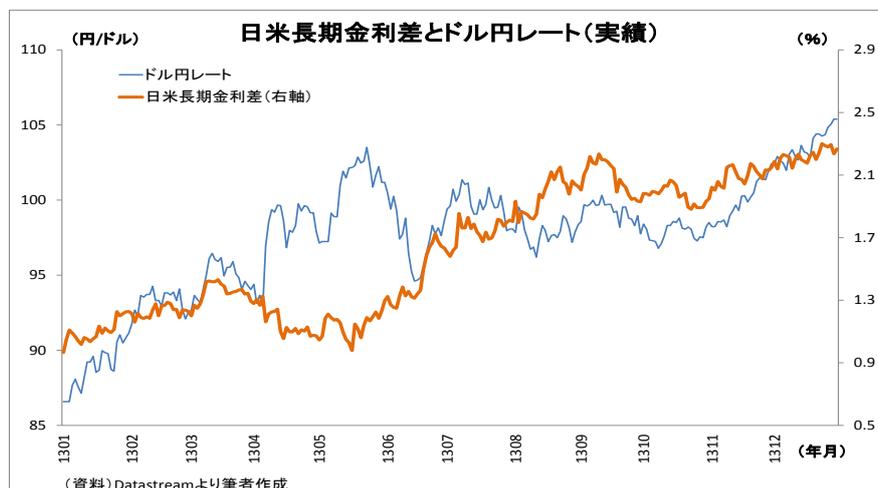


金融市場の動き(1月号)

～ドル円相場を改めて整理

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)** 最近の為替相場は日米金利差だけで為替を理解・説明することが難しくなっている。昨年のドル円レートを被説明変数とし、長期金利差を説明変数とする単回帰分析を行うと、1%金利差が拡大すると5.4円の円安ドル高が進むという関係性が示唆されるが、これによって導かれたドル円理論値と実績にはかなりの乖離(差)が存在。市場のリスクオン・オフが影響している可能性がうかがわれる。そこでこの乖離を被説明変数とし、日経平均株価を説明変数とする回帰分析を行うと、十分とは言い難いが乖離についてもある程度は説明が可能となり、1000円株価が上昇すると追加的に1.4円の円安ドル高になるという関係性が示された。今後の展開を考えるうえでも金利差と株価の2軸で捉えるとわかりやすい。今年は金利差拡大と株価上昇が起きる可能性が高く、この2つのエンジンを通じた円安ドル高が進むという筋書きがメインシナリオとなる。そしてこれをベースに追加のエッセンスとして、貿易収支やデフレ脱却期待などの変数を捉えると整理しやすい。筆者の予想では、今年は円安ドル高基調となるが、消費増税後の国内景気悪化でデフレ脱却期待が後退する4-6月には一旦円高に振れると見ている。
2. **(日米欧金融政策)** 12月の金融政策は日欧ではともに現行の政策が維持されたが、FRBが量的緩和縮小を決定した。米が金融政策の正常化へ最初の一步を踏み出したことで、今後は、FRBによる緩和縮小ペースの調整と市場との対話力に焦点が移る。
3. **(金融市場の動き)** 12月はリスクオン地合いの中で円安ドル高が進行、ユーロドル、長期金利が上昇した。この動きがリスク回避で逆回転を始めるという特段の要素は見当たらないが、日米株価の調整がそのきっかけとなる可能性はいつでも有り得る。



1. 為替：ドル円相場を改めて整理

ドル円相場の変動を促す変数は数多い。日米金利差、貿易収支、(期待)インフレ率、中銀の資産規模、リスクオン(選好)・オフ(回避)という市場の地合いなどだ。

従来、ドル円レートを説明する際に極めて有効であったのは日米(長期)金利差であった。主に米金利上昇によって金利差が拡大すると、相対的にドルの投資妙味が増すことでドル円は上昇、逆に金利差が縮小すると円高に振れる傾向が強かった。実際、2011年の日米長期金利差とドル円レートの相関係数は0.91(1で完全連動)と殆どリンクしていたので、金利差を読むことはドル円相場の行方を占うことをほぼ意味していた。

しかしながら、12年以降は金利差とドル円レートの連動性が薄れてしまった。昨年も、5月のバーナンキ発言(年内の量的緩和縮小を示唆)後はしばらく日米金利差が急拡大するなかで円高が進行する一方、その後12月に実際に緩和縮小を決定した後は金利差拡大が素直にドル高に繋がるなど、反応にバラつきがみられる(表紙図表)。

つまり、最近の為替相場は単純に金利差の動向だけで為替を理解・説明することが難しくなっている。

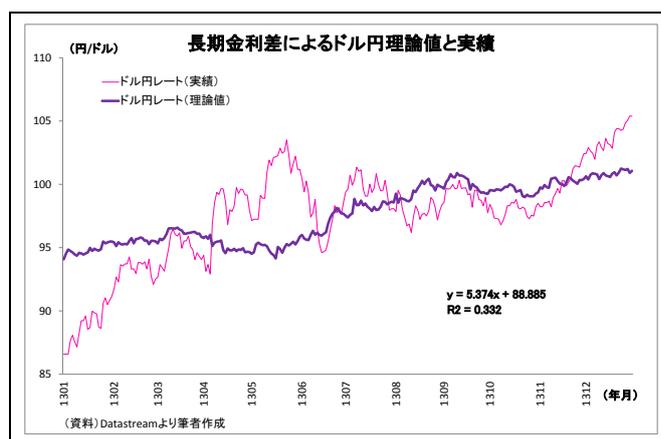
“日米金利差+株価”の説明力は結構あり

まず、2013年の日米長期金利差とドル円レートの関係性を見てみると、相関係数は0.58と、かつて程ではないものの、ある程度の連動性は確認できる。そこで、昨年の日々のドル円レートを被説明変数とし、長期金利差を説明変数とする単回帰分析を行うと、

$$y = 5.374x + 88.885 \dots \textcircled{1}$$

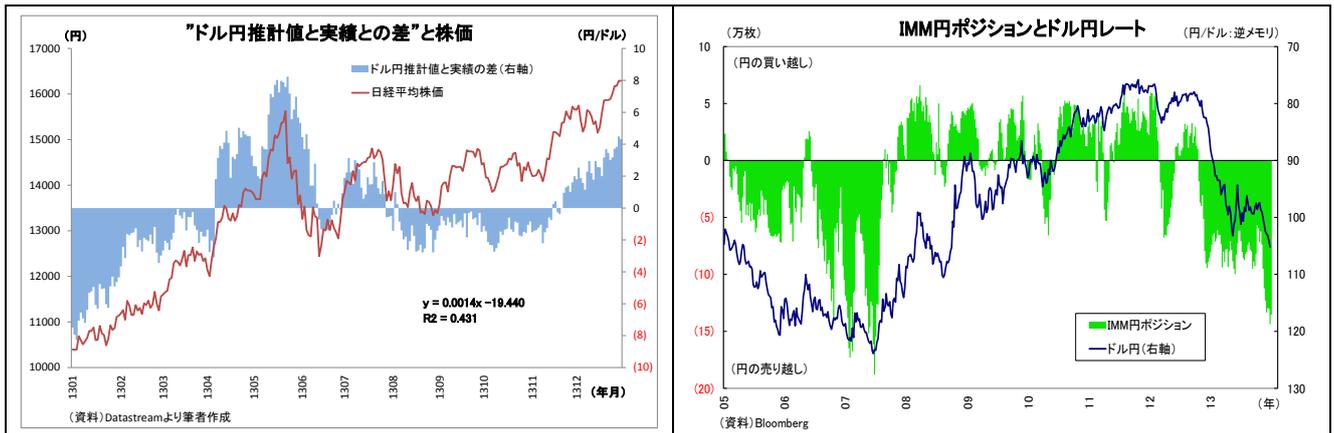
という推計式が導かれる。回帰分析は因果関係を示すものではない点には留意が必要だが、1%日米金利差が拡大すると、5.4円の円安ドル高が進むという関係性が示唆される。ただし、上記推計式から算出される長期金利差によるドル円理論値と実績

を比べてみると(右上図参照)、時期にもよるがかなりの乖離(差)が存在している。



従って、次にこの乖離が何によって発生したのかを考えてみる。この乖離は市場のリスクオン・オフが影響している可能性がうかがわれる。昨年は株価の変動が大きく、市場の地合いが揺れ動いた。リスク回避通貨筆頭である円は、リスクオフ局面で買われやすい一方、リスクオン局面では売られやすい。実際、昨年以降ドル円相場を説明する際に、「リスクオンの円売り」という表現が頻繁に見られた。市場のリスクオン・オフ度合いを測る絶対的な指標は存在しないが、日経平均株価が最もふさわしいと考えられる。株価と為替は相互に影響を与えあう関係にあるが、昨年は株価が先行して為替に影響を与える場面が目立っている。

株価が為替に影響を与える具体的なメカニズムとしては、「株価上昇によってリスクを取れるようになった投資家が円売りポジションを積み上げる」や、「為替ヘッジを用いて日本株に投資している海外投資家が、株価上昇によって追加で円売りヘッジを建てる」などが考えられ、実際、シカゴ投機筋の動向を示すIMMネットポジションを見ると、昨年末時点で13.5万枚の円売り越しとなっている。これは07年7月以来の大規模な売り越し規模にあたる。



そこで、上記の「金利差によるドル円理論値と実績との差」と日経平均株価の連動性を見ると、相関係数は 0.66 とある程度の連動性が確認できた。

従って、前者を被説明変数とし、後者を説明変数とする単回帰分析を行うと、

$$y = 0.0014x - 19.440 \cdots \textcircled{2}$$

という推計式が導かれる。説明力が高いとは言い難いが、ここからは、1000 円株価が上昇すると、その間に金利差で動いた分を除いて追加的に 1.4 円の円安ドル高が進むという関係性が示唆される。

昨年年初から年末までの間に 18.8 円円安ドル高が進んだ。一方、この間に日米金利差は 1.3% 拡大、日経平均は約 5900 円上昇している。上記の①②式に当てはめると、18.8 円の円安のうち、7.0 円が金利差の拡大による円安、8.3 円が株価上昇による追加的円安と計算される。

(今後の展開の整理)

そして、今後の展開を考えるうえでも日米長期金利差と株価の 2 軸で捉えるとわかりやすい (右図参照)。

今年は、「日米金利差拡大と株価上昇によって、為替も円安ドル高へ」という展開がメインシナリオとなる。昨年末に量的緩和縮小が決定され、今後も段階的に縮小していく米国の長期金利には上昇圧力がかかる一方、日本の長期金利は日銀の大規模緩和継続によって抑制されるため、日米長期金利差は拡大する可能性がかなり高い。さらに米景気が回復基調を維持することで株価も上昇することで、2つの円安ドル高エンジンを通じて円安ドル高が進むという筋書きだ(右図の A ゾーンに当たる)。

		日米長期金利差	
		拡大	縮小
株価	上昇	円安ドル高 (A)	上下 (B)
	下落	上下 (C)	円高ドル安 (D)

ちなみに上記①②式の関係が今後も保たれ、今年末に日米長期金利差が年初に比べて 0.5% 拡大、日経平均が 18000 円に到達すると仮定した場合、為替は 5 円程度円安ドル高に振れて 1 ドル 110 円程度に達する計算になる。

しかし、米国も含め世界経済には未だ綻びが目立つため、上記以外の展開も考えておく必要がある。確実に円高が進むのは、日米金利差が縮小し、株価が下落するケース (同 D ゾーン) だ。世界的なショックが起こったり、米景気が減速に転じたりするシナリオがここに該当する。

しかし、米国も含め世界経済には未だ綻びが目立つため、上記以外の展開も考えておく必要がある。確実に円高が進むのは、日米金利差が縮小し、株価が下落するケース (同 D ゾーン) だ。世界的なショックが起こったり、米景気が減速に転じたりするシナリオがここに該当する。

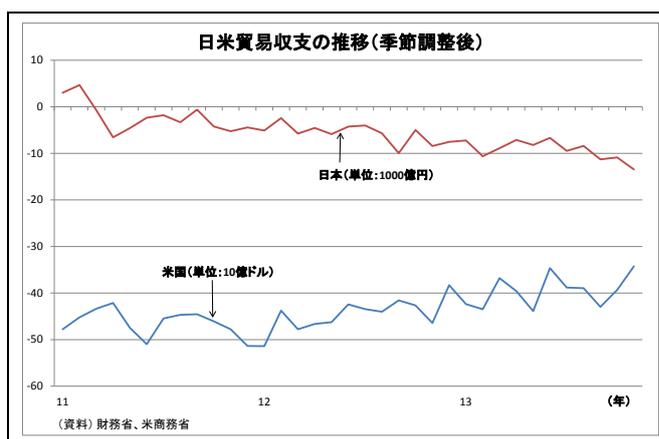
さらに、上記以外の組み合わせも有り得る。金利差が縮小し、株価が上昇するケース（同 B ゾーン）としては、米景気が減速する一方で米金融緩和の強化が行われ、株価は上昇するシナリオなどが挙げられる。また、金利差が拡大し、株価が下落するケース（同 C ゾーン）としては、米緩和縮小や FRB による市場との対話失敗で米長期金利が急騰し、米株下落を通じて日本株も下落するシナリオなどが挙げられる。これらのケース（B、C ゾーン）では、円安ドル高圧力と円高ドル安圧力の両方が同時発生することになるため、相反する両圧力の力比で為替の方向性が決まるだろう。

（その他の注目変数も）

なお、金利差と株価の 2 軸以外にも注目の変数がある。

一つは日本のデフレ脱却期待だ。金融政策も含めてアベノミクスの効果でデフレ脱却期待が高まれば、期待インフレ率の上昇、日本の実質金利低下を通じて円安圧力となる。

そして、2 つ目は日米の貿易収支だ。ともに貿易赤字が続いてきたが、日本の赤字に縮小の兆しが見えないのに対し、シェールガス・オイル増産等によって米国の赤字は縮小が鮮明になってきて



いる。この構造が今後も継続し、市場で意識されれば、円安ドル高圧力になりそうだ。

以上のとおり、最近のドル円相場変動要因はややこしいが、日米金利差と株価の 2 軸をベースとして、その他の変数を追加のエッセンスとして捉えると整理しやすい。

筆者の予想では、今年は円安ドル高基調となるが、消費増税後の国内景気悪化でデフレ脱却期待が後退する 4-6 月には一旦円高方向への調整が入ると見ている。

2. 日米欧金融政策(12 月) : FRB が量的緩和縮小を決定

（日銀）維持

日銀は 12 月 19~20 日にかけて開催した決定会合において、現行の金融政策を維持した（全員一致）。引き続き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。

声明文における景気判断も「緩やかに回復している」と、前月の判断を据え置いた。需要項目別の内訳についても殆ど前回の表現を踏襲しているが、個人消費説明部の雇用・所得環境について、前回の「改善の動きがみられるなかで」から「改善するなかで」とやや前進させている。

景気の先行きに関しては、前回の「緩やかな回復を続けていくとみられる」に対し、今回は「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる」と、消費税増税の影響に関して言及。日銀としての従来の説明を文章として加えているだけであり、単に増税期日が近づいてきたことを受けた対応と考えられる。

総裁会見において、1 年を振り返っての感想を聞かれた黒田総裁は、「これまでの経済・物価の

動向は極めて順調に“量的・質的金融緩和”が想定している動きとなっている」との認識を示した。また、2014年の課題についての問いに対しては、「輸出と設備投資」「賃金」を挙げた。

直前に決定されたFRBによる米量的緩和縮小については、「(背景には)米国経済が回復を続けていることがある」と前向きに評価。同政策自体についても、決定を市場が好意的に受け止めたことから、「FRBの政策が結果として上手くいっているということではないか」と肯定的であった。また、米出口戦略の開始は日銀にとっても「参考になることは間違いない」と、注視する姿勢を明確にしている。

基本的に自信に基づく前向きなスタンスを維持しており、市場で期待が高まっている追加緩和に関する特段の新情報は得られなかった。

(FRB) 量的緩和縮小を決定

FRBは12月17～18に開催したFOMC(連邦公開市場委員会)において、翌1月からの量的緩和(QE3)縮小を決定した。現行の月850億ドル(米国債450億ドル、MBS400億ドル)の買入れ規模を、100億ドル減額(米国債、MBS各50億ドル減額)する。

声明文では、景気認識について「経済活動は緩やかに拡大している」とほぼ前回の表現を踏襲したが、労働市場の状況については「一層の改善を示した」と評価を前進させている。また財政政策についても引き続き経済の抑制要因としつつも、「その度合いは小さくなっている」と変更。好調な雇用統計結果が続いていることや、12月の超党派委員会での財政協議合意を受けたものと考えられる。経済および労働市場のリスクについても、「よりバランスした状態に近づいた」と下振れリスクに対する警戒を緩めている。

今後の買入れ規模縮小については、「あらかじめ定まった道筋はない」としつつも、「今後入手される情報が、「労働市場が改善し、インフレ率が長期目標に向かって戻るといふ委員会の見通しを幅広く裏付けるのであれば、今後の会合においてさらに慎重な足取りで買入れペースを減額するだろう」と説明した。

一方、超低金利のフォワード・ガイダンスについては、「特に予想されるインフレ率が2%の長期目標を下回る状態に留まるのであれば、相当の期間においてFF金利誘導目標(政策金利)を現行のレンジに維持することが適切になる」とし、時間軸政策を強化した。緩和縮小開始に伴う利上げ観測の前倒しをけん制する意図とみられる。

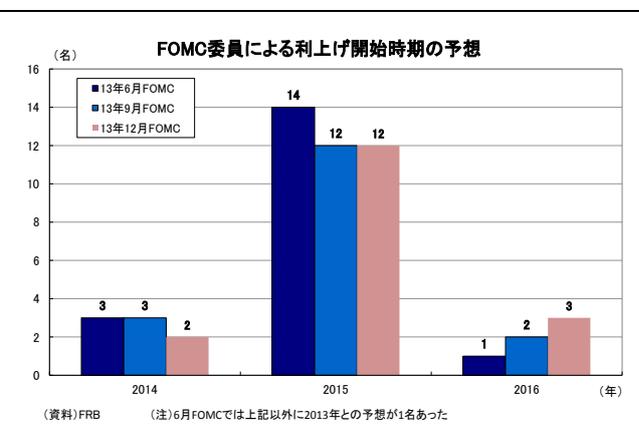
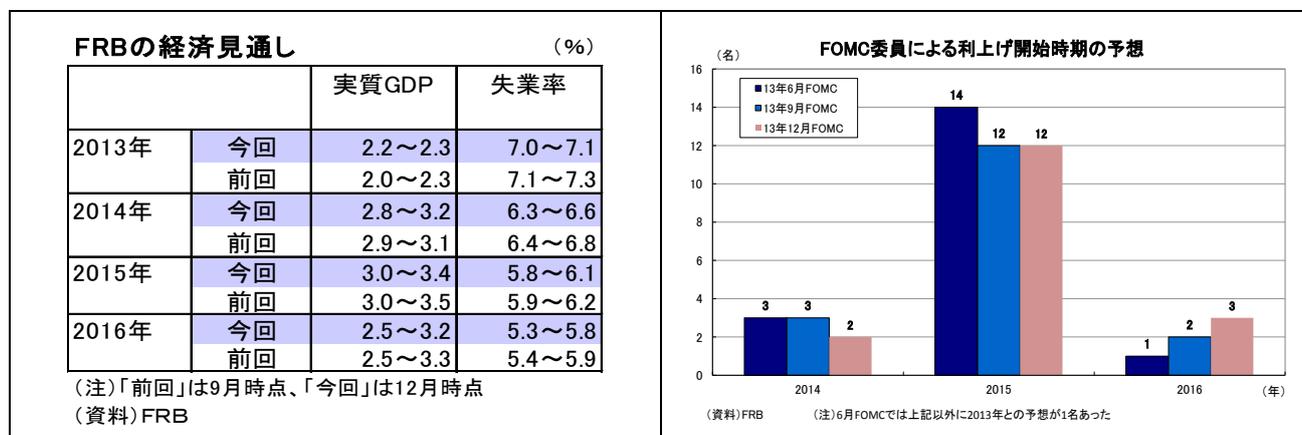
会合後のバーナンキ議長会見では、今後の縮小ペースに関してはデータ次第で加速も見送りも可能としつつも、「もしインフレ率と雇用増加に前進がみられれば、おそらく各会合で慎重な縮小を続けると予想する。来年半ばではなく、終盤までかかるだろう」との見解を示した。

議長は次期議長に決まったイエレン氏とも緊密に協議したことを明かし、「同氏も今回の決定を全面的に支持している」と発言、政策の継続性に問題が無いことを示唆した。

また、議長は今回の措置は「金融引き締めを意図していない」、「資産買入れは今後も続いていく」と強調。市場の警戒感への十分な配慮を示した。

米が金融政策の正常化へ最初の一步を踏み出したことで、今後は、FRBによる緩和縮小ペースの調整と市場との対話力に焦点が移る。

また同日、FRB による最新の経済見通しも公表された。9 月時点の見通しと比べて、成長率に大した変化は見られないが、失業率は足元の低下を反映して下方修正されている。ただし、利上げ時期の予想については、前回同様 15 年との回答が大半となっており、時間軸政策の強化とも整合的な内容になっている。



(ECB) 維持

ECBは12月5日に開催された定例理事会において金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.25%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。「政策金利は長期にわたり現状またはそれを下回る水準に留まる」というフォワード・ガイダンスの内容についても変更なしであった。

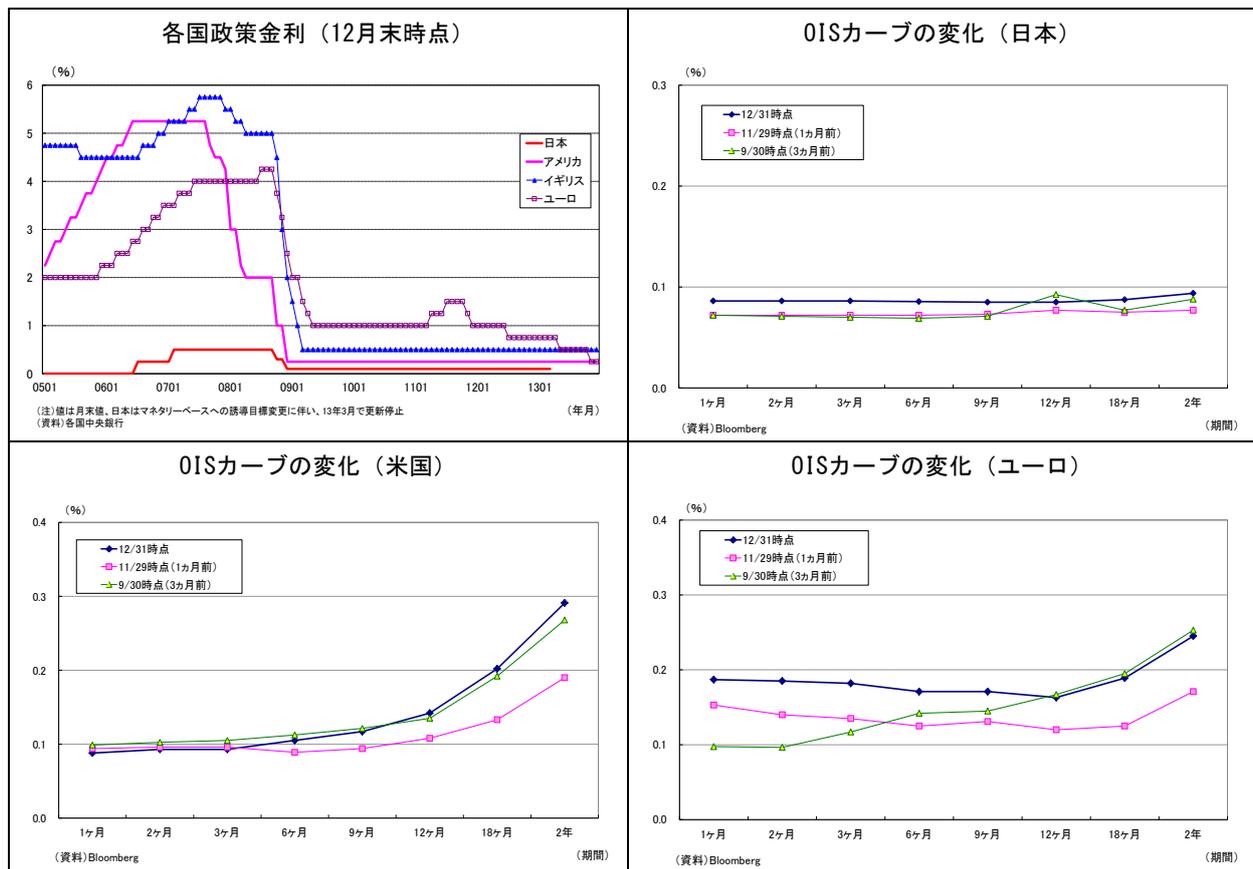
同日発表の四半期に一度の経済見通しでは、緩やかな景気回復シナリオは維持されたが、インフレ見通しは14・15年ともに小幅に下方修正されている。

総裁会見においてドラギ総裁は、「14・15年の成長率は緩やかに回復」との見通しを示しつつも、これに対するリスクは引き続き「下向き」とした。また、日本型デフレに陥るリスクは否定したものの、「低インフレ状態が長期にわたって続く可能性がある」との認識を示した。

市場で燃える追加緩和については、マイナス金利に関して議論したことを認めたが、「手短なものだった」と説明。他の有力手段として取りざたされるLTRO（長期資金供給オペ）についても、「2年前に実施した時と比べて）現在の不確実性のレベルは大幅に低下している」と現状での必要性を否定。「もしLTROのような枠組みを実施する際には、（キャリートレードによる銀行資本形成ではなく）その資金が景気回復のために使われることを確信したい」と述べた。

追加緩和自体を否定するものではないが、全体的に当面の行動を示唆するような内容ではない。

その後、今月に入り9日に開催された定例理事会でも、金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.25%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。政策金利を長期にわたり現状またはそれを下回る水準に維持するという見通しについては「改めて強く表明する」とし、今回フォワード・ガイダンスを強化している。



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 12 月末時点における利回り曲線を見ると、日本は従来より変化がない。米国は 6 ヶ月以上の長期ゾーンにおいて利回りが上方シフトし、スティープ化している。好調な米経済指標や 12 月 FOMC における量的緩和縮小決定を受けて、利上げ観測がやや前倒しになっているとみられる。また、ユーロ圏は全体的に上方シフトが起きている。追加緩和観測がやや後退しているとみられるほか、ECB の資産縮小が影響を与えている可能性がある。

3. 金融市場（12 月）の動き：円安ドル高、ユーロドル上昇、金利も上昇

（10 年国債利回り）

12 月の動き 月初 0.6% 近辺からスタートし、月末 0.7% 台半ばに。

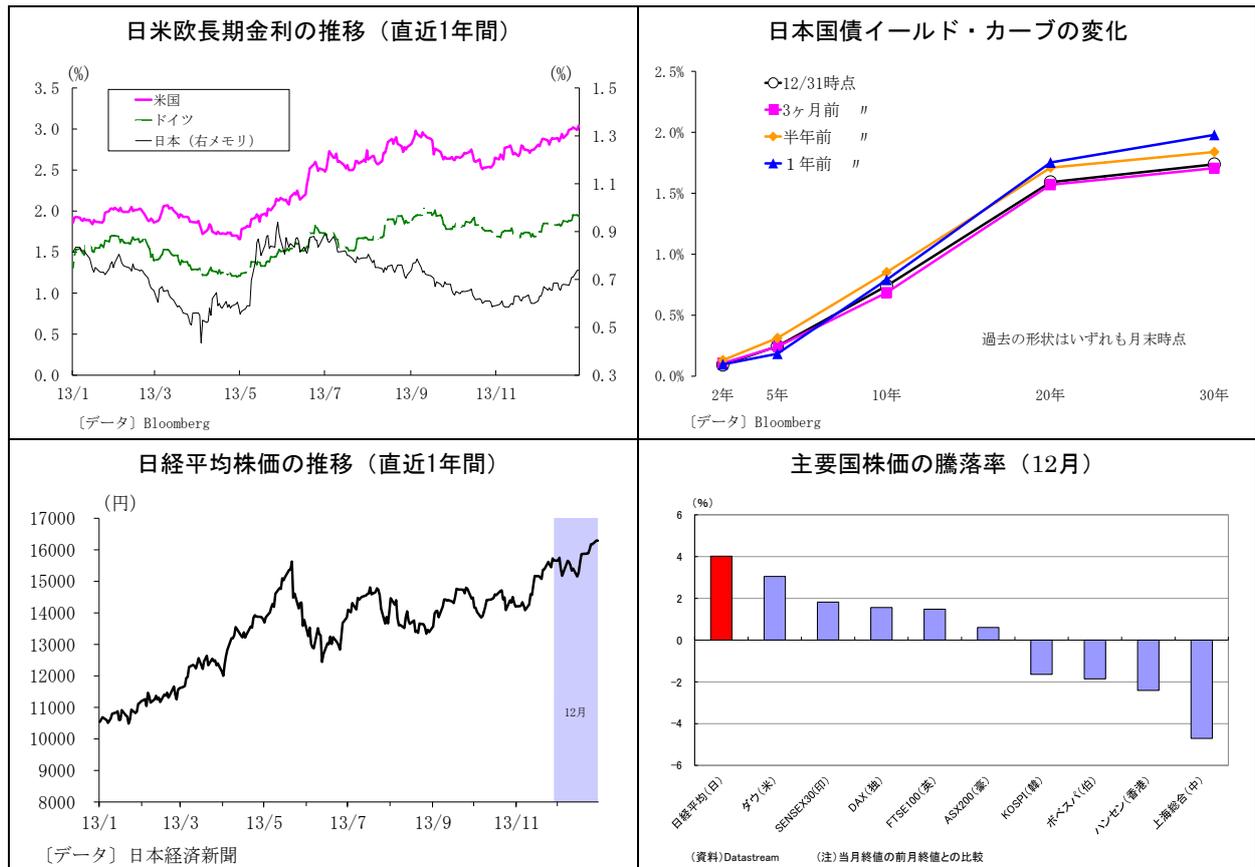
月初 0.6% 付近から米量的緩和縮小観測や GPIF の運用変更報道などを受けて上昇し、6 日には 0.6% 台後半へ。以降、狭いレンジでの膠着した推移が続く。その後、下旬に入ると米緩和縮小を受けた米金利上昇や円安・株高基調が鮮明となり、債券売り圧力が高まったことで 26 日には 0.7% を突破。月末はさらに上昇し、0.7% 台半ばで着地した。

当面の予想

足元はやや低下して 0.7% 台付近。米金利上昇や株高、物価上昇など金利上昇要因となる項目は多いものの、日銀の大量国債買入れという金利押し下げ圧力がキャップを被せている形。金融機関等のポートフォリオ・リバランスの動きも限定的で、金利上昇局面では債券買いが入りやすい。今後も米長期金利の上昇が予想されるが、本邦長期金利の当面の上昇余地は限定的だろう。現状程度

¹ 日銀は 2013 年 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。

での横ばい推移を予想する。



（ドル円レート）

12月の動き 月初 102 円台半ばからスタートし、月末 105 円台前半に。

月初、良好な米経済指標を受けて 3 日に 103 円台に乗せたが、米量的緩和縮小観測に伴う株安を受けて円が買い戻され、6 日には 101 円台後半へ下落。直後の米雇用統計の良好な結果を受けたリスクオンの円売りで再び 103 円台を回復すると、以降は 103 円を挟んだ一進一退の展開に。その後、米 FOMC で量的緩和縮小が決定されたが、決定内容や米景気を前向きに捉える動きからドル高の反応となり、19 日には 104 円台を突破。その後も日米の金融政策の方向性の違いが意識され、リスクオン地合いも作用して月終盤には 105 円台を突破した。

当面の予想

新年入り後の株価下落を受けて、ドル円は一旦 104 円台前半に下落した後、再び 105 円付近に戻っている。米債務上限問題はドルの下落要因だが、仮に緊迫化するとしてもまだ先になりそう。従って、当面円高要因は特に見当たらない。ただし、気になるのは日米株価の動向だ。高い期待を織り込んで上昇してきただけに、それを裏付ける指標が出てくるかが注目点。株価の調整を通じた一時的なリスク回避の円高はいつ起こってもおかしくないと思っている。目先は、本日の米雇用統計が大きな試金石になる。

（ユーロドルレート）

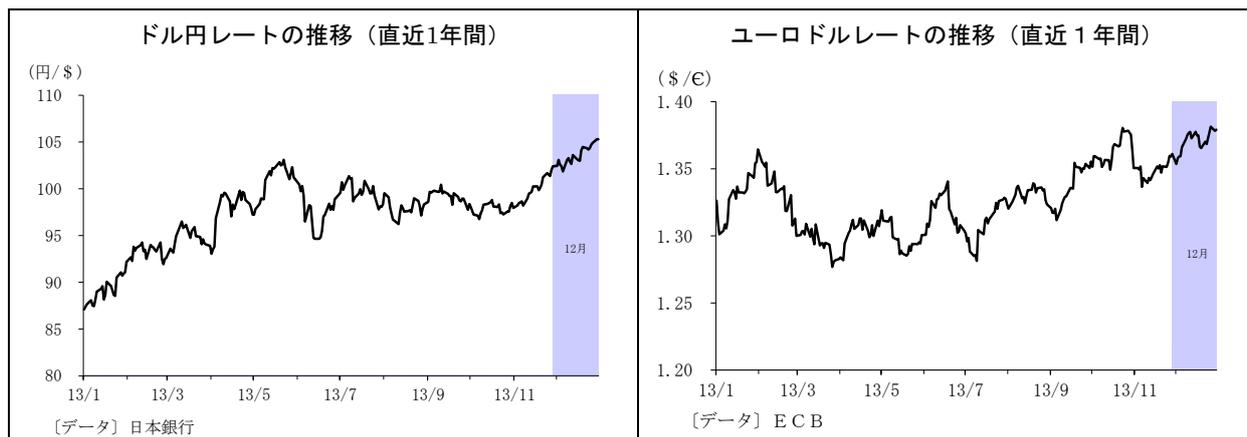
12月の動き 月初 1.35 ドル台半ばでスタートし、月末は 1.37 ドル台後半に。

月初、1.35 ドル台での推移となった後、ECB 理事会後の会見にて早期追加緩和への積極姿勢が示されなかったことを受けてユーロが上昇、6 日には 1.36 ドル台へ。その後、米雇用統計結果を受け

た世界的なリスクオンでさらに買われ、9日には1.37ドル台へともう一段上昇。しばらく1.37ドル台での推移が続いたが、米緩和縮小を受けたドル買いで19日には1.36ドル台へと小幅に下落した。下旬は薄商いの中でポジション調整のユーロ買いが入り、月末は1.37ドル台後半で着地。

当面の予想

良好な米経済指標を受けて、足元は1.36ドル付近へと下落。ユーロ圏の経常黒字拡大やECBの資産縮小など、ユーロ高材料も存続しているものの、ECBとFRBの金融政策の方向性の違いは明確であり、今後はドル高圧力から長期のユーロ高は正当化しにくい。目先は米雇用統計次第だが、ユーロが弱含む可能性の方が高いと見ている。上昇する場合も余地は限定的だろう。



金利・為替予測表 (2014年1月10日現在)

		2013年	2014年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
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)	2.7	3.0	3.1	3.2	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2
ドル円	(平均)	100	104	103	105	107
ユーロドル	(平均)	1.36	1.35	1.33	1.33	1.32
ユーロ円	(平均)	137	140	137	140	141

(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。