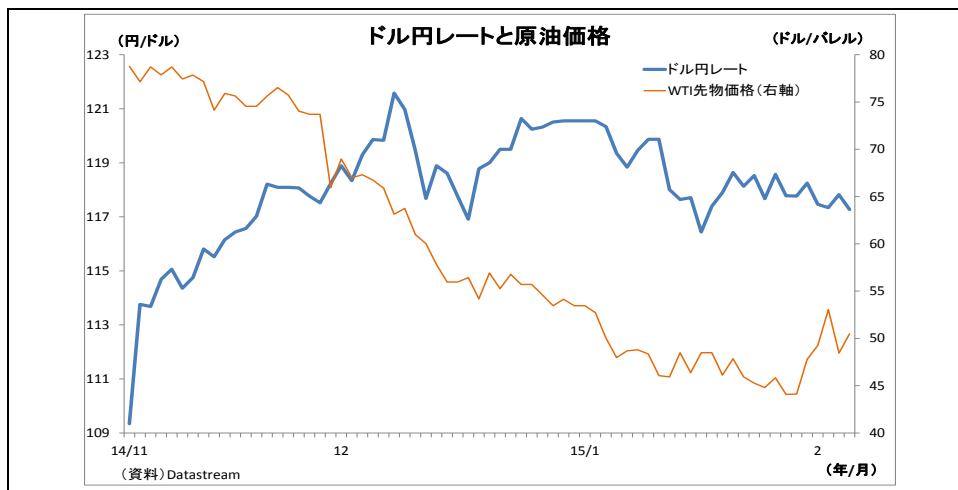


# Weekly エコノミスト・ レター

## 円安シナリオの前提に変化あり ～金融市場の動き(2月号)

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)** ドル円レートは 120 円をかなり割り込んだ状態が継続。原油安などを原因とするリスク回避の円買いが発生しているうえ、これまで円安シナリオを支えてきた前提である「日米金融政策の違い」と「日本の巨額の貿易赤字」に変化が起きているためだ。前者については、原油安の影響で米国の物価上昇が鈍化、これを一因として利上げ観測が後ずれしている。また、後者に関しては、原油安が反映されてきたことで貿易赤字が大幅に縮小しており、今後も急速に縮小していく可能性が高い。このように、原油安が円安ドル高を阻む要因になっているため、今後のドル円相場を占ううえで原油価格の動向が大きな焦点となる。原油価格がトレンドとして持ち直すためには、「需給の改善が近い」という市場の共通認識が必要になるが、4 月頃になれば、先行きの需給改善が具体的に見えてくることで、持ち直し傾向が出ると見ている。原油価格の持ち直しはリスク回避地合いの緩和に繋がる。さらに、この頃には原油安のメリットが米経済にはっきりと出てくることで、利上げが近づいているとの認識が強まるだろう。一方で日本では追加緩和観測が台頭することが予想され、円安シナリオの前提のうち、「日米金融政策の違い」が再び鮮明化、ドル円は再び上昇に向かうと予想する。
2. **(日銀金融政策)** 日銀は 1 月の決定会合で現行の金融政策を維持した。展望レポートでは 15 年度の物価見通しを下方修正。会見では「2015 年度を中心とする期間に物価上昇率が 2%に達する」との見通しを維持したものの、16 年度入りする可能性も認めた。
3. **(金融市場の動き)** 1 月は円高ドル安、ユーロは急落、長期金利は過去最低を更新した。今後もリスク回避地合いが続くため、当面のドル円は上値の重い展開を予想。ユーロドルはやや下落、不安定化している長期金利は 0.3%強を中心とする推移を予想している。



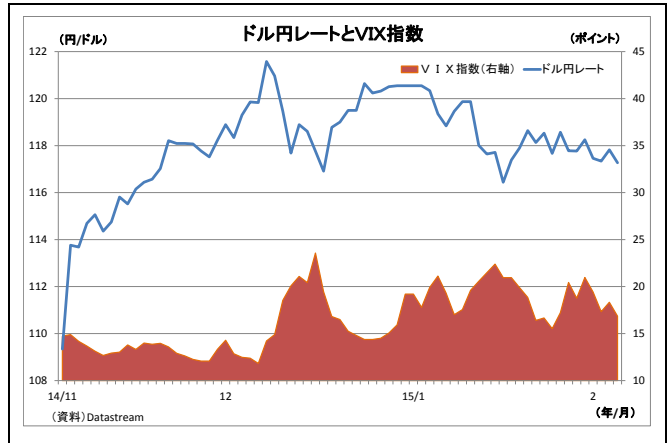
# 1. 為替：円安シナリオの前提に変化あり

昨年末に1ドル120円を突破していたドル円レートだが、最近では117円～118円を中心とした推移を見せており、120円をかなり割り込んだ状態が続いている。その背景には、リスク回避地合いとなったことで、リスク回避の円買いが発生していることがあるほか、これまで円安シナリオを支えてきた前提に変化が起きていることが影響している。

## (リスク回避地合いが発生)

まず、リスク回避について見てみると、市場のリスク回避度合いは年初以降、着実に高まっている。実際、米国市場の警戒感を示すVIX（いわゆる恐怖指数）は高止まりしている。原油安、ギリシャ不安、スイス中銀の突然の政策変更などが複合的に影響したためだ。

日本円は、①低金利通貨であるため、リスク回避局面で内外金利差が縮小し、相対的に魅力が高まること、②売りポジション超過のため、投資家がリスクを圧縮する際に買い戻されること、③経



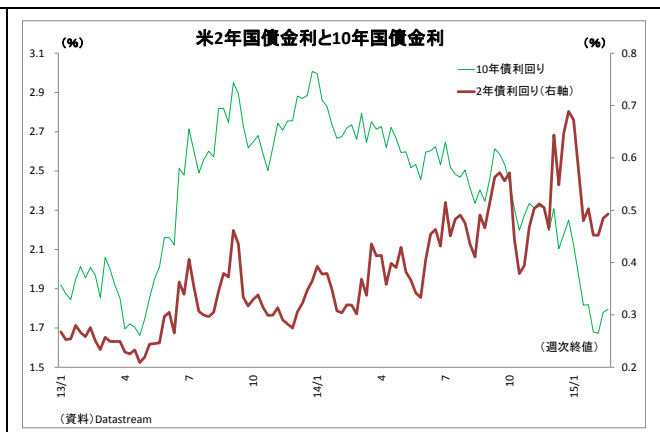
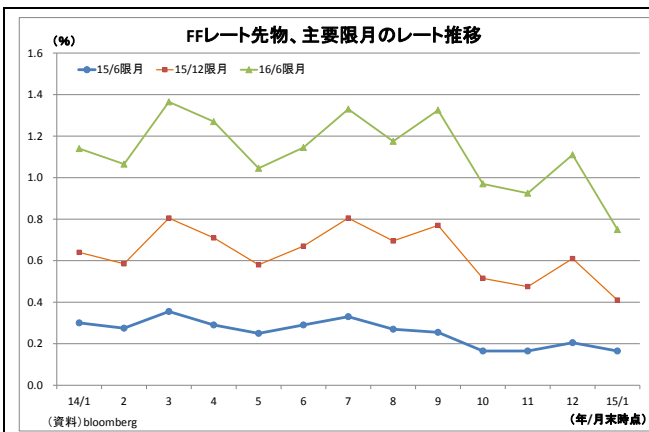
常黒字国かつ対外純資産国通貨であるため一応の安心感があることから、世界で不安が高まると買われる傾向が強い。今回もこれまでも頻繁に「リスク回避の円買い」が円の上昇局面を招いてきたが、今回も同じ反応が出ている。

## (円安シナリオの前提に変化あり)

上記のリスク回避の円買いは特に珍しいものではないのに対し、最近起こっている円安シナリオの前提の変化はより注目に値する。

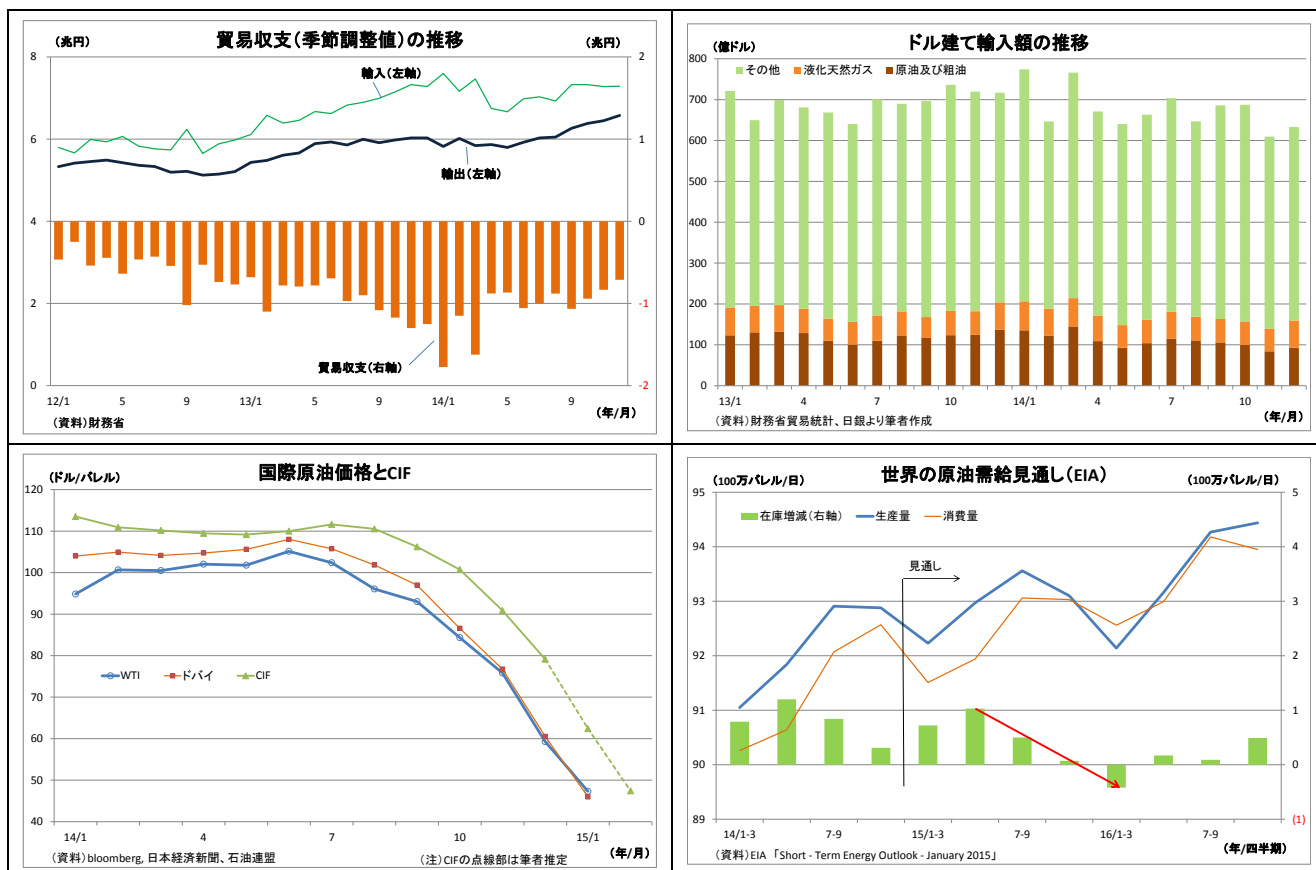
これまで、長らく円安シナリオを支えてきた前提は「日米金融政策の方向性の違い」と「日本の巨額の貿易赤字」であったが、原油安を背景にともに様相が変わってきた。

日米金融政策については、「米国の年内利上げ」という大方の市場の見方自体に変化はないものの、原油安で米国の物価上昇が鈍化していることを一因として、利上げの時期やペースに関する観測が後ずれしている。米政策金利の先行きを織り込むFFレート先物を見て、各限月ともに1月末時点では、かなりの低水準に下振れしている。金融政策の先行きを織り込みやすい米2年債利回りが最近低下してきている点も、これと整合的な動きと言える。



また、原油価格の下落が反映されてきたことで、日本の貿易赤字が大幅に縮小している点も見逃せない。直近12月の貿易赤字額は約7000億円と、一年前のおよそ半分になっている。円安による輸入額増加の影響を除くため、ドル建てで見た場合の日本の輸入額を見ると、原油輸入額の減少に伴って、輸入額全体も減少していることがわかる。しかも、国際原油価格が入着価格（CIF）として貿易統計に反映されるには約1ヵ月のタイムラグがあるため、1月の1バレル40ドル台という極めて低い国際原油価格が貿易に反映されるのは2月分ということになる。さらに、値決めに原油価格を使用するLNGへの反映が遅れていることもあって、今後数ヵ月にわたって貿易赤字が急速に縮小していく可能性が高い。

貿易赤字の縮小は、貿易取引を通じた直接的な円売りドル買い需要減少に既に繋がっているうえ、今後も赤字縮小に伴う円売り需要の減少が続くだろう。



### (今後の見通し)

このように、原油価格の急落という変化が、円安ドル高を阻んでいる状況にあるため、今後のドル円レートを占ううえで、原油価格の動向が大きな焦点となる。

最近、原油価格の下落傾向は一服しているが、これは米国におけるリグ（掘削装置）稼働数が減少してきていることを主に材料視したものだ。しかし、米国の原油需給が改善しているわけではなく、4日にEIA（米エネルギー省エネルギー情報局）から発表された原油在庫は過去最高にまで積みあがっている。この発表を受けた原油相場は大幅な下げで反応した。従って、まだ予断を許すような状況ではなく、原油相場は上下に荒っぽい展開が続くと見ている。

原油価格がトレンドとして持ち直すためには、「原油需給の改善が近い」という市場の共通認識が必要と考えられる。米エネルギー省の世界の原油需給見通しによれば、今年4-6月までは需給悪化が続くが、以降は改善に向かう見通しとなっている。従って、当面の需給はさらに悪化する可能性があるが、4月頃には先行きの改善が具体的に見えてくることで、原油価格に持ち直し傾向が出ると見ている。そ

うなれば、原油安の負の側面への警戒が薄れ、リスク回避地合いも緩和する。

さらに、この頃には原油安のメリットが米国経済にはっきりと出てくることが予想され、利上げが近づいているとの認識が強まるだろう。一方で日本では物価上昇率がマイナスに転じる可能性があり、追加緩和観測が再び台頭し始めるだろう。円安シナリオの2つの大前提のうち、「日本の巨額の貿易赤字」については原油価格とのタイムラグもあり、赤字の拡大はしばらく全く見込み難いが、「日米金融政策の違い」が再び鮮明化することでドル高圧力が高まると考えられる。

従って、春になれば、「原油安に伴うリスク回避」の緩和と、「日米金融政策の違い」の鮮明化によって、ドル円レートは再び上昇に向かうと予想する。

ただし、米利上げ観測が再び強まるときに注意したいのが、前回<sup>1</sup>も指摘した米金利の動きだ。今は低迷しているが、その反動で大きく跳ね上がると、米株価下落を通じてリスク回避地合いを生み、円高圧力になってしまう。また、原油価格の持ち直しについても、地政学リスク増大による供給懸念を要因とする場合は、円安ではなく、リスク回避の円高を引き起こしかねない点にも注意が必要だ。

## 2. 日銀金融政策(1月)：物価目標達成が16年度となる可能性も認める

### (日銀) 現状維持

日銀は1月20~21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(賛成8反対1：反対した木内委員は前回同様、追加緩和前の政策が適当と主張)。引き続きマネタリーベースが年間約80兆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。なお、近く期限が到来する「貸出増加を支援するための資金供給」については、期限を一年延長のうえ、金融機関毎の上限を拡大、総枠の引き上げなどを決定した。

声明文における景気判断は、「基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる」と前回の表現を維持。一方、個別項目では、生産について「下げ止まっている」と、前回の「下げ止まりつつある」から上方修正している。

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収束していく」と、これまで同様の回復シナリオを維持。ただし、物価については、「エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる」と、「当面現状程度のプラス幅で推移する」としていた前回から変更。原油安の物価面での影響を追認した形となった。

注目された展望レポートの中間評価では、消費税率の再引き上げ延期を受けて、15年度、16年度の成長率を上方修正する一方で、原油価格下落を受けて、15年度のコアCPI上昇率を大きく下方修正(10月時点1.7%→今回1.0%)した(16年度分は若干の上方修正)。

会合後の総裁会見では、展望レポートにおける15年度物価上昇率の下方修正に関して質問が集中。黒田総裁は「需給ギャップや中長期の予想物価上昇率に規定される物価の基調的な動きについての見通しに変化はない」、「原油価格

### 展望レポート(15年1月) 政策委員の大勢見通し(中央値)

		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
14年度	今回	-0.5%	0.9%
	前回	0.5%	1.2%
15年度	今回	2.1%	1.0%
	前回	1.5%	1.7%
16年度	今回	1.6%	2.2%
	前回	1.2%	2.1%

(注) 前回は14年10月時点の見通し、

コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く  
(資料) 日本銀行

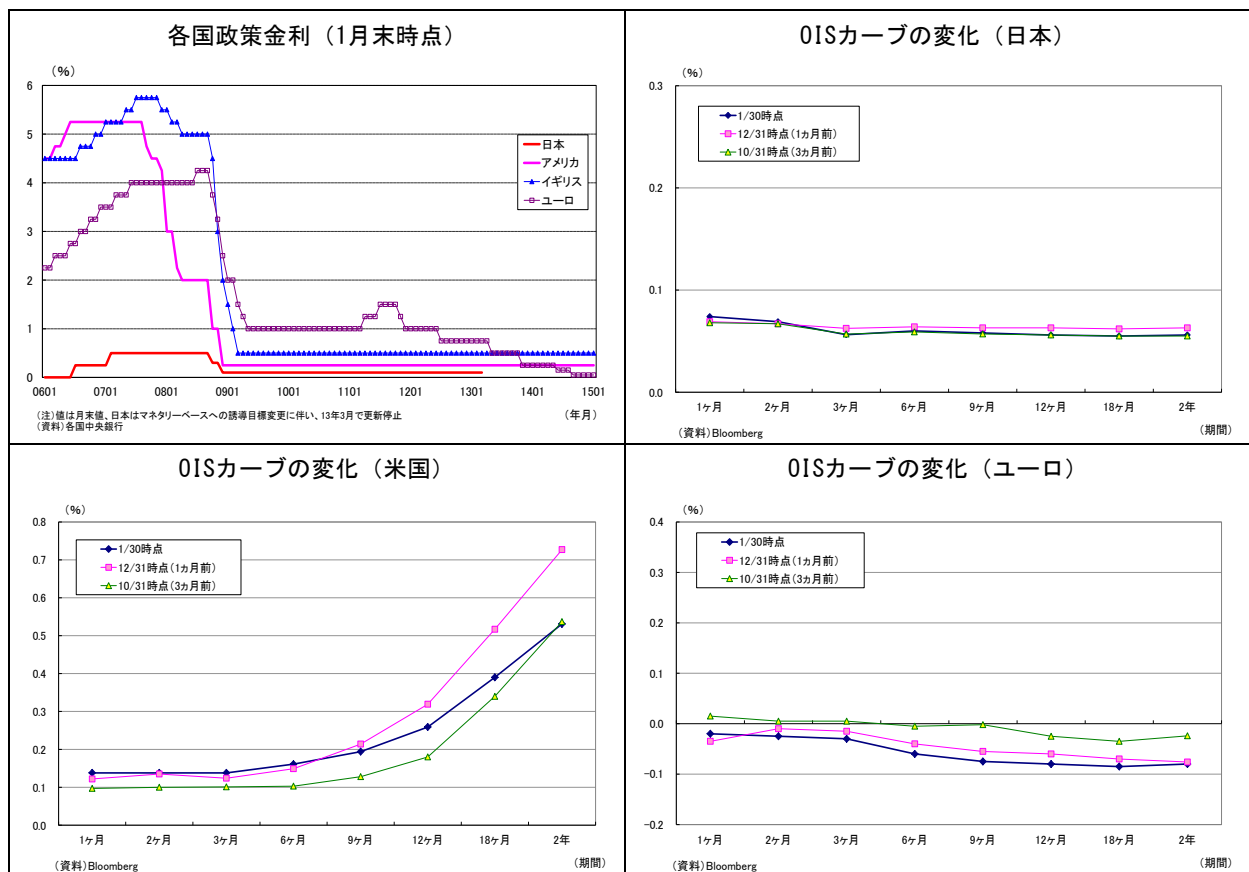
<sup>1</sup> Weekly エコノミスト・レター2015/01/09号 「[金融市場の動き\(1月号\)～原油安に潜む少し先のリスク](#)」

はやや長い目でみれば物価の上昇要因になる」とし、「基調的な物価の上昇率は今後着実に高まっていく」と説明。原油価格が70ドルまで持ち直していくという前提に立てば、「2015年度を中心とする期間に2%に達する」との従来の見通しを維持した。

一方で、「2%に達する時期が原油価格の動向によって多少前後する可能性があるのは事実」と延べ、「2015年度を中心とする期間」についても、「前後に若干はみ出る部分はある」と、達成が16年度になる可能性を認めた。

ちなみに、10月末に追加緩和を決定した理由は、「需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が物価の下押し要因として作用し、デフレマインドの転換が遅延するリスクが生じたため」と説明されていた。その後も原油安は進行しているが、現状評価について今回の黒田総裁は、「企業や家計の予想物価上昇率、あるいは賃上げの交渉に向けた動きをみても、デフレマインドにまた戻ってしまうという懸念は、現在のところは生じていない」と説明している。10月末も足元も、原油価格下落によって物価上昇率が鈍化傾向にある点は変わらないが、デフレマインドに戻るリスクが10月末には存在していて、足元には存在しないとする理由はいまひとつわかりにくい。

日銀としては、賃上げなどの情勢を見極める必要があると考えているものとみられ、当面の追加緩和の可能性は低いだろう。

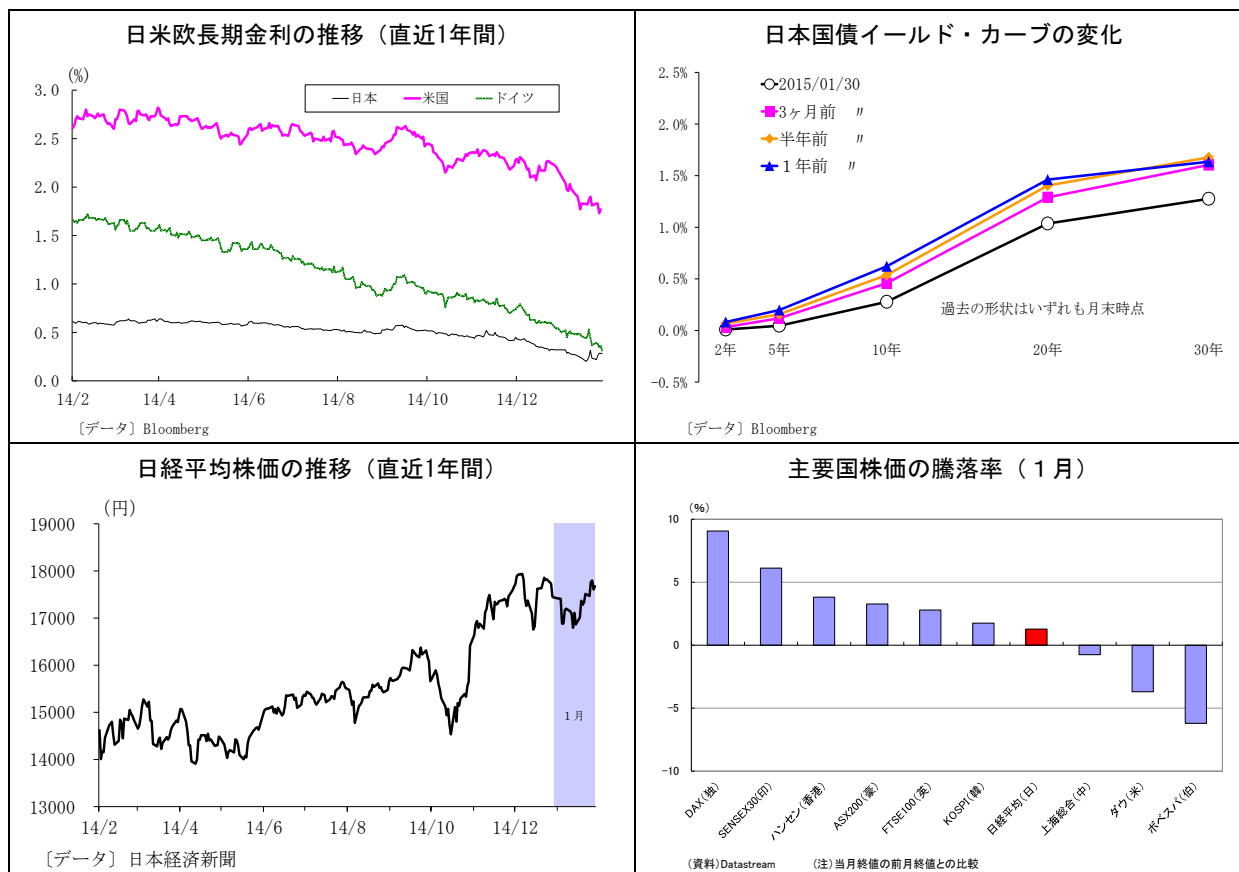


政策金利<sup>2</sup>の先行きに対する市場の見方を示す OIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の1月末時点における利回り曲線を見ると、日本は前月から殆ど変化がないが、微妙に右肩下がりの形状が目立ってきており、将来の日銀による付利引き下げを一部織り込

<sup>2</sup> 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。

んできている可能性がある。ユーロについても、前月からの変化はそれほどではないものの、日本同様に右肩下がりが目立ってきており、将来のマイナス金利拡大観測が一部出ているようだ。一方、米国については、引き続き右肩上がりの形状を保っており、将来の利上げが織り込まれているが、前月との比較では、9ヵ月以上のゾーンで下振れが起きている。原油価格下落を受けた低インフレ長期化観測が利上げペースの鈍化観測に繋がっているとみられる。

### 3. 金融市場(1月)の動き：円高へ調整、ユーロ急落、長期金利は過去最低更新



#### (10年国債利回り)

**1月の動き** 月初0.3%台前半からスタートし、月末は0.2%台後半に。

月初から、ギリシャ不安、原油価格下落に伴うリスク回避姿勢の高まり、日銀国債買入れによる需給逼迫感から金利低下圧力がかかり、6日に0.3%を割り込む。その後も需給逼迫を背景に低下に歯止めはかからず、過去最低をたびたび更新、スイス中銀の突然の政策変更を受けた16日には0.2%台半ば、19日には0.2%に達した。ただし、その後は日銀決定会合で追加緩和に慎重な姿勢が示されたことやECB理事会前のポジション調整を受けて急上昇し、22日に0.3%台前半を付けた後、ECBの量的緩和決定を受けた23日には0.2%台前半に戻るなど荒い動きに。月終盤は方向感を失い、月末は0.2%台後半で終了。

#### 当面の予想

今月に入り、日銀追加緩和期待が後退する中で入札不調などから急上昇し、3日に一時0.4%を付けた後0.3%台半ばに戻すなど、金利は不安定化している。日銀の大量国債買入れによる流動性の低下も影響していると考えられる。相場観が一旦崩れたため、しばらく不安定な動きが続くそう

だが、基本的に債券への需要は強く、金利が上昇する局面では買い控えていた投資家の買いが期待できるため、上昇余地は限定的。当面 0.3%強を中心とする推移を予想する。

## (ドル円レート)

**1月の動き** 月初 120 円台半ばからスタートし、月末は 118 円台前半に。

月初、原油安やギリシャ不安によるリスク回避の円買いで 6 日に 120 円を割り込む。その後も原油価格下落などからリスク回避する動きが続き、13 日には 118 円に。スイス中銀の突然の政策変更を受けた 16 日には 116 円台半ばまで円高が進行。その後は ECB の緩和期待に伴う株高によってリスク回避姿勢が後退し、22 日には 118 円台を回復、量的緩和決定を受けた翌 23 日には 118 円台半ばまで円安が進んだ。その後は方向感を失って一進一退となり、月末は 118 円台前半で着地。

### 当面の予想

今月に入っても、ギリシャ不安や原油安に伴うリスク回避地合いは続き、足元は 117 円台前半にある。ともに早期に不安が払拭されるような状況にはないため、リスク回避地合いはしばらく続きそうで、ドル円レートは基本的に上値の重い状態が続くだろう。そうした中で目先の注目材料はやはり本日の米雇用統計であり、水準調整の材料になる。雇用者数の増加幅に加えて平均時給の伸びも市場の注目点となっている。総合評価として堅調な内容が示されれば 118 円台の回復も。

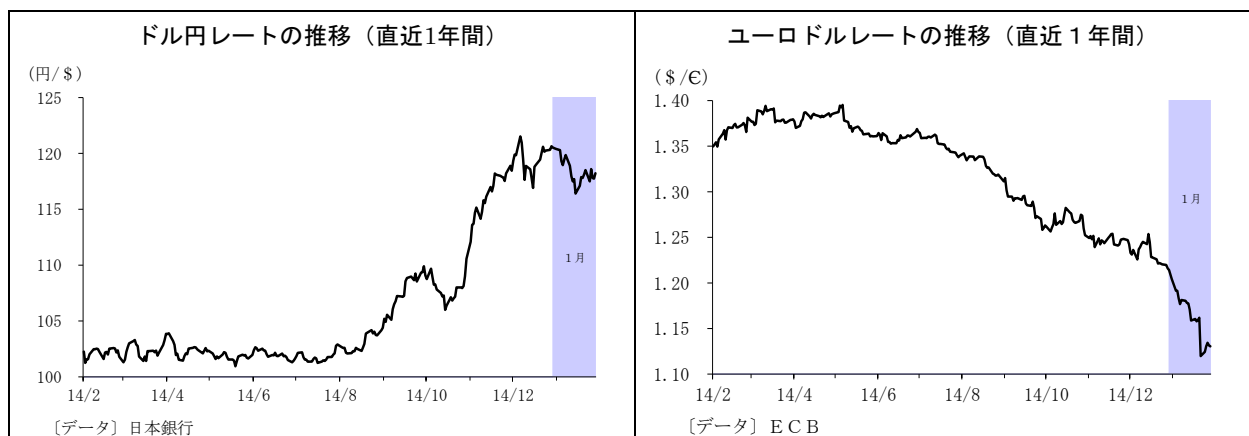
## (ユーロドルレート)

**1月の動き** 月初 1.20 ドル台半ばからスタートし、月末は 1.13 ドル台前半に。

月初から ECB の量的緩和観測が高まり、ユーロが下落。物価上昇率のマイナス転落を受けた 8 日には 1.17 ドル台後半となる。その後は一進一退の推移が続いたが、スイス中銀による対ユーロでのフラン上限解除を受けて 16 日に 1.15 ドル台に。さらに、ECB による量的緩和決定を受けた 23 日には 1.12 ドルまで下落した。その後はポジション調整のユーロ買いなどから 27 日には 1.13 ドル台を回復したが、ユーロの上値は重く、月末は 1.13 ドル台前半で着地した。

### 当面の予想

今月に入ってから、ギリシャ情勢をにらんでの一進一退が続いており、足元は 1.14 ドル台後半。ギリシャ新政府と EU サイドとの交渉は今後も難航が予想され、ギリシャ情勢の不透明感は長引くだろう。市場では一喜一憂する反応が続きそうだ。ただし、3 月からは ECB が先月決定した量的緩和が実際に動き出すため、そこに向けて改めてユーロ売りが意識されやすくなる。ユーロには次第に下落圧力がかかり、ユーロドルはやや水準を切り下げると見ている。



金利・為替予測表(2015年2月6日現在)

		2014年	2015年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	2.3	2.0	2.4	2.5	2.7
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)	0.8	0.4	0.5	0.6	0.7
ドル円	(平均)	115	118	121	121	122
ユーロドル	(平均)	1.25	1.12	1.11	1.10	1.09
ユーロ円	(平均)	143	132	134	133	133

(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。