

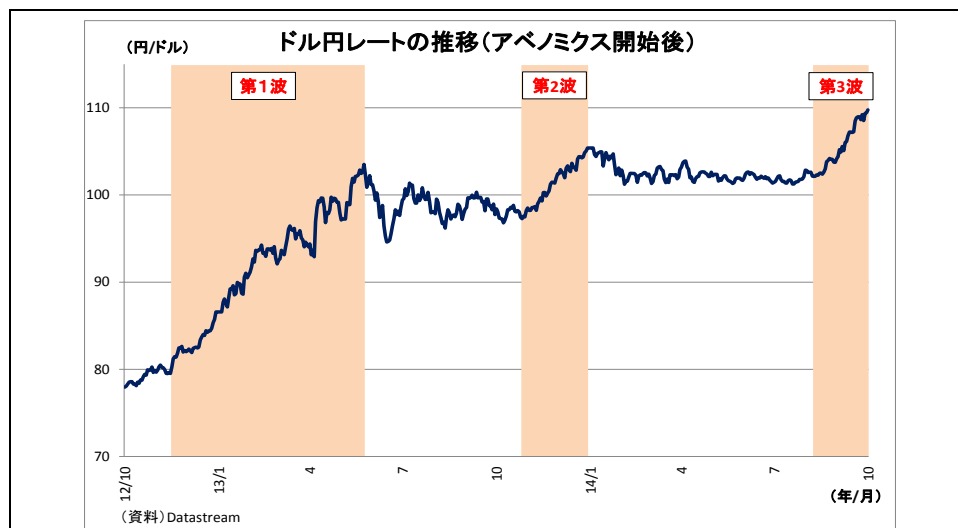
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(10月号)

～円安第3波、過去2回との違いは？

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)** 8月中旬以降、急速な円安ドル高が進行し、一時110円を突破した。安倍政権発足期待を発端に円高が終焉して以降、今回は3回目の大きな円安局面(第3波)にあたる。今回は、第1波(12年11月～13年5月)や2波(13年10月～12月)でみられたような米長期金利の上昇トレンドが見られない一方で、米2年債利回りの上昇が顕著になっている。従来、政策金利の先行きを強く織り込む同利回りが利上げをテーマに上昇し、ドル高が促されたと考えられる。また、指標では確認できないが、GPIFの運用改革への期待や日銀の追加緩和観測が再び燃り始めたことも円安に影響しているとみられる。ただし、これらの国内要因は、第1波でのアベノミクスに伴う期待インフレ率上昇や第2波での貿易赤字拡大に比べてインパクトが乏しい。また、今後しばらくは第1波でみられたような期待インフレ率の大幅上昇や第2波で見られたような貿易赤字拡大は見込めない。従って、当面は米側の要因、すなわち利上げ観測の動向が最大の焦点となる。今後利上げが近づくにつれて米2年債金利が上昇することでドル高圧力が強まるが、今後もその時期やペースを巡って市場の観測が揺れ動き、ドル円レートを支配することになりそうだ。利上げ観測を反映しやすい米2年債利回りの動向に注目だ。
2. **(日銀金融政策)** 日銀は9月の金融政策決定会合で現行の政策維持を決定した。黒田総裁は最近の景気下振れを認めたものの、これまで通り強気のスタンスを維持している。
3. **(金融市場の動き)** 9月はドルが急激に上昇、長期金利はやや上昇した。ドル高は足元やや調整したが、引き続き円安ドル高トレンドは変わらないと予想。ユーロドルはECBによる本格的な量的緩和観測が消えそうに無く、当面、現状付近での低迷を予想。



1. 為替：円安第3波、過去2回との違いは？

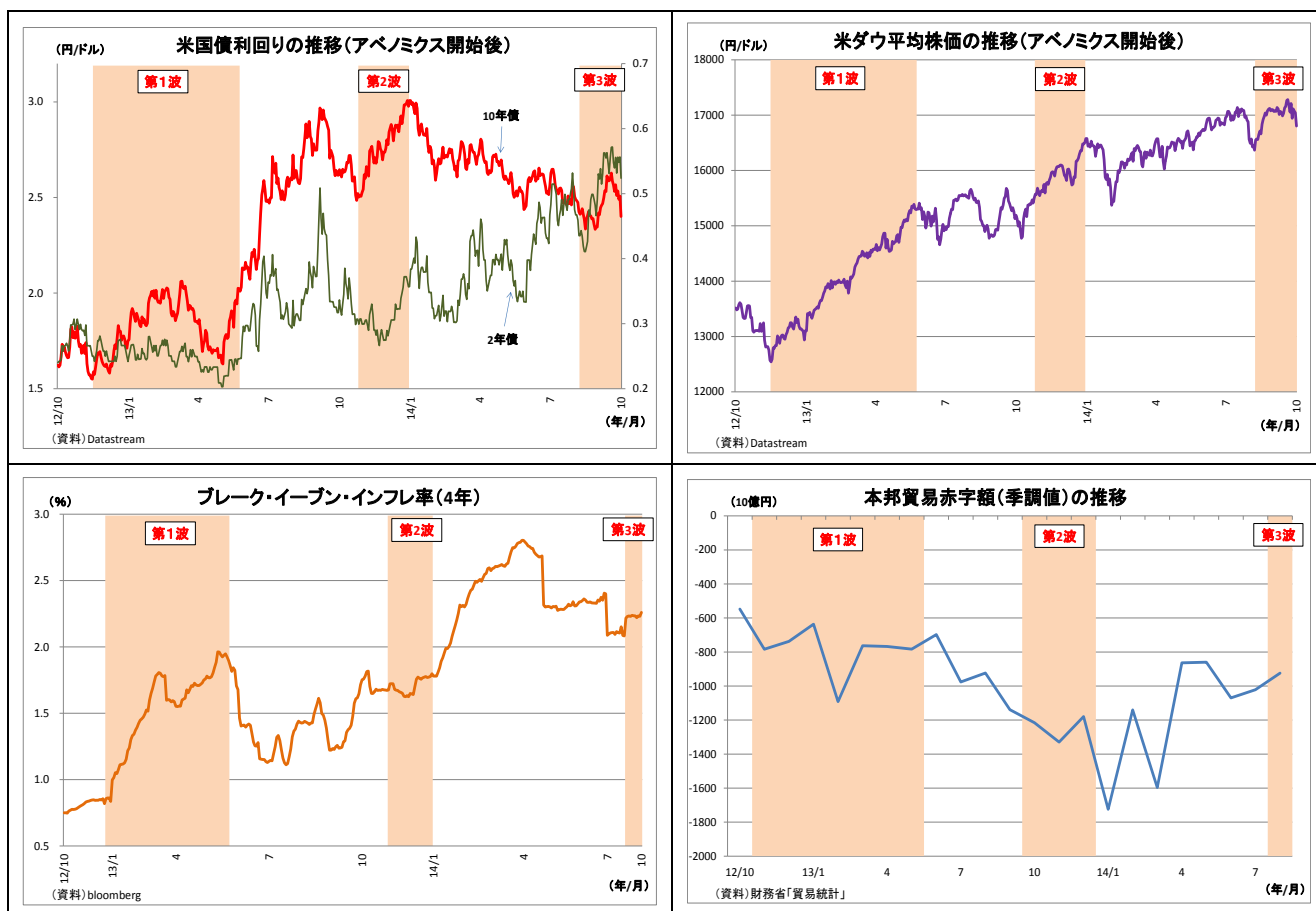
8月中旬以降、10月初頭にかけて急速な円安ドル高が進行し、10月1日には一時110円を突破した。足元はやや調整しているが、それでも108円台という従来から見ればかなりの円安水準にある。振り返ってみると、安倍政権発足期待を発端に円高が終焉して以降、今回は3回目の大きな円安局面にあたり（表紙図表参照）、いわば“円安第3波”ということになる。そこで、過去2回の円安局面と比較し、その特徴を明らかにする。

（4つの指標で比較）

まず、今回も含めて、3回にわたる円安局面をまとめると以下の通りとなる（表紙図表参照）。

- ① 第1波（12年11月15日～13年5月23日）：ドル円レート 79.5円→103.5円（24.0円の円安ドル高）
- ② 第2波（13年10月25日～12月30日）：ドル円レート 97.3円→105.4円（8.1円の円安ドル高）
- ③ 第3波（14年8月8日～現在）：ドル円レート 102.1円→109.8円（7.7円の円安ドル高）

そして、それぞれの円安局面におけるドル円相場と関連の深い指標、具体的には①米長短金利、②米ダウ平均株価、③本邦債券市場のインフレ期待を示すブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）¹、④本邦貿易赤字、の動きを示しているのが以下の図表群である。



それぞれの指標とドル円レートとの関係を整理すると、まず米金利の上昇は、基本的にドルの投資妙

¹ 市場のインフレ期待は計測が難しく、それを示す明確な指標はないが、今回は4年のBEIを使用した。

味が高めることでドル高要因となる（ちなみに、急上昇の場合は米株価の下落によってリスクオフの円高要因にもなり得る）。次に米株価の上昇は、市場のリスクオン地合いを促すことでリスクオフ通貨とされる円の売りを促し、円安要因となる。また、日本の期待インフレ率が上昇は、日本の実質金利低下をもたらすため円安要因となる。最後に日本の貿易赤字は、本邦貿易取引におけるドルの需要超過を意味するため、経常取引において円安要因となるうえ、“円売り材料”として市場で意識されることで円安を促すという効果もある。

これらの点を踏まえ、上記指標の各円安局面における変化をまとめたものが次の表である。

円安局面における各指標の変化幅

	米10年債 利回り (%)	米2年債 利回り (%)	米ダウ平均 株価 (ドル)	日本期待 インフレ率 (%)	日本貿易 赤字 (兆円)
第1波	+0.41	-0.02	+2582	+1.08	-0.8
第2波	+0.45	+0.06	+999	+0.10	-1.2
第3波	+0.01	+0.08	+535	+0.13	-0.9

(注)円安局面のピーク直前5日平均と局面入り直前5日平均との対比口

(貿易赤字は各局面の月平均、第3波は14/8の値)

まず、第1波（12年11月～13年5月）については、米10年国債利回り（以下、「長期金利」）、米ダウ平均株価、日本の期待インフレ率で大幅な上昇が確認できる。当時は米国では景気回復期待が高まり、日本では安倍政権（アベノミクス）がスタート、日銀によって市場の予想を超える異次元緩和が実施されたことで、デフレ脱却期待が大いに高まった時期である。市場では、米量的緩和の縮小早期化観測から米長期金利が上昇（ドル高要因）するとともに米株が上昇（円安要因）、日本では期待インフレ率が上昇（円安要因）した。

次に、第2波（13年10月～12月）を見ると、第1波同様、米長期金利と株価の大幅な上昇が確認できる。当時は堅調な米景気を背景にリスクオン地合いとなり、12月にFRBが量的緩和縮小を決定した後も金融緩和の長期化観測が促されたことでその地合いが維持された。市場では米株価が上昇（円安要因）するとともに米長期金利も上昇（ドル高要因）した。また、原発の停止や消費増税前の駆け込み需要などによる輸入増加などから、日本の貿易赤字も大きく拡大（円安要因）していた。

（円安第3波の特徴）

最後に、今回の第3波を見ると、第1波や2波でみられたような米長期金利の上昇トレンドは見られない（一時的には上昇していたが）一方で、米2年債利回りの上昇が顕著になっている。長期金利は堅調な米景気のもとで、長期金利に直接影響を与える量的緩和の10月終了決定が完全に織り込まれたことや、地政学リスク、欧州金利の低下などで上がりにくくなったことなどが影響しているとみられる。一方で、従来、政策金利の先行きを強く織り込む傾向がある2年債利回りが利上げをテーマに大きく上昇し、ドル高が促されたと考えられる。

また、指標では確認できないが、日本の公的年金の運用を担うGPIFの運用改革（海外投資活発化等）への期待が高まっていることや、景気の下振れに伴って日銀の追加緩和観測が再び熾り始めたことも円安に影響しているとみられる。ただし、これら今回の国内要因は、第1波でのアベノミクス期待に伴う期待インフレ率上昇や第2波での貿易赤字拡大に比べてインパクトが乏しい（とりわけ前者と比べて）。

また、GPIF 改革については、既にかなり市場で織り込まれているだけに、その中身に対する市場の反応は不透明感が強い。日銀がすぐに動く気配は見えない。

さらに、アベノミクスでは 3 本の矢が放たれ、しばらく進捗を見極める段階にあるため、第 1 波でみられたような期待インフレ率の大幅上昇は見込めない。また、第 2 波で見られたような貿易赤字拡大についても、駆け込み需要という特殊要素が剥落したうえ内需の回復が鈍いため、当面見込み難い。

従って、当面は日本側の円安要因が影響力を大きく高める兆しは見えず、米側の要因、すなわち利上げ観測の動向が最大の焦点となる。来年の利上げの可能性はかなり高く、今後利上げが近づくにつれて米 2 年債金利が上昇することでドル高圧力が強まるだろう。さらに同金利上昇が長期金利に波及する可能性もある。

ただし、実際の利上げはまだかなり先の話であるため、今後もその時期やペースを巡って市場の観測が揺れ動き、ドル円レートを支配することになりそうだ。利上げ観測を反映しやすい米 2 年債利回りの動向に注目だ。

2. 日銀金融政策(9月)：下振れは認めたが、強気のスタンスは全く崩れず

(日銀) 維持

日銀は 9 月 3~4 日にかけて開催した金融政策決定会合において、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、長期国債・ETF 等の資産買入れを継続する。

声明文における景気判断は、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている」と前月 8 月会合の判断を据え置いた。ただし、個別項目では、住宅投資について、「駆け込み需要の反動減が続いている」(今回は個人消費と併せて、「基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響も徐々に和らぎつつある」としていた)へと下方修正している。ちなみに今回は輸出と生産について下方修正しており、個別項目の下方修正が続く中で、全体の景気判断は据え置くという動きが続いている。

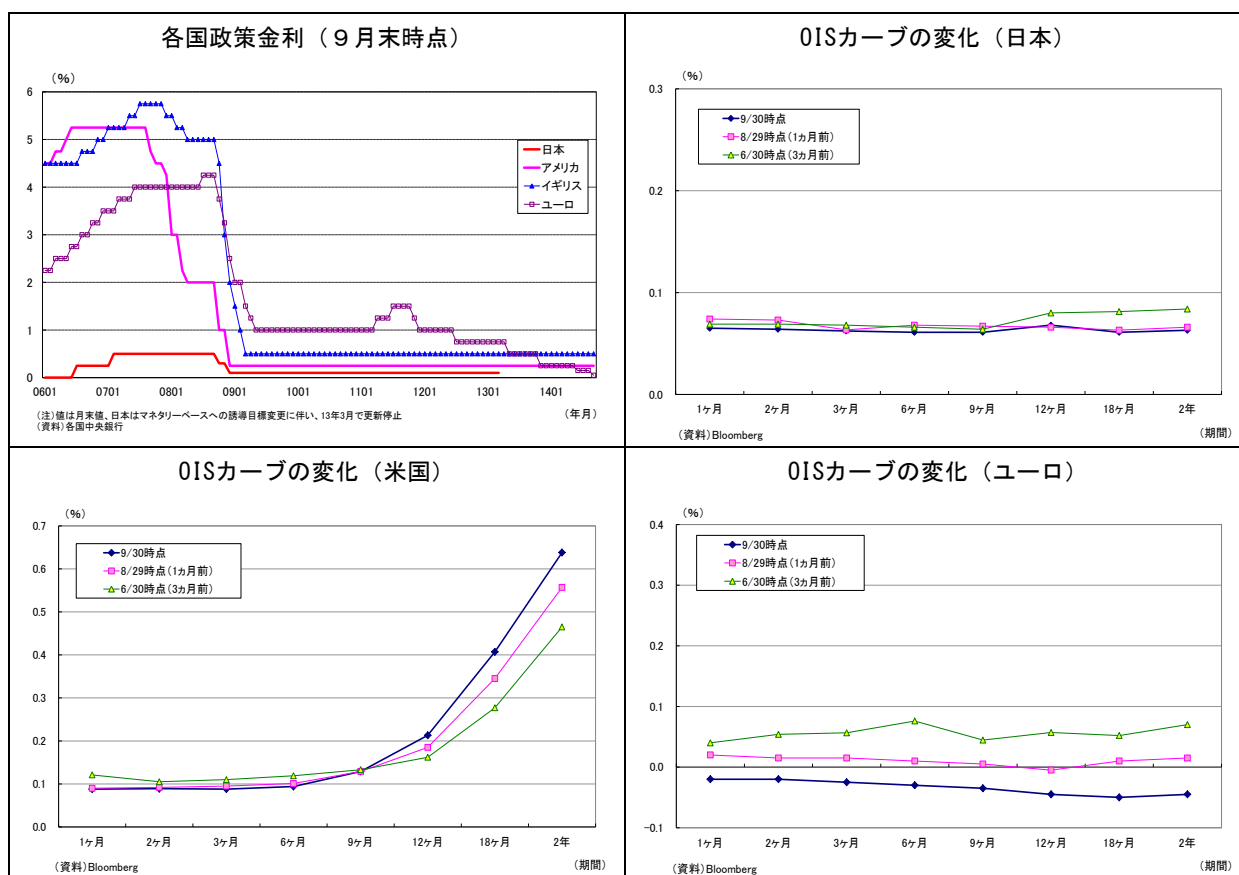
なお、先行きについては、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいく」とし、前回の表現をそのまま踏襲している。

総裁会見では、景気の下振れについて質問が集中。黒田総裁は「昨年 4 月頃の予想よりも若干下振れていることは事実」と認めたものの、「景気の前向きな循環メカニズムはしっかりと作用し続けている」という従来の見方を維持。これまで同様、先行きに対しても楽観的な見方を示した。

なお、8 月下旬以降の円安ドル高進行に関しては、「ファンダメンタルズの反映として、ドルが強くなっていくことは何ら不思議でない」、「日本経済にとって特にマイナスということはない」と述べ、円安を容認するスタンスを見せた。

また、黒田総裁はその後 11 日の安倍首相との会談後に、「(必要であれば)追加緩和であろうと何であろうと用意がある」との趣旨の発言をした。従来は「必要な調整を行う」など婉曲的な表現に留め、「追加緩和」というワードをあえて用いなかっただけに、市場の追加緩和期待に働きかける意図があったと見るのが自然だろう。

8月の消費税分を除いた消費者物価上昇率（コア）は前年比1.1%まで鈍化した。今後、日銀の描くシナリオ通り、「本年度後半から再び上昇傾向を辿る」のかどうか、追加緩和の最大の焦点となる。



政策金利²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9月末時点における利回り曲線を見ると、日本は前月末から殆ど変化がなく、曲線の形状もほぼ水平となっており、2年以内の金融引き締め観測は見られない。欧州については、9月の利下げを受けて全体的に曲線がさらに下方シフト、マイナス化している。日本同様形状はほぼフラットであり、2年内の引き締め観測は全く見られない。一方、米国については、12ヵ月超のゾーンで上方シフトがみられ、形状がスティーブ化している。総じて堅調な経済指標が続く中、9月FOMCでの政策金利見通し上方修正などを受けて、利上げの前倒し観測が高まったとみられる。米国の金利先高感が強まったことで、日欧との金融政策の方向性の違いがさらに際立った。

3. 金融市場（9月）の動き：急激なドル高進展、長期金利はやや上昇

（10年国債利回り）

9月の動き 月初0.4%台後半からスタートし、月末は0.5%台前半に。

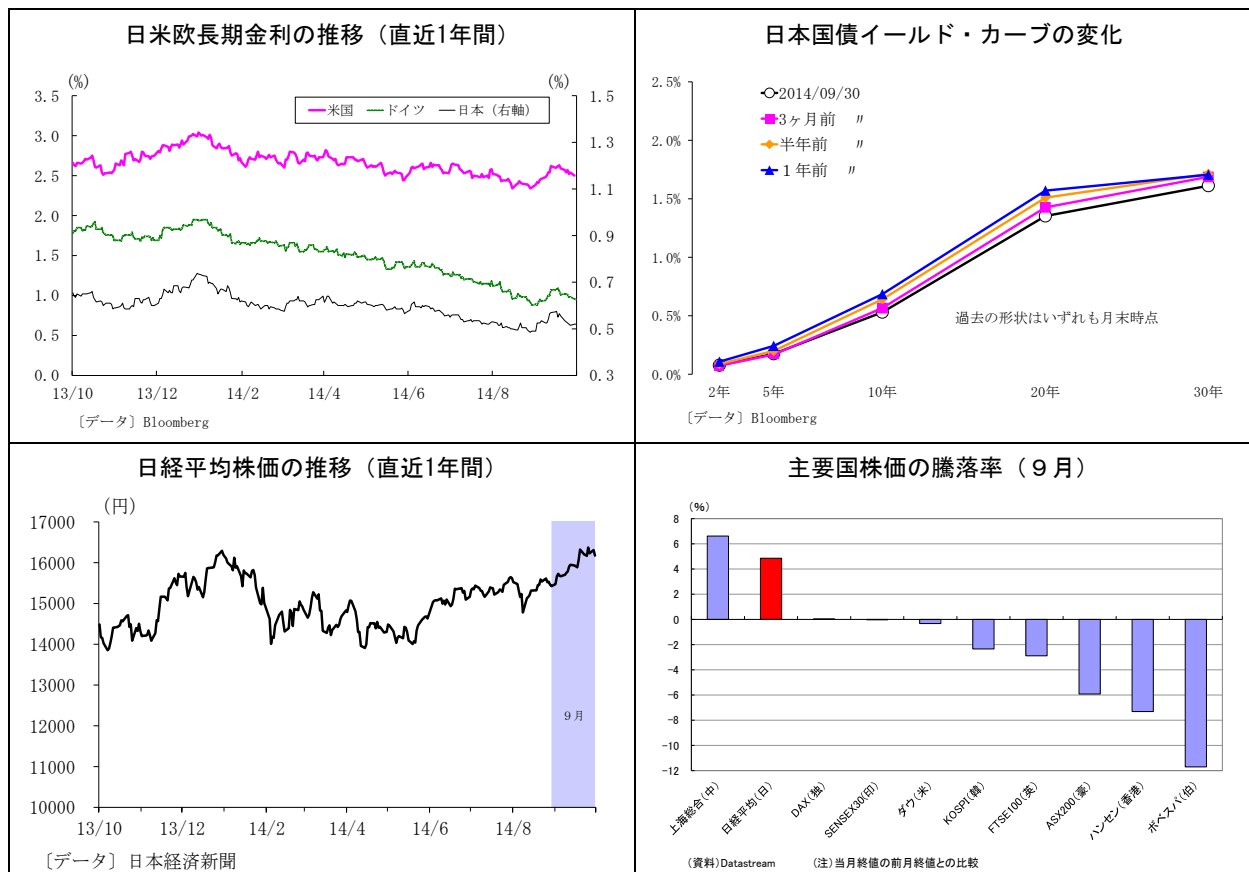
月初、株高や米金利上昇、低調な国債入札結果を受けて0.5%台前半へと上昇。しばらく横ばいで推移した後、さらなる株高・米金利上昇を受けて11日には0.5%台後半へと水準を切り上げる。

² 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。

その後は上昇が一服し、方向感のない推移となったが、22日には株安を受けて0.55%を割り込む。翌日には米国のシリア空爆を受けてさらに低下し、月末にかけて0.5%台前半での推移が継続。

当面の予想

足元も0.5%台前半で推移。海外要因としては、米金融政策正常化が意識されることで同国金利が上昇に向かうことが上昇要因となるものの、一方でユーロ圏景気の低迷から欧州金利は底這いが続くとみられ、海外からの上昇圧力は当面限定的になる。国内では、もうじき GPIF の運用方針変更が発表（国内債券の比率は低下とみられる）される予定であり、金利上昇圧力が強まる場面も想定されるが、異次元緩和の抑制力は強く、影響は限定的だろう。当面は0.5%付近～0.6%での推移を予想。



(ドル円レート)

9月の動き 月初104円台前半からスタートし、月末は109円台前半に。

月初、米製造業景況感の改善や内閣改造に伴う GPIF 改革への期待から3日に一旦105円台に乗せる。その後の米雇用統計は低調な内容だったが市場はあまり反応せず、出口に向かう米金融政策を材料視するドルの先高感の強まりによって9日には106円台、12日には107円台へとドルが上昇。その後もドル高の流れは途絶えず、18日にはFOMCでの金利見通し引き上げを材料に108円台に、続く20日には一時6年ぶりとなる109円台を付ける。一方、その後はやや材料に欠ける中で利益確定の動きもあり、月末にかけて108円台～109円台での推移となった。

当面の予想

今月に入って一旦110円を付けた後、利益確定や米株の下落を受けて調整、足元は108円台後半にある。一旦調整が入ったことで仕切り直しとなるが、今後とも米利上げが意識される状況が続くため、再びドル高トレンドが予想される。ただし、本日の米雇用統計が少なくとも「それほど悪く

ない」という市場の評価を得ることが必要条件となる。さらに当面は節目の 110 円を突破すると、円安スピードへの警戒感や達成感から、ドル円の上値が重くなりそうだ。

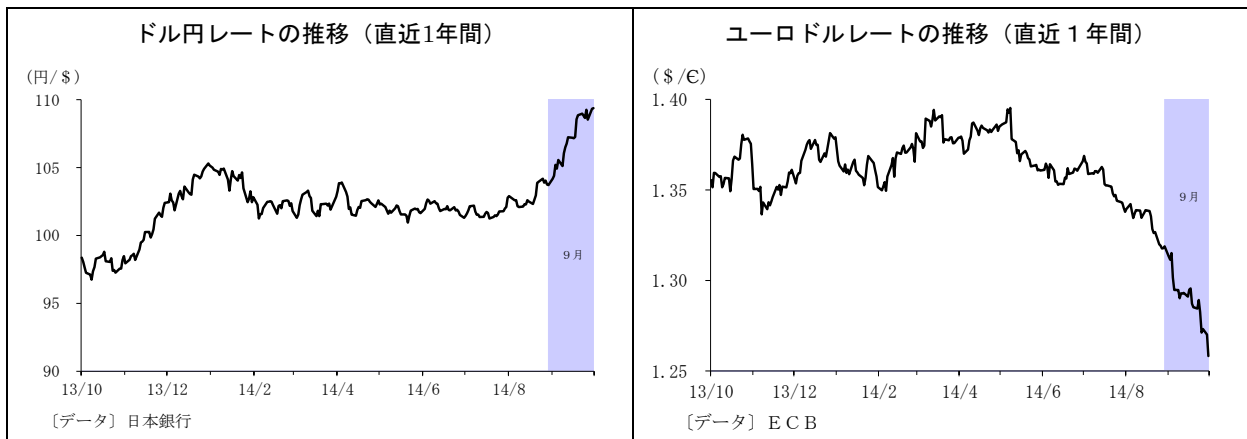
(ユーロドルレート)

9月の動き 月初 1.31 ドル台前半からスタートし、月末は 1.25 ドル台後半に。

月初は 1.31 ドル台での推移となったが、4日の ECB による予想外の追加緩和を受けて 1.30 ドル台へ、翌5日には 1.29 ドル台へとユーロが下落。以降はしばらく 1.29 ドル台での推移が続いたが、FOMC を受けたドル高圧力の高まりで 18日には 1.28 ドル台へと下落。ドル高の勢いが続く一方で ECB の量的緩和観測が根強く、25日には 1.27 ドル台へ。さらに月末には CPI 上昇率の低下によって追加緩和観測が高まり、1.25 ドル台後半へ急落した。

当面の予想

昨日の ECB 理事会にて ABS 買入れ規模が示されなかったことなどを受けて、足元は 1.26 ドル台半ばに上昇している。市場は ECB の追加緩和を前のめりに織り込んできたため、当面下落は一段すると見ているが、米欧の金融政策の方向性の違いは明確であり、欧州で強い経済指標が期待できない中で、ECB が国債買入れによる本格的緩和に踏み切るとの観測は消えそうも無い。当面、ユーロドルは現状付近の水準で低迷を続けると予想。



金利・為替予測表 (2014年10月3日現在)

		2014年		2015年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50
	10年金利 (平均)	2.5	2.9	3.2	3.4	3.5
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2
ドル円	(平均)	104	109	110	111	112
ユーロドル	(平均)	1.33	1.27	1.26	1.26	1.25
ユーロ円	(平均)	138	138	139	140	140

(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。