

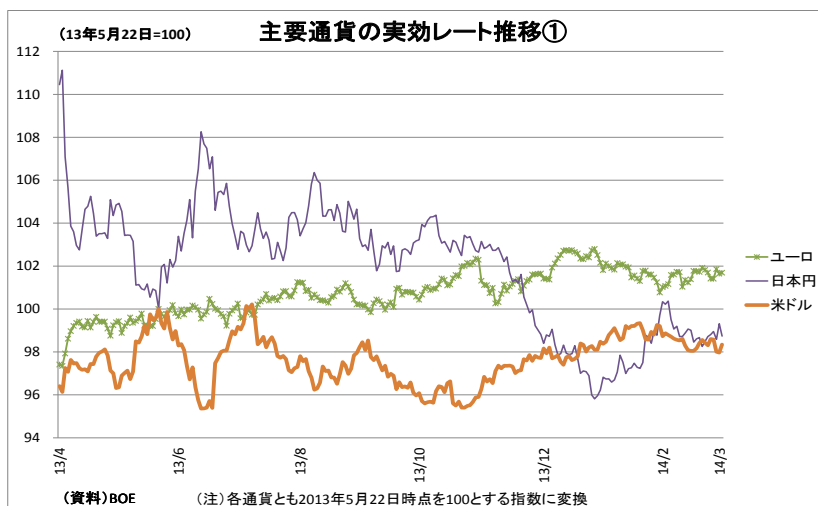
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(3月号)

～通貨のパワーバランスを再考

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・株)** ドル円は足元 103 円付近まで回復してきているが、年初の 105 円台には距離があり、上値の重さは否めない。この原因は、主にドルの反発力が見られないためだが、米長期金利の上昇が限定的であることが影響している。直近のウクライナ情勢を別にすると、米金利低迷の最大の要因は米経済の弱含みと考えられる。さらに、テーパリングが米住宅投資減速や新興国不安を通じて金利抑制に働いた面もある。今後、ドルが上昇していく条件は、まず寒波の影響が無くなった時に米景気が回復軌道に乗っていることが確認されることだ。さらにその結果として米金利が上昇しても米景気の回復基調が崩れないこと、テーパリングの負の影響を新興国経済が吸収することだ。筆者は一本調子には行かないものの、米経済の足腰はそれなりに強いと見ており、中期的にドル高シナリオが実現される可能性は高いと考えている。しかし、ドルが上昇しても、同時に円が上昇する間は円安ドル高が進まない。そして目先には消費増税という円上昇リスクが控えていることには注意が必要だ。安定した円安ドル高基調が出るにはいくつかのハードルを越える必要があり、まだ時間を要しそうだ。
2. **(日米欧金融政策)** 2 月は日米欧ともに金融政策変更は行われなかったが、日銀が貸出支援制度の大幅拡充を決定した。3 月米 FOMC はイエレン新議長のデビュー戦にあたり、発言内容も含めて注目度が極めて高い。
3. **(金融市場の動き)** 2 月は米指標の弱含みやウクライナ情勢緊迫化などから円高ドル安、金利もやや低下したが、ユーロドルは上昇した。目先の最大のカギは米経済だが、いずれにせよ新興国不安やウクライナへの警戒感が残り、さらに消費増税への警戒感も追加で台頭してくる可能性があるため、ドル円と長期金利の上昇余地は限定的と見ている。



1. 為替：通貨のパワーバランスを再考

1月下旬以降の新興国不安再燃に続いて、2月下旬からはウクライナ情勢の緊迫化に伴って、ドル円は一時101円台まで円高ドル安方向に振れたが、足元では緊迫感の後退によって103円付近まで回復してきている。

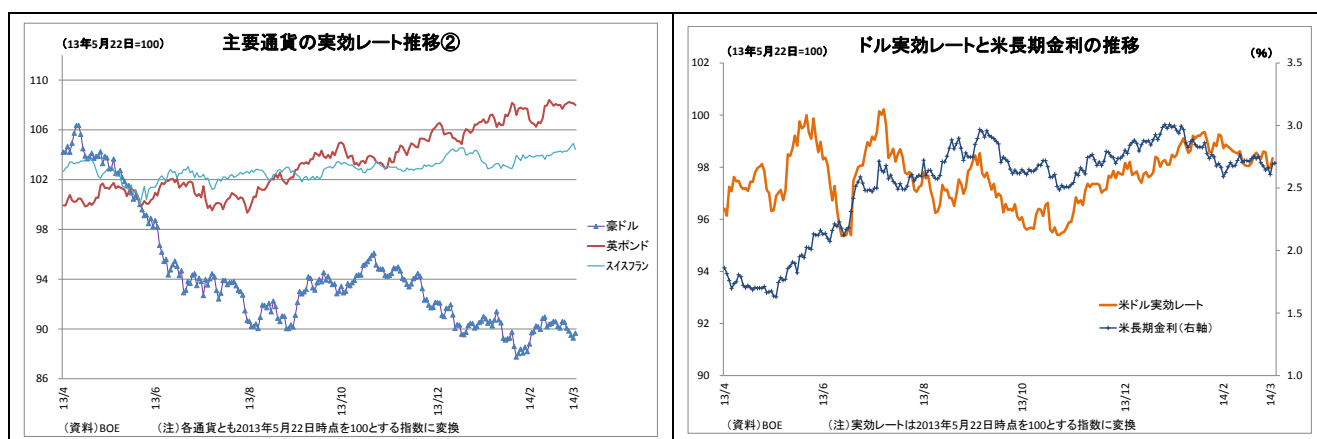
ただし、年初の105円台からは距離があり、やはりドル円の上値の重さは否めない。「2014年も円安ドル高が進む」というのが従来から市場のコンセンサスであったが、今のところ、そのシナリオ通りに動いてはいない。

(ドル浮上せず)

円安ドル高が進んでこなかった原因は、主にどこにあるのだろうか。主要通貨について、通貨の総合的な強弱を示す(名目)実効為替レート(貿易シェアによって複数通貨との為替レートを按分して指数化したもの)の動きを見ると(BOEのデータを使用¹⁾)、ドルが伸び悩んでいる姿が浮かび上がる。バーナンキ前FRB議長が年内のテーパリング開始の可能性に言及し、市場の節目となった昨年5月22日を基準にすると、ドルの実効レートは直近で2%程度低い(ドル安)水準にある。貿易黒字が拡大してきたユーロや景気回復感の強い英ポンドの実効レートは当時よりも上昇しており、かなり水を開けられている状況だ。

一方、円の同レートも下落しているのだが、ドルも円も下落したため、結果としてドル円の水準は当時(102円台後半)と大差ない水準に留まっている。

ドルの反発力がみられないのは、米長期金利の上昇が限定的であることが影響している。金利上昇は当該通貨の投資妙味を高めるため為替の上昇に繋がるためだ。そもそも中期的なドル高観測はテーパリングに伴う米金利上昇が根拠に挙げられることが多いのだが、実際はテーパリングを開始した1月以降で見ると米長期金利は逆に低下してしまい、ドル上昇のエンジンには成り得ていない。



では、なぜ米長期金利は低迷しているのだろうか。

直近のウクライナ情勢という地政学リスクを別にすると、最大の要因は米経済の弱含みと考えられる。雇用統計が昨年12月分、1月分連月で予想を大きく下回ったことを筆頭として、ISM景況指数など今年に入って発表される米経済指標には冴えないものが多い。もちろん歴史的な寒波という特殊事情があったことは疑いないが、寒波の影響を正確に取り除くことが出来ない以上、米経済の不透明感はどうし

¹ 実効レートは対象とする他通貨の範囲や使用する貿易シェアによって結果が異なる点には留意要

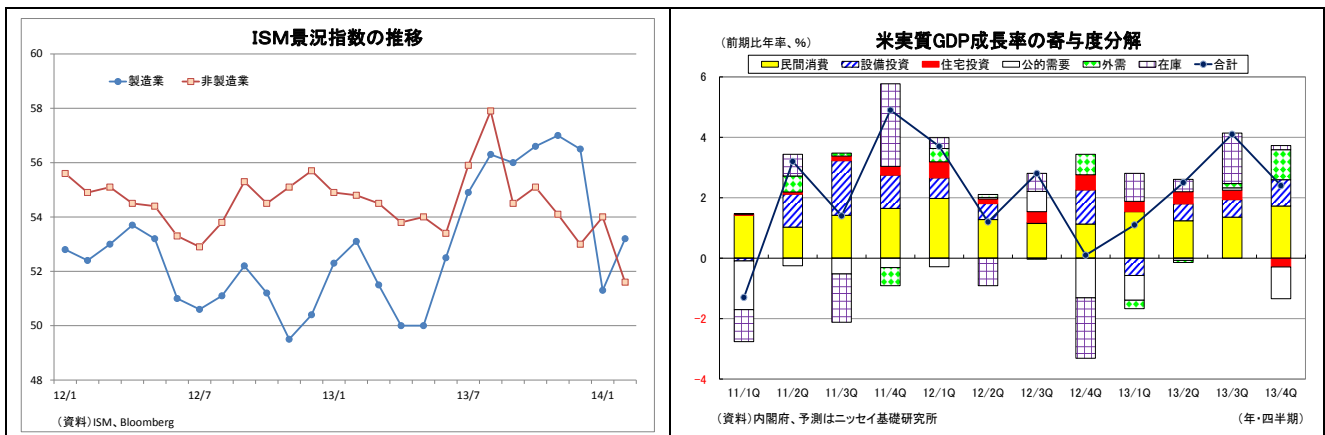
ても強まってしまう。

さらに、本来金利上昇要因であるテーパリングが昨年後半以降の米金利の重荷になった面もある。テーパリング観測が高まった昨年春から夏にかけて、米長期金利は1%以上水準を切り上げた。一方、米成長率のけん引役の一つとなってきた住宅投資はその直後にあたる昨年10-12月期に約3年ぶりとなるマイナスに転じた。最近も住宅系指標には弱いものが目立ち、金利上昇が金利感応度の高い住宅投資を通じて米経済の抑制要因になり、その後の金利抑制に作用した可能性がある。

また、テーパリングの影響は海外にも波及した。テーパリングを開始した1月には新興国からの資金引き揚げ懸念が高まり、以降の世界の金融市場はリスクオフに傾いた。このことも安全資産である米国債への需要を高め、米長期金利低下に繋がったと考えられる。

筆者は昨年7月のレポートで、米出口戦略開始後のドル高シナリオが崩れるリスクケースを3つ指摘した²。一つは“自滅型”（テーパリングによる金利上昇や株安に米経済が耐え切れなくなるケース）、二つ目は“外圧型”（海外発のマイナス圧力が米経済に波及するケース）、そして三つ目は“ブーメラン型”（テーパリングが新興国など海外経済に悪影響を与え、それが発信源の米国に波及するケース）だ。

これまでのところ、ドル高シナリオが崩れるほどのレベルにはなっていないが、これまで生じた住宅投資の減速と新興国不安は、それぞれ“自滅型”と“ブーメラン型”の反応である。



(ドル高の条件)

今後ドルが上昇していくためには何が必要なのだろうか。

まずは、寒波の影響が無くなった時、米景気が回復軌道に乗っていることが確認されることだ。さらに、その結果米長期金利が上昇しても米景気の回復基調が崩れないこと、そしてテーパリングの負の影響を新興国経済が吸収することだ（むろん、地政学リスクの拡大は論外）。

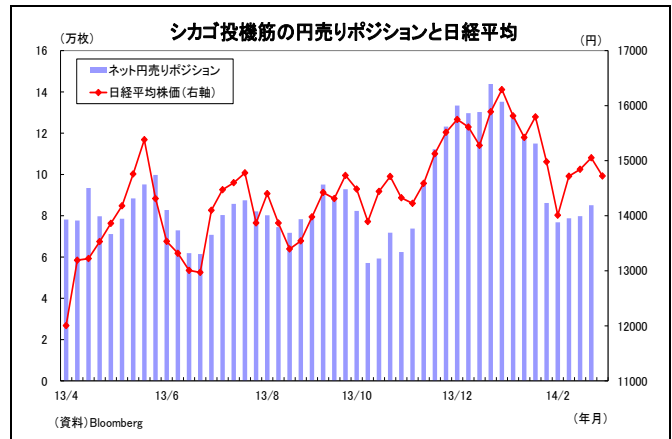
筆者は一本調子には行かないものの、米経済の足腰はそれなりに強いと見ており、このドル高シナリオが中期的に実現される可能性は高いと考えている。しかしながら、ドルが上昇しても、同時に円が上昇する間は円安ドル高が進まない。そして目先には円サイドの通貨上昇リスクが控えていることには注意が必要だ。それは消費増税である。

具体的には、景気の下振れが市場の想定内に収まるか否かだ。下振れが想定以上の場合、日本株安

² [金融市場の動き \(7月号\) ~ドル高の死角 \(Weeklyエコノミスト・レター2013-07-05\)](#)

を通じた円買い圧力が強まることになる。投機筋は株価によってポジション調整をしており、株安は円売りポジション縮小、つまり円高要因となる。この可能性はかなりあると見ている。

従って、安定した円安ドル高基調が出るにはいくつかのハードルを越える必要があり、まだ時間を要しそうだ。



2. 日米欧金融政策(2月)：日銀が貸出支援制度を倍増

(日銀)維持(貸出支援制度を倍増)

日銀は2月17～18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。

一方、日銀は3月末に期限が到来する「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、規模を2倍としたうえで1年間延長することを決定した。前者では金融機関が貸出を増加させた金額の2倍までを資金供給、後者では総枠を3.5兆円から7兆円へと倍増、1金融機関毎の上限を1500億円から1兆円へと引き上げた。金利はともに4年固定で0.1%とした(現在は1～3年)。

この措置は誘導目標であるマネタリーベースに関わるものではないため、追加緩和とは言えないが、異次元緩和によって銀行に供給されたマネーを貸出を促進することで市中に回し、实体经济を刺激する効果を持つ(日銀の試算では前者の貸付残高は現状の5兆円から最終的に30兆円程度になる見込みとのこと)。事前に同制度の延長観測は存在したものの、やや前倒しで、かつ大規模な拡充であったこと、異次元緩和導入時をほうふつとさせる「2倍」という表現を用いたため日銀の緩和積極姿勢がアピールされたことから、金融市場は発表直後に大幅な株高・円安で反応した。単なる現状維持の場合、株安・円高反応が危惧されていただけに、日銀の作戦勝ちと言えるだろう。

声明文における景気判断については、「緩やかに回復」と前月の判断を据え置いた。需要項目別の動向についても表現に変化はない。景気の先行きに関しても、前回同様、「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」としている。今後のリスク要因についても変化は無く、前回同様、白井委員が「国内の雇用・所得環境の改善ペース」も言及すべきとの理由で、反対したことが明らかになっている。

総裁会見にて、黒田総裁は「(成長率下振れのような)リスクが顕在化するようなことがあれば躊躇なく現在の「量的・質的金融緩和」の調整を行うことになる」と従来のスタンスを改めて示す一方で、「今のところわが国経済は順調」、「今の時点で(今年度)2.7%の経済成長が出来ないとは考えていない」と、先行きへの自信を示した。

市場で燦る新興国不安に関しては、「一部の国において神経質な動きがみられる」「これら新興国では、当面成長に勢いを欠き、不確実性も高い状態が続くとみられる」と警戒感を表したが、一方で米国をはじめとする世界経済の回復テンポが増す中で、その好影響がこれら新興国にも波及していくとの見方を示した。

(FRB) 維持 (開催なし)

FOMC (連邦公開市場委員会) は年 8 回の開催であり、2 月はその空白月に当たるため、必然的に現行金融政策が維持された。

12 月に続いて 100 億ドルの資産買入れ縮小が決定された前回 FOMC (1 月 28-29 日開催分) の議事要旨が 19 日に発表された。注目の資産買入れペースについては、「数名の参加者が経済見通しに明らかな変化が無い限り、毎回の会合で資産買入れペースを 100 億ドルずつ減額していくことを支持する明確な根拠があるはず」と主張した一方で、「多数の参加者はもし経済が期待される経路から著しく逸脱することがあれば、委員会は緩和縮小を適切に調整する準備をすべき」と指摘したことが明らかになった。

また、現在フォワード・ガイダンス上 6.5%としている超低金利継続の失業率基準について、参加者は「失業率が基準に到達した後の政策金利設定に関する情報提供のために、委員会は近くフォワード・ガイダンスを変更することが適切である」という見方で一致したことも明らかになっており、フォワード・ガイダンス修正の蓋然性が高まっている。

なお、2 月には議会上下院にてイエレン新議長の議会証言が行われた (下院は 11 日、上院は 27 日)。議長は資産買入れ縮小に関して、従来の FRB の見解同様、「あらかじめ定まった道筋はない」としつつも、27 日の証言では「経済の改善が続き、現状のペースで買入れ縮小が進めば、今秋に量的緩和が終了する」との見通しを示した。一方で、「経済見通しに大きな変化があれば、縮小ペースを見直すことは有り得る」との認識も示している。驚きはないものの、段階的な縮小を目指す従来の FRB の路線が継承されていることが確認され、不透明感はやや緩和した印象。

次回 FOMC は 3 月 18-19 日に開催予定となっているが、イエレン新議長のデビュー戦にあたり、その発言内容も含めて注目度が極めて高い。

(ECB) 維持

ECB は 2 月 6 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。その他の政策変更も無し。

「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」としているフォワード・ガイダンスに関しても、前回の表現を維持。追加緩和の 2 つのトリガー (「正当化されない短期金融市場のタイト化 (金利上昇)」と「中期インフレ見通しの悪化」) についても再確認している。

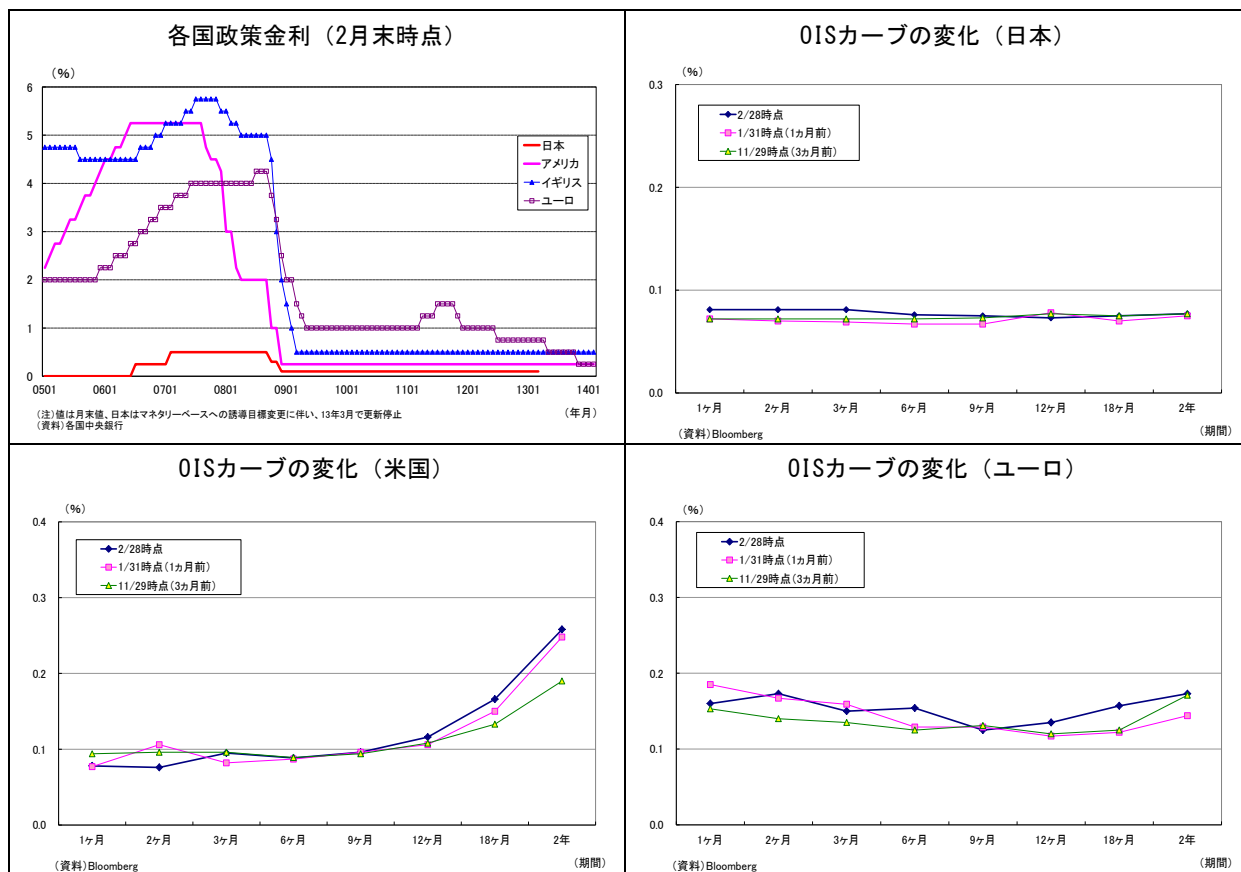
総裁会見にて、ドラギ総裁は今回追加緩和に動かなかった理由を「状況の複雑さと追加情報の必要性」であると述べた。3 月の理事会には、初めて対象となる 2016 年分も含めてスタッフによるマクロ経済予想が示されるため、分析に著しい変化がもたらされることも一つの理由として挙げた。

同時に、今回は株式購入を除くあらゆる政策手段に関する議論を行ったことを明らかにしており、

3月理事会に向けて追加緩和に含みを持たせたと取れる。

その後、今月に入り6日に開催された定例理事会でも、金融政策は現状維持となった。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。

なお、今回は3ヶ月に一度の新しいマクロ経済予想が公表されたが、2014年分は成長率（1.1%→1.2%）、インフレ率（1.1%→1.0%）ともにわずかに修正されたのみ。初めて開示された16年分にかけて、ゆるやかな成長回復、物価上昇が見込まれている。



政策金利³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、日米欧ともに前月末から殆ど変化が無い。日本はほぼフラットな形状を維持しており、緩和長期化が織り込まれている。ユーロ圏は9ヵ月ゾーンあたりまでやや右肩下がりの形状となっており、追加緩和を織り込む動きが幾分出ている可能性が示唆される。米国については1年超のゾーンで顕著な右肩上がりの形状となっており、今後1年～1年半後あたりでの利上げ開始が織り込まれている。

3. 金融市場（2月）の動き：ドル円横ばい、ユーロドル上昇、金利は低下

（10年国債利回り）

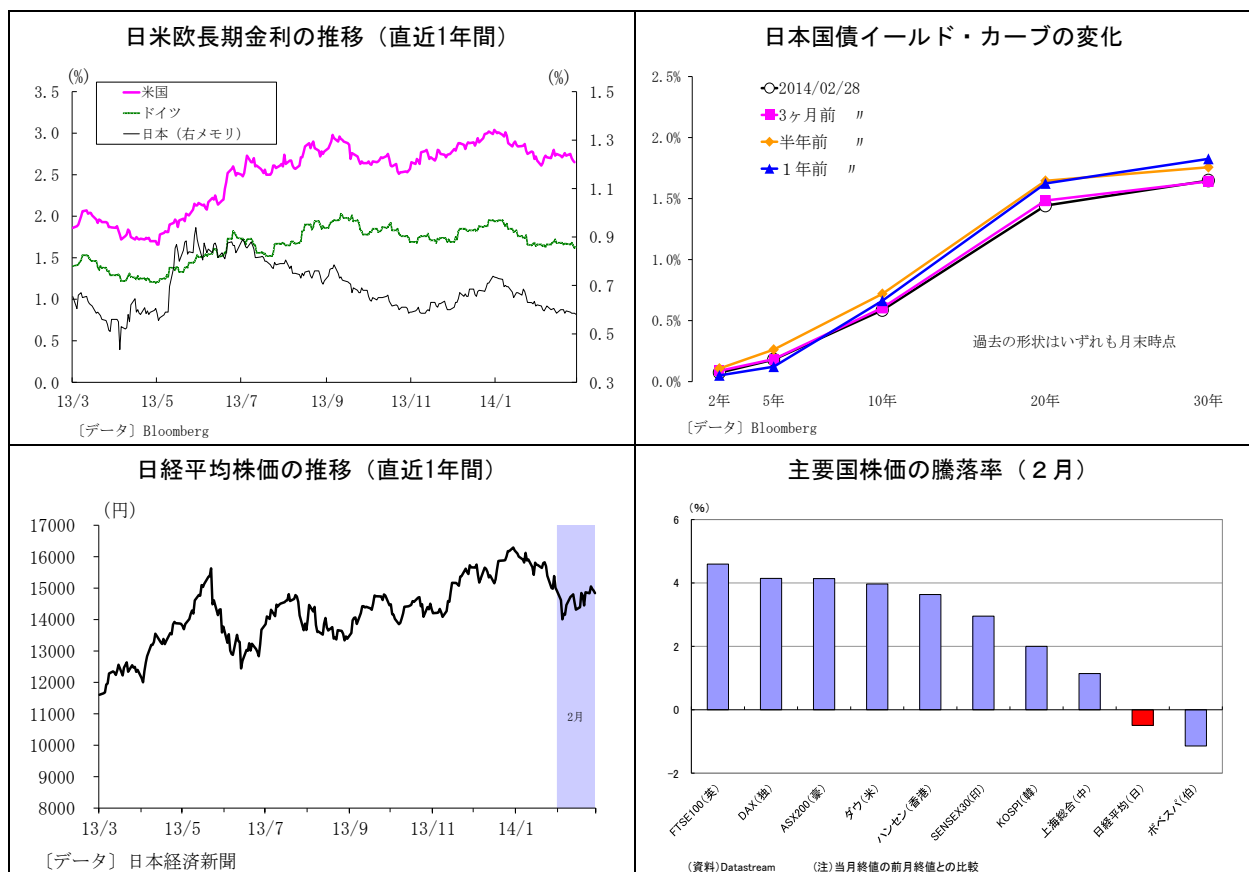
2月の動き 月初0.6%台前半からスタートし、月末0.5%台後半に。

³ 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。

新興国不安が燻る中、月の前半は0.6%台前半の極めて狭いレンジ内での推移が継続。米小売売上高の予想外の悪化を受けた14日には一旦0.6%を割り込んだが、翌日には再び0.6%台へと戻る。しばらく膠着した推移が続いたが、米住宅指標の悪化を受けて24日にはまたも0.6%を割り込み、月末まで0.5%台後半での推移が続いた。

当面の予想

足元はやや上昇したものの0.6%台前半で推移。最近は一服しているとはいえ、今後とも海外発の新興国不安やウクライナ情勢への警戒感が残り、長期金利を抑制するだろう。国内要因では、消費増税による景気悪化懸念や日銀の追加緩和期待も金利抑制側に働く。さすがに0.5%台では高値警戒感が出るため長続きはせず、当面は0.6%台での推移を予想する。



(ドル円レート)

2月の動き 月初102円台前半からスタートし、月末も101円台後半に。

月初、102円台前半でスタートした後、米ISM製造業指数の悪化を受けて101円台前半へとドルが下落。しばらく101円台での推移となったが、米雇用統計における失業率の低下や日本の経常赤字が過去最大を記録したことなどをを受けて切り返し、12日には102円台半ばとなる。17日には弱い米経済指標や日本のGDP予想未達を受けたリスク回避の円買いで一旦101円台となったが、翌18日には日銀による貸出支援制度の倍増を好感する動きで102円台へと戻る。以降は102円台で一進一退が続いたが、月末はウクライナ情勢の緊迫化によるリスク回避の円買いで101円台後半に。

当面の予想

足元は103円付近に戻している。目先の焦点はやはり本日の米雇用統計だ。寒波で期待値が下がっているだけに、3カ月ぶりに市場予想(15万人程度)に近い雇用増、少なくとも先月の11.3万人を上回る数字を確保できれば、ドル円は上昇するだろう。一方、下振れたとしても「寒波の影響

大」という言い訳が立つため、ドルが底割れることはなさそう。ただし、新興国不安やウクライナへの警戒感は燻っており、今月下旬になると次は消費増税への警戒感が出てくる可能性がある。リスクオン地合いにはなりにくく、ドルの上値は当面限定的と見る。

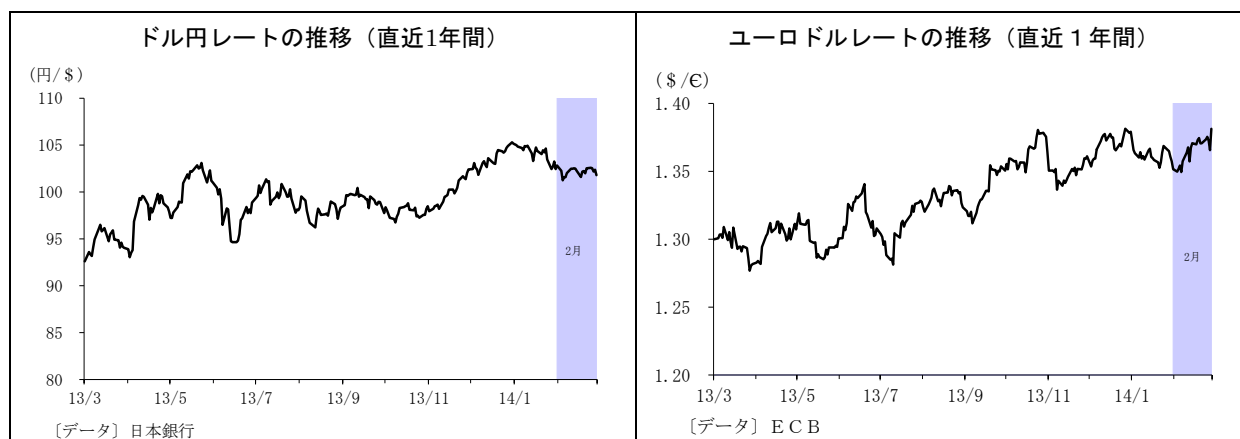
(ユーロドルレート)

2月の動き 月初1.35ドルからスタートし、月末は1.38ドル前半に。

月初は1.35ドル台での推移となったが、6日のECB理事会で追加緩和が見送られたこと、米雇用統計を受けてリスクオンのユーロ買いが起きたことから、10日には1.36ドル台を回復した。その後一旦弱含んだものの、ユーロ圏GDP統計の改善を受けた14日には1.37ドル台に乗せる。その後は方向感を決定付けるような材料に欠け、1.37ドル台にて一進一退の推移となったが、ウクライナ情勢への警戒感の高まりで27日には1.36ドル台に下落。月末はユーロ圏のインフレ率が市場予想を上回ったことで追加緩和期待が後退し、1.38ドル前半に上昇した。

当面の予想

昨日のECB理事会での追加緩和見送りを受けて、足元は1.38ドル半ばへとやや上昇している。ECBの追加緩和期待は継続していると見られるが、緩和するとしても、マイナス金利や量的緩和といった大胆な策はハードルが高く、出来ることは当面限定的と見透かされているため、緩和観測が通貨安に繋がりにくい構造にある。目先は米雇用統計次第で動きそうだが、ユーロはドルが本格的に反発力を発揮してくるまで堅調な推移が予想される。



金利・為替予測表 (2014年3月7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	0.6	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)	2.7	2.8	2.9	3.1	3.2	
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	1.7	1.9	2.0	2.1	
ドル円	(平均)	100	103	103	105	107	
ユーロドル	(平均)	1.36	1.37	1.35	1.33	1.32	
ユーロ円	(平均)	137	141	139	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。