

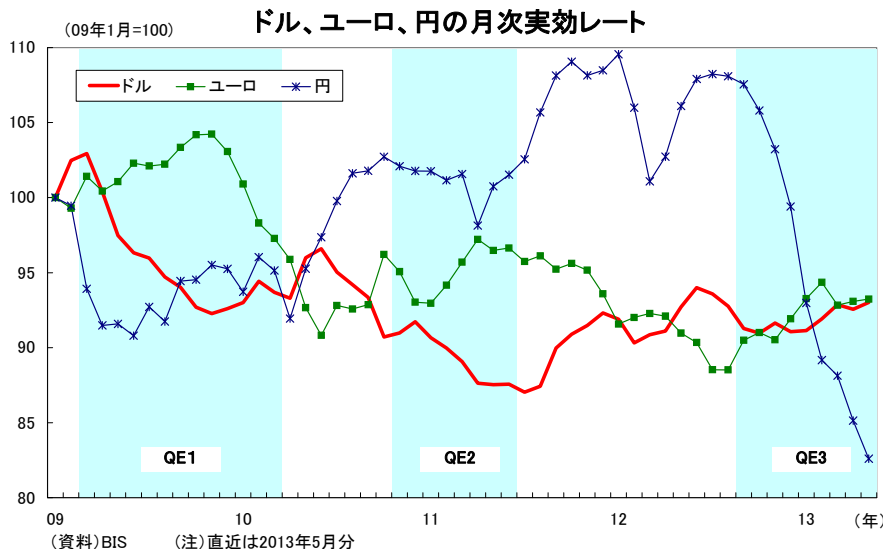
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(7月号)

～ドル高の死角

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (為替) QE3 縮小は、セオリーでは円安ドル高要因となるはずだが、縮小観測の高まりによって実際に起きたことは円高ドル安であった。その理由は先行きの不透明感が強まることで、市場の警戒感が噴出、不安定化したためだ。結果、為替市場ではリスクオフ通貨の筆頭である円の需要が高まるとともに大幅なポジション調整が起こった。6月FOMCを経て不透明感が後退し、急速にドル高へと回帰したが、今後も出口戦略を巡りたびたび市場の警戒感が高まるだろう。ドル円相場の展開としては、日米金利差拡大を背景とした円安ドル高トレンドを基本としつつも、たびたび円高に振れる局面が発生する可能性が高い。こうした不安定さを抱えながら、ドル円は水準を切り上げていくと考えられる。ただし、ドル高シナリオ自体が崩れることも考えられる。“自滅型”“外圧型”“ブーメラン型”など複数のシナリオが考えられ、世界経済の耐久力が問われることに。
2. (日米欧金融政策) 6月は日米欧中銀ともに金融政策を現状維持としたが、バーナンキFRB議長がFOMC後の会見において条件付きながら年内のQE3縮小を示唆。米国と日本・欧州との間で金融政策の方向感の違いがますます際立っている。
3. (金融市場の動き) 6月の金融市場は、円高ドル安、ユーロドルと長期金利は若干上昇した。QE3縮小観測を発端とした金融市場の動揺も一旦収まりつつあり、基本線として当面のドル円は円安ドル高を予想。ユーロドルは弱含み、長期金利は横ばい圏内と見る。



1. 為替：ドル高の死角

この一ヵ月間のドル円相場は激しい動きを示した。6月月初に100円台からスタートした後、中旬に一時93円台を記録したが、足元では再び100円台を回復している。そして、この最大の要因は言うまでもなく米量的緩和第3弾（QE3）に対する市場の思惑が揺れ動いたことだ。改めて米金融政策の影響力を思い知らされた形だが、実際のところFRBはまだ何も行動していない。米金融政策が出口に向かうことは素直に捉えればドル高要因なのだが、死角も多そうだ。

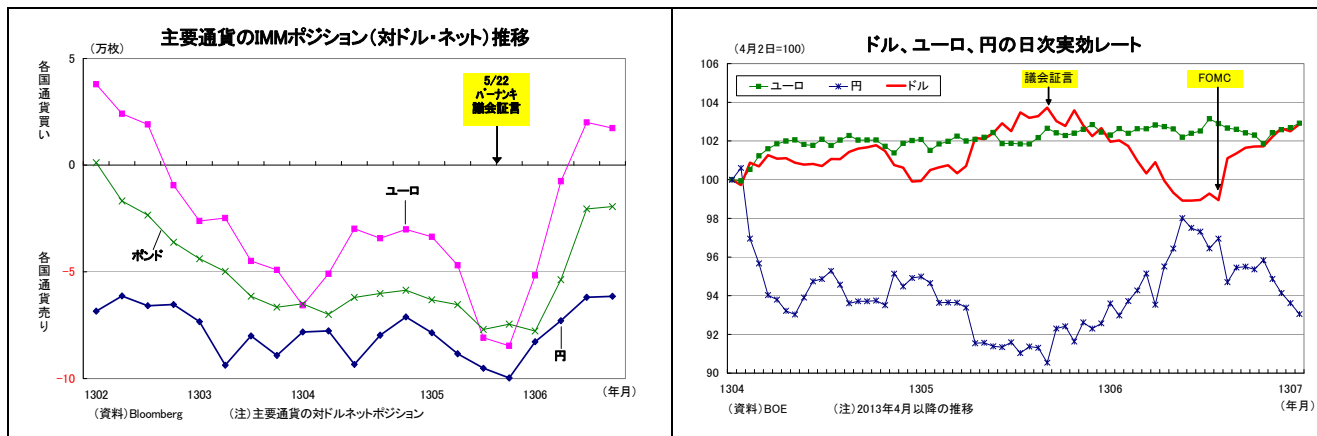
（基本はドル高要因だが豹変も）

まず、やや長い時間軸でドルの動向を振り返ると、ドルの実効レート（複数通貨の対ドルレートを貿易シェアで加重平均したもの）はQE2が終了した11年半ばを底に上昇トレンドにある（表紙図表参照）。QE3開始前こそ一旦弱含んだものの、12年9月に開始された後は「緩やかな米景気の回復」を受けてドル高基調が続いてきた。米景気の回復はいずれ金融政策の出口戦略の開始に繋がる。実際FOMCではかなり前から出口戦略が議論されていたのだが、金融市場では「まだ先の話」というコンセンサスの下、株式市場では「QE3継続+米景気回復」という“いいとこ取り”状態が続いてきた。

その潮目が大きく変わったのが、5月22日に行われた議会証言でのバーナンキ発言だ。条件付きながらQE3の早期縮小が示唆された。QE3縮小はFRBの米国債買入ペースの鈍化を意味するため、直接的には米長期金利の上昇要因となる。実際5月22日以降の米長期金利は上昇した。ドル円相場のセオリーでは日米金利差拡大は円安ドル高を促すはずだが、実際に起きたことは円高ドル安であった。

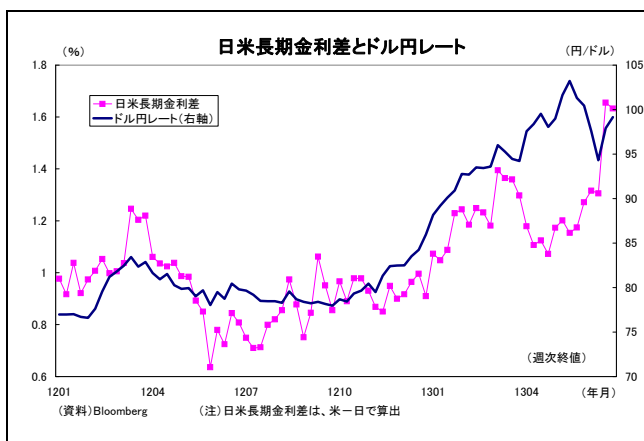
その理由は、上記の“いいとこ取り”が難しくなり、QE3縮小時期・方法・市場への影響などについての不透明感が強まることで、株式市場を中心に一気に警戒感が噴出、不安定化したためだ。市場の不安定化は投資家のリスク回避を促し、為替市場ではリスクオフ通貨の筆頭である円の需要が高まるとともに、投機筋による大幅なポジション調整が起きた。ドルに対して売りポジションが積み上がっていた通貨ではポジション解消に伴う大幅な買い戻しが発生。シカゴ先物市場（IMM）での円売りポジションは全体の4割が解消された。それまで順調に水準を切り上げていたドルの実効レートは一転急落し、円は逆に急上昇したため、ドル円レートは大きく円高ドル安に動いた。

その後、6月FOMCにて条件付きながらQE3縮小・停止のスケジュールが示されたことで、先行き不透明感が後退、さらなる米金利上昇もあって、以降は急速にドル高、円安へと回帰した。



つまり、今回明らかになったことは、米国の出口戦略は基本的には円安ドル高要因なのだが、市場の警戒感が高まる局面では円高ドル安要因に豹変するということだ。IMMの円売りポジションはやや縮小したとはいえ、未だに大幅な円の売り越しである。しかも、米国の出口戦略はまだスタート台にいたわけでもなく、これからQE3縮小(複数回?)→QE3停止→利上げ開始と、多くのステップを踏んでいくことになるため、たびたび市場の警戒感が高まる可能性が高い。従って、今後の展開としては、

日米金利差拡大を背景とした円安ドル高トレンドを基本としつつも、たびたび円高に振れる局面が発生する可能性が高い。こうした不安定さを抱えながら、ドル円は水準を切り上げていくと考えられる。



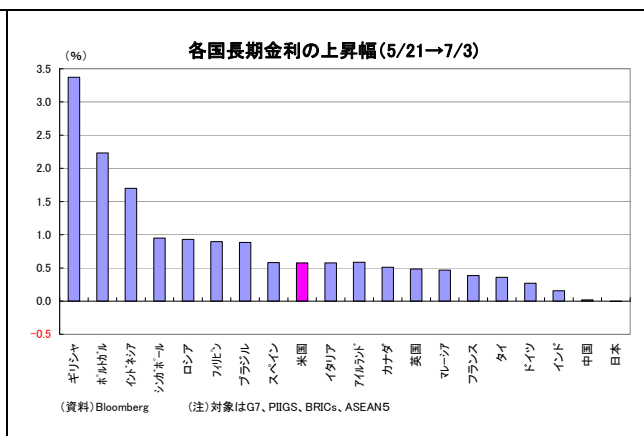
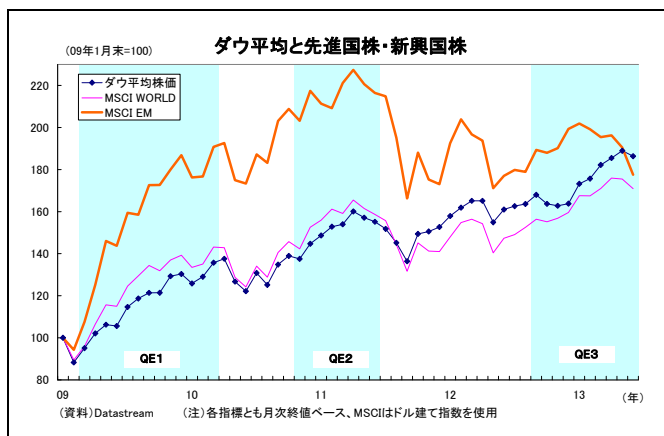
(ドル高シナリオが崩れるとき)

ただし、今後ドル高シナリオ自体が崩れることも考えられる。米景気が減速し、米株安・金利低下が起これば、米出口戦略が仕切り直しとなり、ドル高圧力は発生しない。そして、そのシナリオにはいくつかのパターンが考えられる。

一つは“自滅型”だ。米景気回復が十分でない中でQE3縮小が行われ、金利上昇や株安に耐え切れなくなった米景気が腰折れしてしまうパターンだ。これはFRBの判断力にかかっている。

そして二つ目は“外圧型”だ。世界経済の中で調子がいいのは日米くらいで、欧州や新興国では低迷感が色濃い。しかも中国はシャドーバンキング問題を抱え、舵取りが難しくなっている。米国経済は内需主体といえども、世界経済から独立しているわけではない。海外からのマイナス圧力に米経済が耐えられなくなれば、ドル高シナリオは崩れる。

さらに三つ目が一番危惧される“ブーメラン型”だ。世界最大の経済主体である米国の出口戦略が世界経済に悪影響を及ぼし、それが発信源の米国にも波及するというシナリオだ。QE3に伴う資金流入の追い風を受けてきた新興国株式市場では、QE3縮小観測の高まりとともに株価が軟調になっている。過去の例を見ても、QE2終了後の株価の下落は先進国よりも新興国で大きかった。また、QE3縮小観測の高まりを受けて、現在日本など一部の例外を除いて世界的に長期金利が上昇しているのも気がかりだ。特に欧州重債務国(ポルトガルの政局混乱なども影響しているとみられるが)や新興国で上昇幅が大きくなっており、これが欧州危機再燃の誘引と化したり、新興国経済の下押し圧力になりかねない。

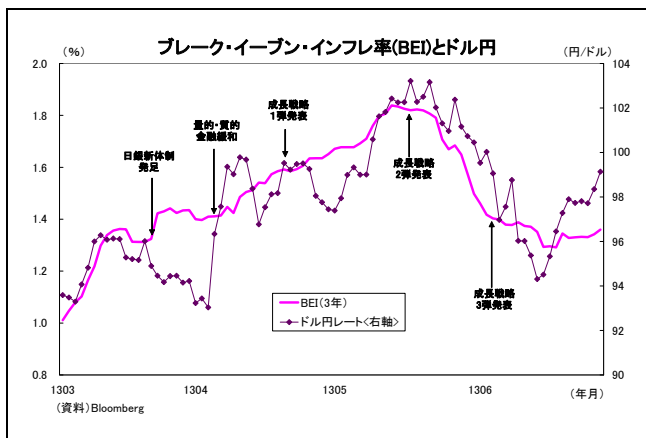


以上のように、これからは米金融政策の舵取りと世界経済の耐久力が問われる。弱い部分が何とか耐え切れるかどうかドル高シナリオの鍵を握る。

この点について、わが国が出来ることは殆どないだろう。ただし、円安圧力を高めることが出来れば、ドル高シナリオが崩れたとしても円高進行をある程度阻止することは可能だ。

具体的には、市場の期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率）を再浮上させることだ。期待インフレ率の上昇は円の実質金利を低下させることにより円安圧力となる。

期待インフレ率は5月下旬以降、成長戦略の発表と時を同じくして低下に転じており、アベノミクスへの期待剥落を意味している可能性がある。参院選後の成長戦略の建て直しとその実行力、日銀の市場との対話力と必要な場合の行動力などが決め手になってくる。



2. 日米欧金融政策(6月)：FRBが条件付きながらQE3の年内縮小を示唆

(日銀)維持

日銀は6月10~11日に開催された決定会合において、金融政策を「現状維持」とした(全員一致)。今後もマネタリーベースが年間60~70兆円に相当するペースで増加するよう、国債等の資産買入れを継続する。異次元緩和導入後の債券市場の不安定化を受けて、市場では1年を超える長期資金供給オペ(共通担保オペ)の導入が期待されていたが、見送りとなった。

声明文における景気判断は「持ち直している」とし、5月の「持ち直しつつある」から上方修正された。上方修正は6ヵ月連続となる。

なお、前回同様、現在「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としている2%の値安定目標について、木内委員より、「(同目標の実現は)中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置づける」との議案が提出されたが、1対8の反対多数にて否決されている。

会合後の総裁会見にて黒田総裁は、1年超の資金供給オペについて議論したことを認めたくて、「現時点では必要ないのではないか、ということになった」と発言。その理由として、①日銀の国債買入れオペによるリスク・プレミアム圧縮効果は回数を重ねることでさらに強まっていく、②必要に応じて弾力的にオペを行うことにより対応可能、との見解を示した。

対応をこまめに実施すると、どうしても逐次投入感が出てしまうこと、ポートフォリオ・リバランスを目指す日銀としては、債券市場へのマネーフロー回帰は悩ましいこと、なども今回の決定の背景にあると考えられる。

幸い、直近の債券市場のボラティリティはまだ高いとはいえ、一時に比べると低下しつつある。したがって、目先に追加対応を行う可能性は低い。

ただし、4月展望レポートで打ち出した物価目標達成へのシナリオと現実のギャップが目立ち始めると、政治や市場からの追加緩和圧力が高まるだろう。7月の中間評価は乗り越えられるとしても、10月展望レポート公表時には少なくとも物価上昇率が0%台半ばに達していないと、説明が苦

しくなる。追加緩和を実施することで、シナリオ据え置きという線も十分あり得るだろう。

(FRB) 維持

FRBは6月18日～19日にかけて開催した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。

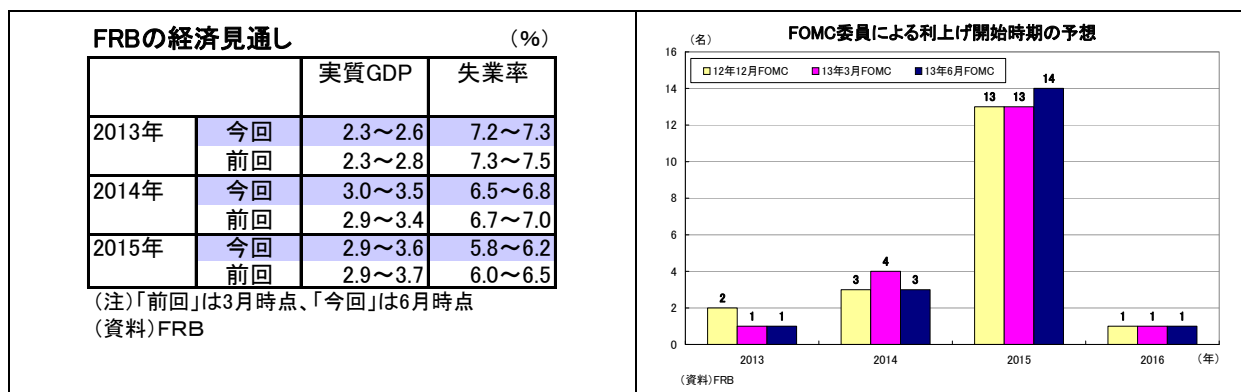
声明文では、経済活動について「緩やかなペースで拡大している」との見方を据え置いたが、労働市場については「さらなる改善を示した」と前回の「ある程度の改善」から一歩前進させた。また、経済ならびに雇用の見通しに関する下ぶれリスクについて、「昨秋以降縮小してきた」と前向きに変更している。

なお、QE3については、前回追加した「買入れペースを増加もしくは縮小する用意が出来ている」という文言を今回も踏襲している。

世界が注目したFOMC後の議長会見では、バーナンキ議長が「今後の経済指標が予想に概ね一致するのであれば」との条件付きではあるものの、「年内に（QE3での）資産買入れペースを縮小するのが適切」、「さらに来年半ばには買入れを停止させる」との方針を示した。市場では、今回何らかの追加情報が示されると予想していたが、予想以上に具体的であったことがサプライズと受け止められた。一方、利上げについては「失業率6.5%は境界線であって引き金ではない」、「その水準に達したとき、利上げが適切かどうか判断するということ」、「経済予測では2014年の終わりから2015年の初めに6.5%に到達するとしているが、利上げは数四半期後になるかもしれない」など、超低金利政策は長期にわたることをアピールした。

実際、今回公表されたFRBの経済見通しにおける委員による利上げ開始時期予想でも、2015年開始が最多であり、3ヵ月前から殆ど見方に変化はみられず、整合性は取れている。

市場が過度に早期の金融政策正常化を織り込まないように配慮したものとみられる。



(ECB) 維持

ECBは6月6日に開催された定例理事会において、金融政策の現状維持を決定した。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.5%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた。

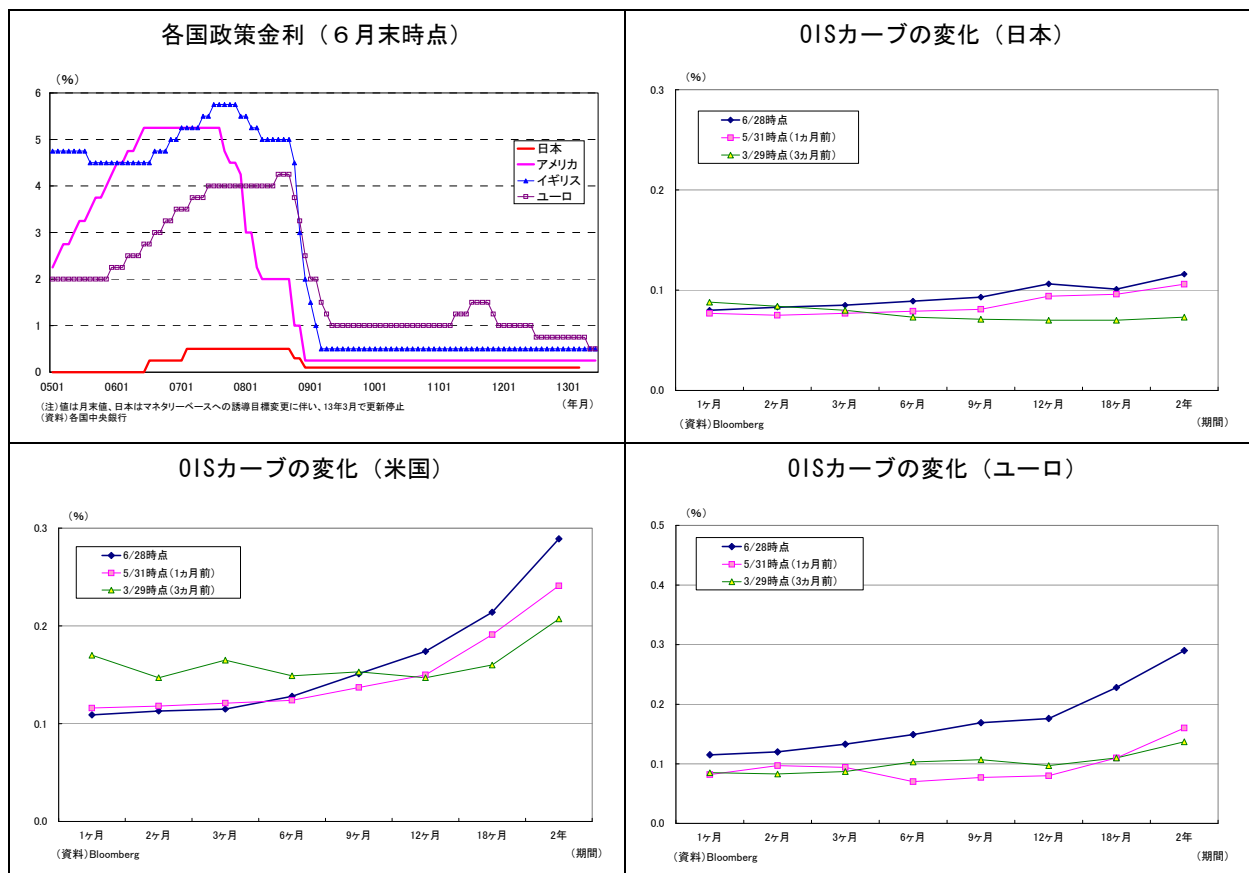
景気認識については、「最近の景況感データは低水準からの一定の回復を示している」とやや前向きに評価。先行きについても、「ECBの緩和的な金融政策スタンスならびに金融市場の大幅な改善

によって年後半に景気が回復する」との従来シナリオを維持している。

総裁会見にてドラギ総裁は、預金ファシリティ金利のマイナス金利導入も含めて様々な政策を協議したが、「即時の行動を正当化するに十分なほどの変化はない」というコンセンサスによって、今回の決定が為されたことを明らかにした。

その後今月に入り4日に開催された定例理事会でも、金融政策に変更は無かった。政策金利は据え置かれ、預金ファシリティ金利のマイナス金利導入も見送った。

ただし、理事会後の議長会見にて、ドラギ総裁は利下げについて広範な議論を行ったことを認めるとともに、「主要金利は現状もしくはそれを下回る水準で長期にわたり据え置かれると予想される」と発言。低金利政策が長期にわたって継続されることを表明した。



政策金利¹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6月末時点における利回り曲線を見ると、日本は前月から殆ど変化がないものの、欧米では利回り曲線のステープ化が顕著になった。米国については、6月FOMC後の総裁記者会見にて、年内のQE3縮小が示唆されたことで低金利の時間軸が短期化しているようだ。また、欧州についてもECB理事会後の総裁記者会見にて早期の追加利下げに否定的な見解が示されたことが影響しているとみられる。

¹ 日銀は4月4日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。

3. 金融市場（6月）の動き：円高が進行、長期金利は若干上昇

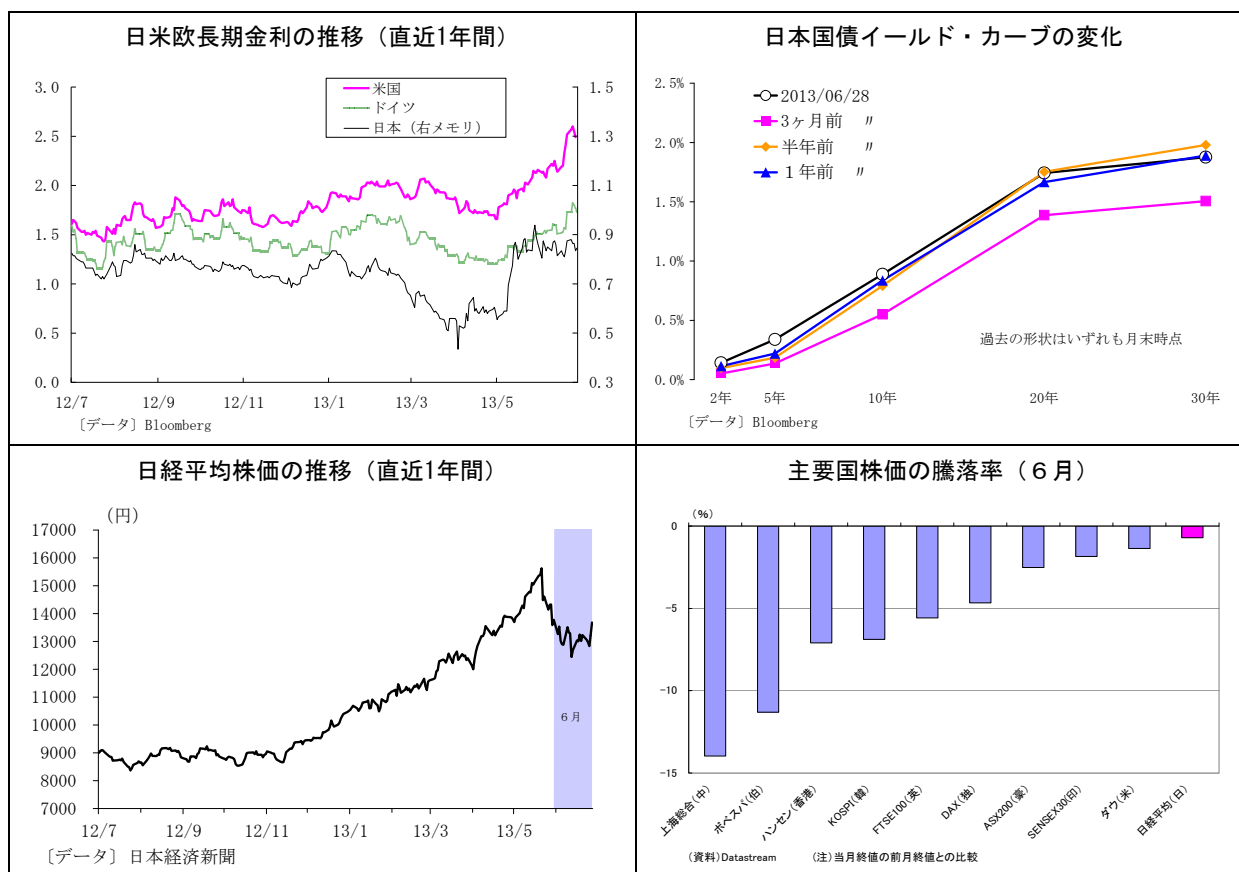
（10年国債利回り）

6月の動き 月初0.8%台前半からスタートし、月末0.8%台半ばに。

月初、0.8%台前半でスタートしたが、低調な入札結果を受けた4日には0.8%台後半に上昇。以降は株価や米金利にらみで0.8%台半ばから後半での推移が続く。その後入札を順調にこなしたことで米金利低下を受けて、14日には0.8%台前半へといったん水準を切り下げる。19日のFOMC後はQE3年内縮小示唆を受けた米金利上昇に引きずられる形で0.8%台後半へと上昇し、月末も0.8%台半ばで着地した。

当面の予想

長期金利のボラティリティが最近落ち着きを取り戻しつつあり、先行きについても改善が見込まれる。このことは市場の債券需要回復に繋がるため、長期金利の低下要因となる。一方、QE3の年内縮小観測に伴う米長期金利上昇に伴って、本邦長期金利には外からの上昇圧力がかかりやすくなっているのも事実。当面はこの相反する両者の力が拮抗する形となり、長期金利は横ばい圏内の推移を辿ると予想する。



（ドル円レート）

6月の動き 月初100円台半ばからスタートし、月末は98円後半に。

金融市場の混乱が続く中、月初は100円を挟んだ一進一退で推移。その後、米雇用統計を前に警戒感が強まり、ポジション調整に伴う急激な円高が進行、7日に96円台半ばへ。さらにQE3縮小への警戒から株価が急落、リスク回避の円高局面となり、13日には94円台に突入。しばらく膠着した後、19日のFOMCでQE3の先行きが示唆されたことで不透明感が緩和、米金利上昇もあって、

24日には98円台を回復。月末にかけて株高に伴うリスク選好も加わり、98円台後半で着地した。

当面の予想

足元は100円台を回復。一時期に比べて株価や長期金利は安定感を取り戻しており、QE3縮小の織り込みに伴う日米金利差拡大もあって、円安ドル高が進みやすい地合いになっている。また、21日の参院選に向けたリスクオンの円売りも予想される。従って、当面のメインシナリオとしてはやや円安に向かうと見る。ただし、問題は米経済指標、特に本日発表の米雇用統計だ。あまりにも強い数字が出てくると、「9月のQE3縮小」が市場で本命視され、株安を通じたリスク回避の円買いが起こる可能性がある。

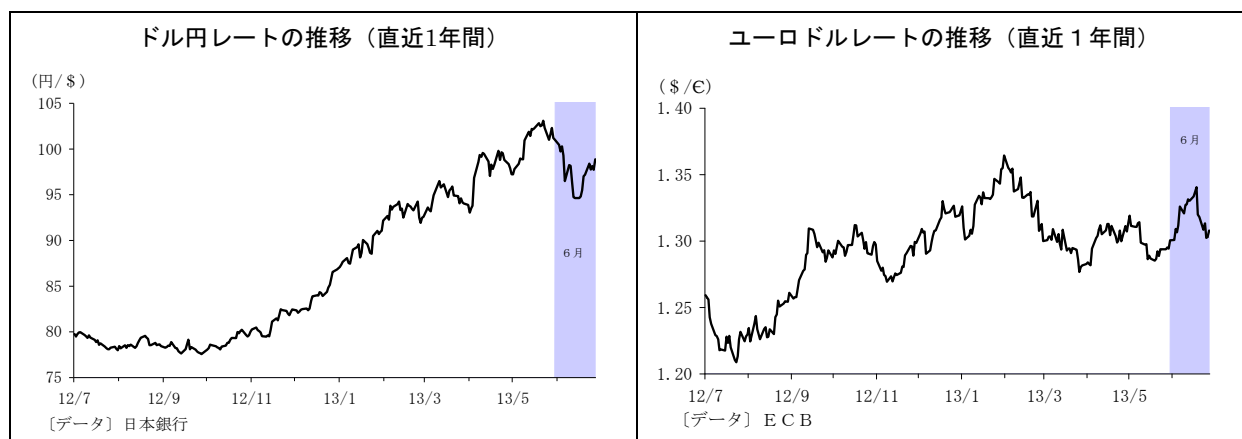
(ユーロドルレート)

6月の動き 月初1.30ドル台前半でスタートし、月末1.30ドル台後半に。

月初、1.30ドル台で推移した後、ECB理事会でのドラギ総裁の追加利下げへの否定的な発言を受けて6日に1.31ドル台へ上昇。その後もQE3縮小への警戒によるユーロ売りポジション解消が進む形で、ユーロは上昇を続け、13日には1.33ドル台へ。独景気指標改善が加わった19日には1.34ドル台に到達。しかし、その後は一転、FOMC後の米金利上昇等を受けたドル買いが進展したことで、ユーロ安基調となり、24日には1.30ドル台に戻る。月末も1.30ドル台後半となった。

当面の予想

足元はポルトガルの政局混乱やドラギ総裁発言を受けて1.29ドル近辺に下落。不穏な動きも散見されるが今のところ欧州危機が緊迫化する事態は回避されている。ただし、EU統合深化は独選挙を終えないと大きく動きそうに無い。実体経済は厳しいが、そもそも期待されていないので大きな材料にはなりにくい。QE3早期縮小観測によってドルは上昇しやすいが、ユーロは先月終盤以降既にかなり調整しており、内需縮小に伴う貿易黒字拡大というユーロの下支え材料も生きている。従って底割れ懸念は高く無く、当面のユーロドルは横ばいを予想。



金利・為替予測表(2013年7月5日現在)

		2013年			2014年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.7	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)	2.0	2.5	2.6	2.8	2.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.4	1.8	2.0	2.1	2.3
ドル円	(平均)	99	101	103	105	106
ユーロドル	(平均)	1.31	1.28	1.29	1.29	1.30
ユーロ円	(平均)	129	129	133	135	138

(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。