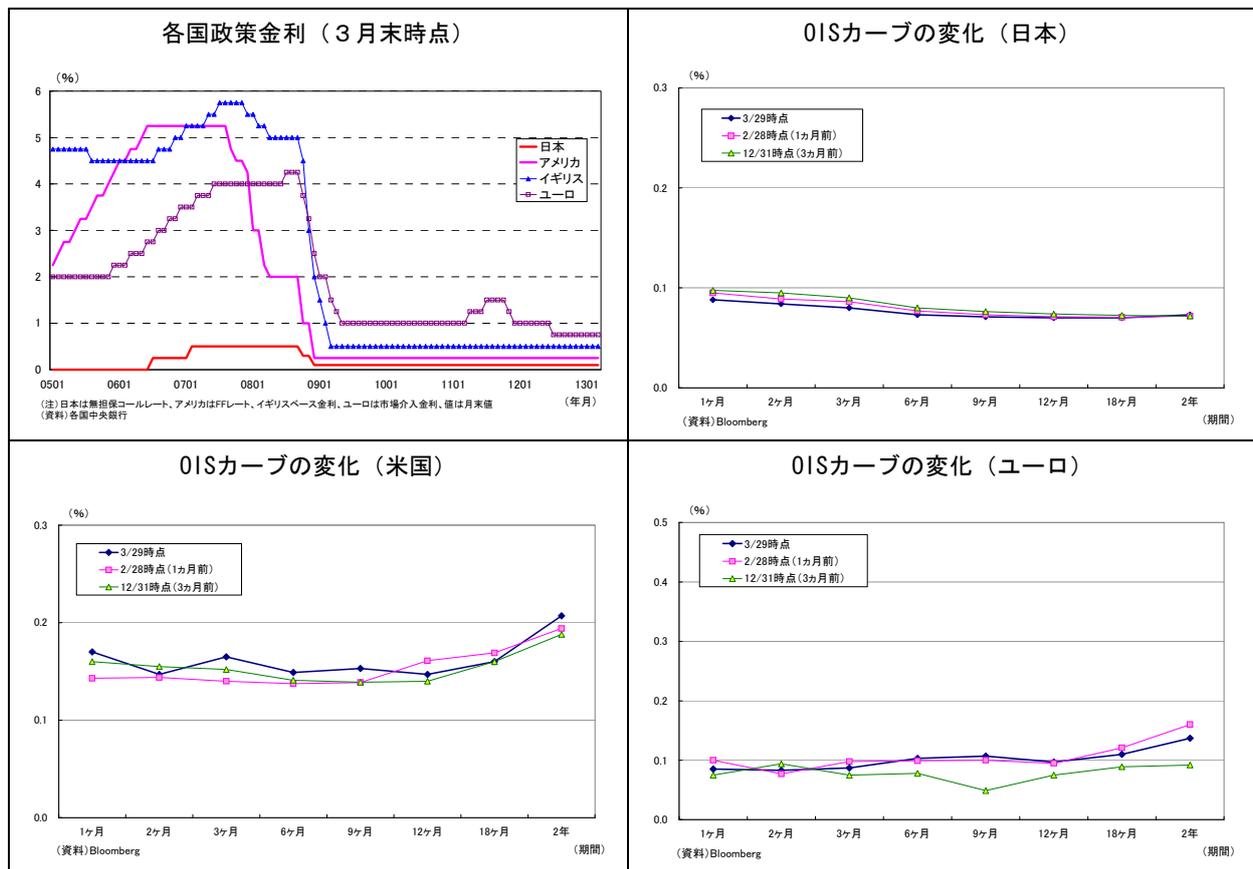
## (ECB) 維持

ECBは3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。声明文では景気判断について、「弱い経済状況が続いてきた」と前回の表現を踏襲、先行きについても「2013年後半になると徐々に持ち直す」というシナリオを維持している。同時に公表された経済見通しの改定では、2013年の成長率を▲0.5%（前回12月時点は▲0.3%）へ、14年の成長率を1.0%（同1.2%）へとそれぞれ下方修正しているものの、13年の下方修正については、「主に2012年第4四半期の落ち込み（13年の発射台低下）によるものと説明している。

ドラギ総裁は記者会見において、利下げについての議論が行われたことを認めたが、「幅広いコンセンサスとして金利据え置きを決定した」と述べた。

その後、4月に入って4日に開催された定例理事会でも、政策金利は据え置きとなった。景気判断や先行きについても特段の変更はなかった。

利下げについても、前回同様、広範な議論があったことを認めた上で、コンセンサスとして据え置きを決めたことが明らかになっている。



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3月末時点における利回り曲線を見ると、日米欧ともに前月末から殆ど変化が見られない。同曲線の形状は日本とユーロ圏でほぼ水平で全く先高感がないのに対し、米国は18ヵ月以上のゾーンがやや上がっている。まだ遠いものの、今後1年半から2年程度で米国の利上げが開始されることが一部織り込まれているとみられる。

### 3. 金融市場（3月）の動き：円安ドル高、ユーロドルは続落、長期金利も低下

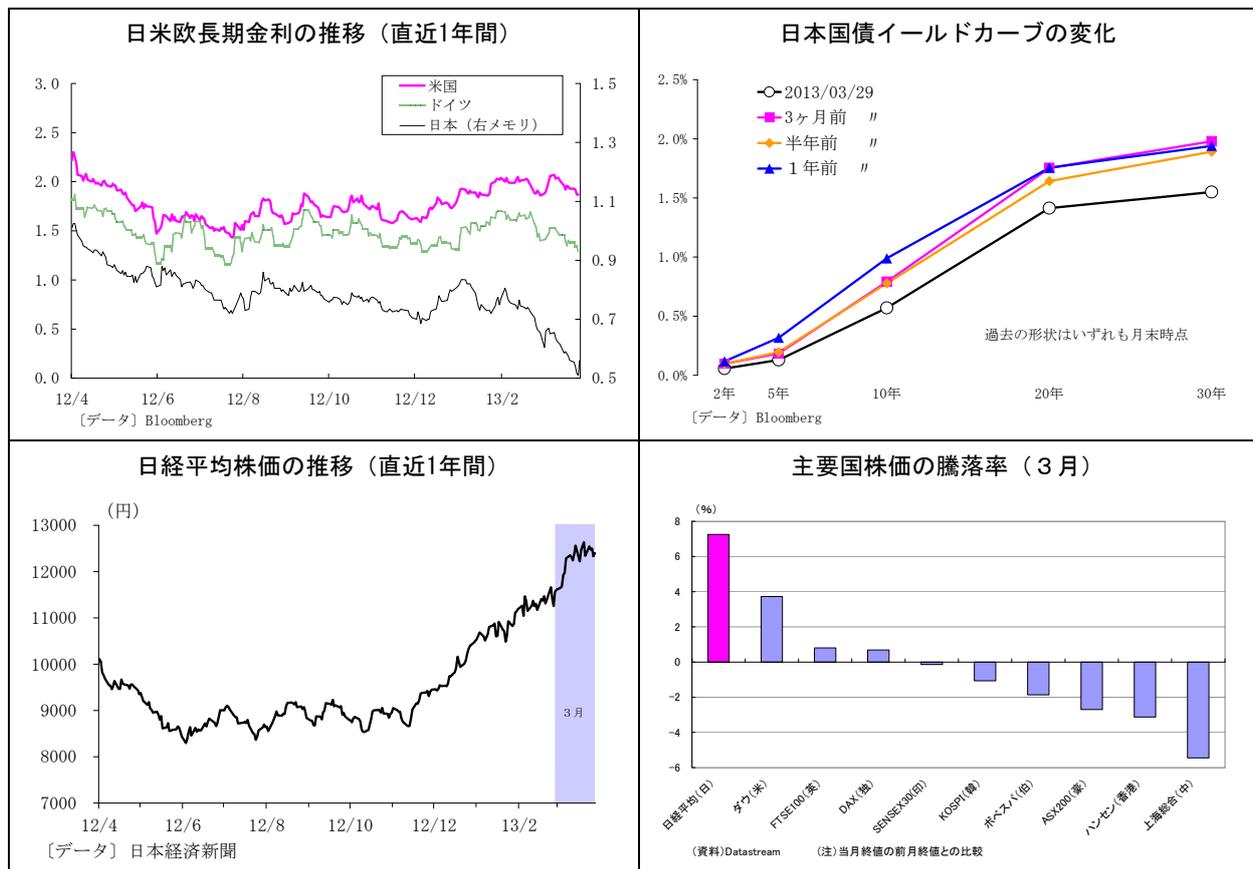
#### （10年国債利回り）

**3月の動き** 月初0.6%台半ばからスタートし、月末0.5%台半ばに。

月初、黒田時期日銀総裁候補の所信聴取を受けて緩和観測が高まり、4日には0.6%へ低下したが、翌日の10年債入札が低調で0.6%半ばに戻る。以後しばらく、0.6%半ば～前半での展開が続いたが、キプロス支援での預金課税を受けて欧州債務問題の緊張が高まり、18日には0.5%台に突入。その後、黒田日銀総裁が国債利回り全体を引き下げる方針を改めて表明したことなどから、さらに低下し、28日には0.5%割れ寸前となる。月末は高値警戒感からやや戻し、0.5%台半ばに。

#### 当面の予想

4月4日の日銀決定会合結果を受けて長期金利は過去最低を更新したが、足元では0.5%近辺に。日銀が今後10年債などの長めの国債を大量に買入れることが確定したため、長期金利は当面極めて低位で底這う展開になると予想。米長期金利の上昇は本邦金利の上昇要因だが、まだ急上昇は見込みがなく、日銀買入れ大幅増額という金利下押し材料の力には及ばず。ただし、金融機関の資金調達コストからすると現状の金利水準は明らかに低すぎるため、小幅に水準調整が入る可能性も。



## （ドル円レート）

**3月の動き** 月初92円台半ばからスタートし、月末は94円台前半に。

月初、黒田日銀総裁候補の所信聴取で緩和期待が高まり、4日に93円台半ばへ。その後、米雇用回復期待の高まりでドル高の様相が強まり、7日には94円台へと円が下落。米雇用統計の大幅改善を受けた11日には96円台に乗せる。その後も96円を挟んだドル高水準で推移したが、18日にはキプロスの混迷を受けてリスク回避の円買いが生じ、94円台まで円高が進む。その後もキプロスやイタリア政局など欧州問題で一喜一憂する状況が続き、月末は94円台前半となった。

### 当面の予想

ドル円は日銀の金融緩和を受けて、足元では96円台に下落。今回の日銀決定内容は市場の期待に十分以上に答えるレベルであり、出口戦略を議論している米国との差がさらに明確になったため、円安ドル高要因であるのは間違いない。一方、今回政策を総動員したことでしばらく大幅な変化は見込みがたく、先行きの材料としては注目度が低下、今後は米国情勢へと視線が移るだろう。目先のハードルは3月の米雇用統計だ。先行指標は軒並み期待に届いておらず、失望する内容となればドルの上値が抑えられる。

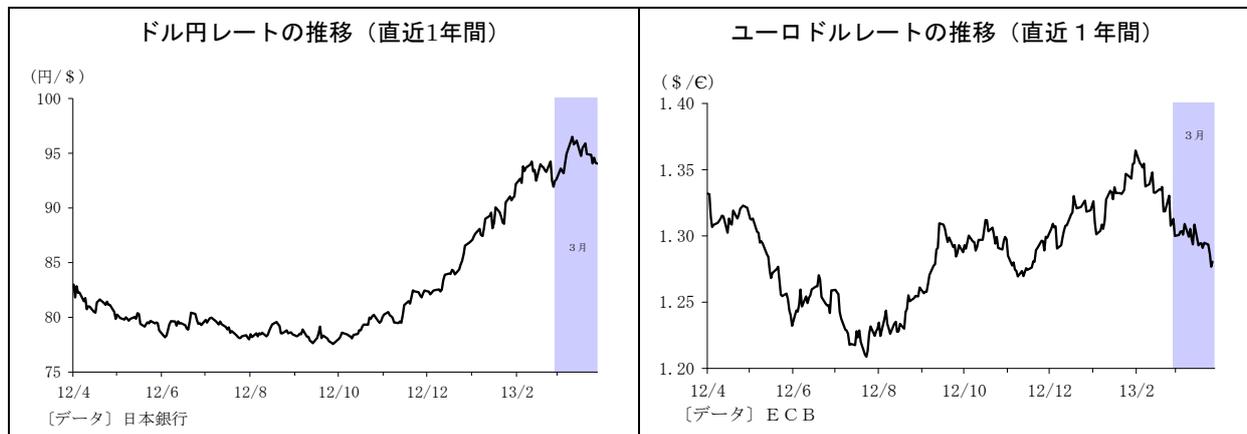
## （ユーロドルレート）

**3月の動き** 月初1.30ドルでスタートし、月末1.28ドル台前半に。

月初は世界的なリスクオン地合いにも支えられ、堅調に推移。ECB理事会を経て利下げ観測が後退した8日には1.30ドル台後半へ。その後は米雇用統計改善を受けて若干ユーロ安となり、18日にはキプロス情勢緊迫化を受けて1.29ドル台前半となる。その後もキプロス問題の他国への波及や預金課税が今後の欧州支援の雛形になるとの懸念、イタリア政局混乱の継続によりユーロは下げ、27日には1.27ドル台に突入、月末も1.28ドル台前半で着地した。

## 当面の予想

足元は 1.29 ドル近辺。キプロス問題は支援合意を受けて緊迫感は沈静化しつつあるが、イタリア政局の混乱については、再選挙となるのか否か、かなり不透明な状況が続く。ファンダメンタルズについても、失業率が過去最高を記録しているように厳しさを示すものが多く、目先のユーロが上昇トレンドに回帰するというシナリオはやはり描きにくい。イタリアにおいて再選挙が実施される確率が高まれば、嫌気してもう一段下げる可能性大。



金利・為替予測表 (2013年4月5日現在)

		2013年				2014年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		<b>実績</b>	<b>予想</b>			
日本	10年金利 (平均)	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
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)	1.9	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)	1.5	1.6	2.0	2.2	2.3
円ドル	(平均)	92	95	96	98	100
ユーロ・ドル	(平均)	1.32	1.28	1.28	1.29	1.29
円・ユーロ	(平均)	122	122	123	126	129

(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。