

Weekly エコノミスト・ レター

複雑化する円相場を読む4つのポイント～金融市場の動き(3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

- (為替)** 最近のドル円相場は、多くの材料が複合的に影響しており、構造が複雑化しているため、改めて円相場を読むためのポイントを整理してみたい。最初のポイントは市場のリスク回避姿勢、2つ目のポイントは米国の追加利上げ観測、3つ目のポイントは日銀の追加緩和観測だ。これらの組み合わせによって様々な展開が考えられる。リスク回避姿勢が後退するとともに、米利上げ観測や日銀の追加緩和観測が高まることで日米金融政策の差が拡大すると、円安ドル高へ。逆にリスク回避が強まるとともに、日米金融政策の差が縮小すると、円高ドル安が進行することになる。ここで、悩ましいのは、米利上げ観測が高まることで副作用への懸念が高まり、リスク回避が誘発されかねないことだ。その場合はやや円高ドル安に振れる可能性が高い。米利上げ観測が高まっても市場がリスク回避的にならないためには、現在のリスク要因（中国不安や原油安）に改善がみられることや、新たなリスク要因が緊迫化しないこと、世界経済の下支え役としての米経済の堅調さが十分に確認できることが必要になる。そして、最後のポイントは個人金融資産の動向になる。マイナス金利政策によって、預貯金からの利息はほぼ全く期待できない状況になった。家計が資産運用について改めて考える契機になったはずだ。これを受けて、家計が株や外貨建て資産を積み増す動きが生じれば、株価上昇を通じたリスク選好の円売りや外貨投資に伴う直接的な円売りが発生し、円安に作用する。家計の預金の1%が外貨建て資産に流れるだけで8兆円強の円売りが発生する。このインパクトは14年度の貿易赤字(9.1兆円)にほぼ匹敵するだけに、影響力は侮れない。
- (市場の動きと予想)** 2月は急激な円高ドル安が進行、ユーロドルは横ばい、長期金利はマイナス圏に転落した。当面ドル円、ユーロドルとも上値が重く、長期金利も現状付近での推移を予想するが、日米中銀会合を受けてボラティリティが高まる可能性も。



円相場のポイント

ポイント	円高要因に	円安要因に
①市場のリスク回避姿勢	リスク回避	リスク選好
②米利上げ観測	後退	高まり
③日銀追加緩和観測	後退	高まり
④個人金融資産の動き	リスク性資産 圧縮	リスク性資産 拡大

1. 為替：複雑化する円相場を読む4つのポイント

年明け以降、為替市場では急激に円高ドル安が進んだが、2月中旬以降は一服し、下旬以降はやや戻しているものの、方向感が掴みづらい展開となっている。最近のドル円相場は、多くの材料が複合的に影響しており、構造が複雑化しているため、改めて円相場を読むためのポイントを整理してみたい。

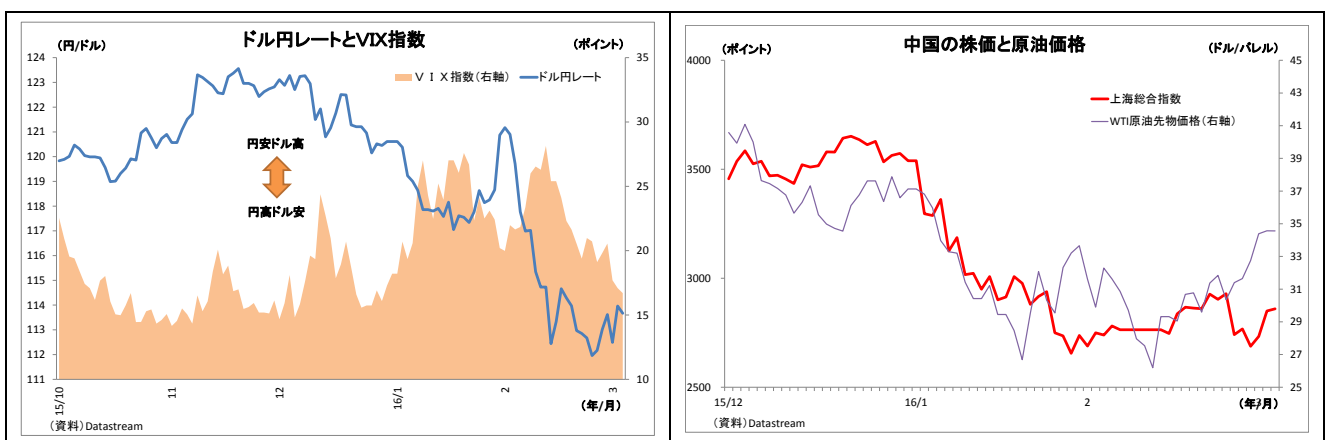
ポイント①：市場のリスク回避姿勢

まず、最初のポイントは市場のリスク回避姿勢だ。円はリスク回避姿勢が強まると買われやすくなる特徴がある。それは、リスク回避局面では高金利通貨の金利が低下することで円の相対的な魅力が高まること、円キャリー取引（低金利の円を売り、高金利通貨を買うことで利鞘を稼ぐもの）の解消に伴う円買いが入ることが主に影響している。逆にリスク回避姿勢が弱まる（＝リスク選好姿勢が強まる）と円は売られやすくなる。

年初以降の市場では、急激にリスク回避姿勢が強まった。米市場の警戒感を示す指標である VIX 指数（恐怖指数）は、年初以降急激に上昇し 20 ポイントを大きく上回り、市場ではリスク回避姿勢が強まったことで、円高が進行した。一方、最近では同指数が 20 ポイントを割りこんできており、まだ完全に平時のレベルとまでは行かないものの、市場のリスク回避姿勢は緩和し、円高圧力もやや弱まっている。この背景には、リスク回避の要因となっていた中国不安と原油安が一服したことがある。前者は 3 月 5 日からの全人代で景気対策が発表されるとの期待から、後者は主要産油国の増産凍結協議が進んでいるためだ。

従って、当面の注目点は、中国不安や原油安がこのまま収束するか？という点になるが、さしあたって、全人代での景気対策と主要産油国の増産凍結協議の行方・実効性がカギになりそうだ。これらが市場の期待に沿う内容となれば、リスク回避はさらに緩和し、円安が進みやすくなる一方、期待外れの結果に終われば、失望によるリスク回避で再び円高圧力が高まることになる。

ちなみに、原油価格に関しては、さらに別ルートでも為替に影響を与える。原油安が是正されれば、現在ほぼ均衡している貿易収支の赤字拡大（円売り拡大）を通じて円安圧力となる一方、原油安がさらに進行すれば、貿易黒字の拡大（円買い拡大）を通じて円高圧力となる。



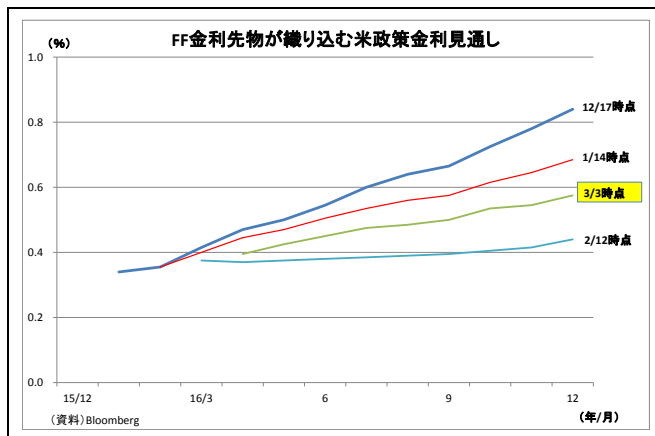
ポイント②：米国の利上げ観測

2つ目のポイントは米国の追加利上げ観測だ。米国の追加利上げペースが早まるとの見方が強まれば、米金利上昇（ドル買い要因）を通じてドル高圧力が高まる一方、遅くなるとの見方が強まれば、米金利

低下（ドル売り要因）を通じてドル安圧力が高まる。

年初以降、米経済指標の悪化や金融市場の混乱を受けて、米利上げ観測が後退し、ドル安圧力となってきた。米金利先物市場が織り込む政策金利の見通しを見ると、12月の利上げ直後の段階で今年は年約2回の利上げが織り込まれていたものが、2月半ばには殆どゼロまで後退した。

一方、2月下旬以降は、米GDPや所得・消費、製造業景況感などの経済指標が予想を上回ったことで、米経済への悲観がやや修正され、直近の利上げ織り込み回数はやや持ち直している。このことが、リスク回避の後退とともに、最近のドル円の持ち直しに寄与した。

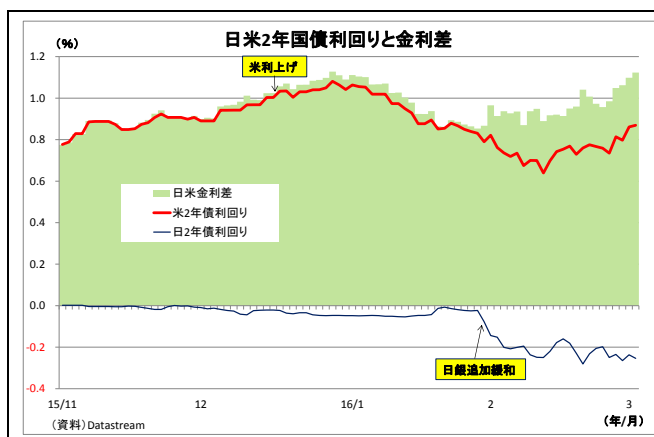


米国の利上げは、米国経済の行方にかかっている。今後、米国で堅調な経済指標が続けば、悲観が修正され、利上げ観測が高まることでドル高要因になり、低調な経済指標が続けば、悲観が強まり、ドル安要因になる。

ポイント③：日銀の追加緩和観測

3つ目のポイントは日銀の追加緩和観測だ。1月末の追加緩和（マイナス金利導入）は、外部環境の悪化や副作用への懸念などから円安効果が顕在化しなかったが、マイナス金利政策自体は円金利を低下させるという点で明らかに円安材料だ。2%の物価上昇目標は遠く、日銀は今後も追加緩和をせざるを得なくなると予想され（具体的な予想時期や理由はP6参照）、マイナス金利拡大はその主たる手段となるだろう。

従って、今後、日銀の追加緩和観測が高まれば円安圧力が強まり、後退すれば円高圧力が強まると考えられる。



		ドル円相場への影響	
		リスク回避・選好	
		リスク回避 (円高要因)	リスク選好 (円安要因)
日米金融政策の差	縮小 (円高要因)	円高ドル安	やや円安か
	拡大 (円安要因)	やや円高か	円安ドル高

以上、①～③のポイントは今後のドル円相場を大きく左右することになるのだが、組み合わせによって様々な展開が考えられる。リスク回避姿勢が後退（リスク選好へ）するとともに、米国の利上げ観測や日銀の追加緩和観測が高まることで日米金融政策の差が拡大すると、円安ドル高が進行する。逆にリスク回避が強まるとともに、米利上げ観測や日銀追加緩和観測が後退することで日米金融政策の差が縮

小すると、円高ドル安が進行することになる。

ここで、悩ましいのは、米国の利上げ観測が高まることで、その副作用への懸念が高まり、投資家のリスク許容度が低下、市場のリスク回避が誘発されかねないことだ。その場合は、やや円高ドル安に振れる可能性が高い。米利上げ観測が高まっても市場がリスク回避的にならないためには、現在のリスク要因（中国不安や原油安）に改善がみられることや、新たなリスク要因が緊迫化しないこと、世界経済の下支え役としての米経済の堅調さが十分に確認できることが必要になる。

ポイント④：個人金融資産の動向

そして、最後のポイントは個人金融資産の動向だ。「貯蓄から投資へ」というキャッチフレーズが叫ばれて久しいが、これまで投資へのシフトは限定的であった。日銀の資金循環統計によれば、15年9月末の個人金融資産1684兆円のうち、リスク性資産の残高は272兆円、その割合は16%に留まっている。しかも、近年の増加は時価上昇の寄与が大きい。

ただし、今年に入って日銀のマイナス金利導入によって、預金金利が低下し、預貯金からの利息

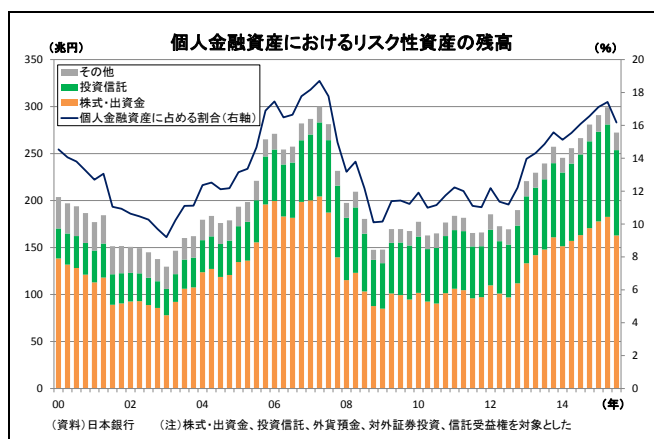
はほぼ全く期待できない状況になった。もともと預金金利は極めて低く、スズメの涙程度であったため、金額的な影響は限定的だが、家計が資産運用について改めて考える契機にはなったはずだ。また、マイナス金利で収益が圧迫されている金融機関は、収益源の多様化のために、投信等の販売にこれまで以上に注力せざるを得ない。

この状況変化を受けて、家計が株式や外貨建て資産といったリスク性資産投資を積み増す動きが顕在化すれば、株価上昇を通じたリスク選好の円売りや外貨投資に伴う直接的な円売りが発生し、円安に作用する。家計の保有する預金は15年9月末時点で829兆円あり、この1%が外貨建て資産に流れるだけで8兆円強の円売りが発生する。このインパクトは14年度の貿易赤字（9.1兆円）にほぼ匹敵するだけに、影響力は侮れない。

逆に、利息収入がさらに細ったことで将来への不安が台頭し、家計がリスク資産を圧縮する動きを見れば、株安に伴うリスク回避の円買いや外貨投資解消に伴う円買いが発生し、円高に作用することになるだろう。

以上、これまでに挙げた4つのポイントがそれぞれどうなるか？が今後のドル円レートを左右する（表紙図表参照）。

ちなみに筆者は、しばらくはリスク回避が燻り、米国の利上げ観測が高まらない一方で、日銀は様子見を続けると見ているので、ドル円の上値は重くなると予想している。ただし、時間軸を延ばして今後3ヵ月程度というスパンで考えると、政策対応などからリスク回避は後退し、堅調な米国経済の下、6月の利上げ観測が高まることで日米金融政策の方向性の違いも再び鮮明化し、円安ドル高が再開すると予想している。個人金融資産の動きは読みにくいだが、従来と比べればリスク性資産への投資が活発化し、円安をサポートすると見ている。



2. 日銀金融政策(2月)：日銀内での意見の乖離が鮮明に

(日銀)維持(開催なし)

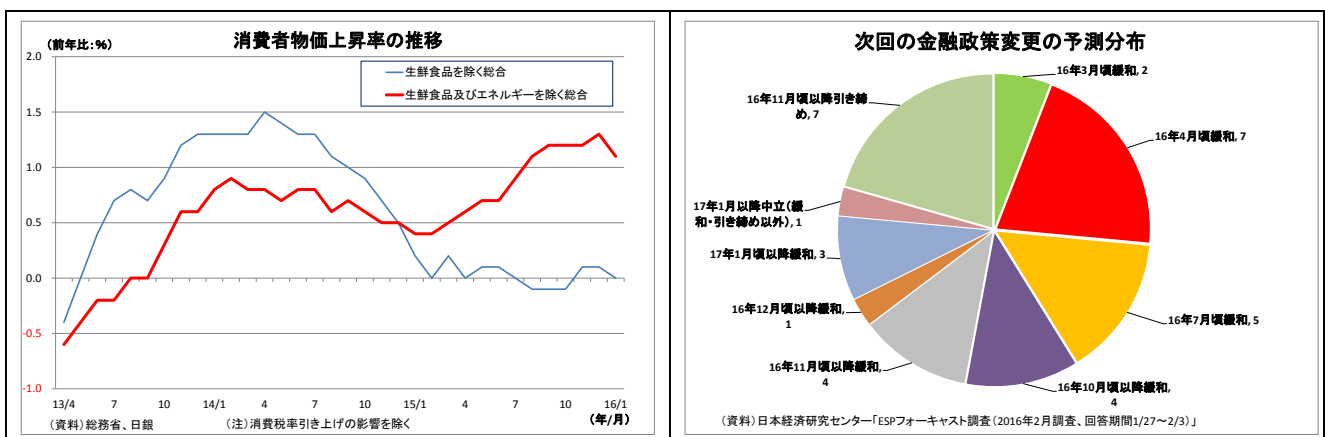
今年から金融政策決定会合の開催が年8回へと減少したことで、2月は会合の非開催月にあたる。従って、必然的に金融政策の変更は行われたかった。次回の会合は3月14日～15日に予定されている。

なお、2月8日に「金融政策決定会合における主な意見」(1月28～29日開催分)が公表され、マイナス金利が決定された1月会合での政策委員の主な意見が明らかになった。

金融経済情勢に関する部分では、年明け以降の金融市場の不安定な動きによって、「人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している」との意見があったほか、新興国・資源国経済の先行き不透明感の強まりや原油安によって「賃上げの動きが拡がりを欠き、物価上昇ペースが下振れるリスクには重大な関心を払わざるを得ない」との意見もあり、日銀内において、最近の世界経済・金融情勢が本邦物価に与える悪影響への強い警戒が広がっていた様子がうかがえる。

また、金融政策運営に関する部分では、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加緩和の余地が十分あることを示すことを可能とする」、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和は、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れと合わせて、予想実質金利を一層引き下げる効果を発揮する」といったマイナス金利に賛同する意見が出た一方で、「ただちに政策対応が必要な情勢ではない。マイナス金利導入が市場にかえって政策の限界を印象づけてしまうことを懸念する」、「現状維持が適当である。(中略)マイナス金利導入は、資産買入れの限界と受け止められるほか、複雑な仕組みは混乱・不安を招くリスクがあり、かえって、金融緩和効果を減衰させる恐れがある」、「現在の状況は大がかりな政策変更を行うタイミングとは考えない。(中略)国債のイールドカーブをさらに引き下げても、民間の調達金利の低下余地は限られ、設備投資の増加も期待し難い」など、追加緩和やマイナス金利政策への反対意見も多数存在したことが明らかになった。

黒田総裁は自身の考えに近い委員を4名と総裁自身を入れて過半数の5名を確保しており、今後の政策決定に大きな支障は無いと見られるが、日銀内で意見の相違、すなわち不協和音が目立っていることは、期待に働きかける効果に影響を与える可能性がある。



今後の政策運営に関しては、日銀はしばらくは様子見スタンスを維持すると筆者は予想している。今回のマイナス金利導入は、従来の金融緩和措置（量的緩和拡大）と比べて、市場や国民による「副作用への警戒が強い」という特徴がある。日銀としては副作用が限定的であることをデータとして示さなければ、さらなるマイナス金利拡大には踏み出しにくい。

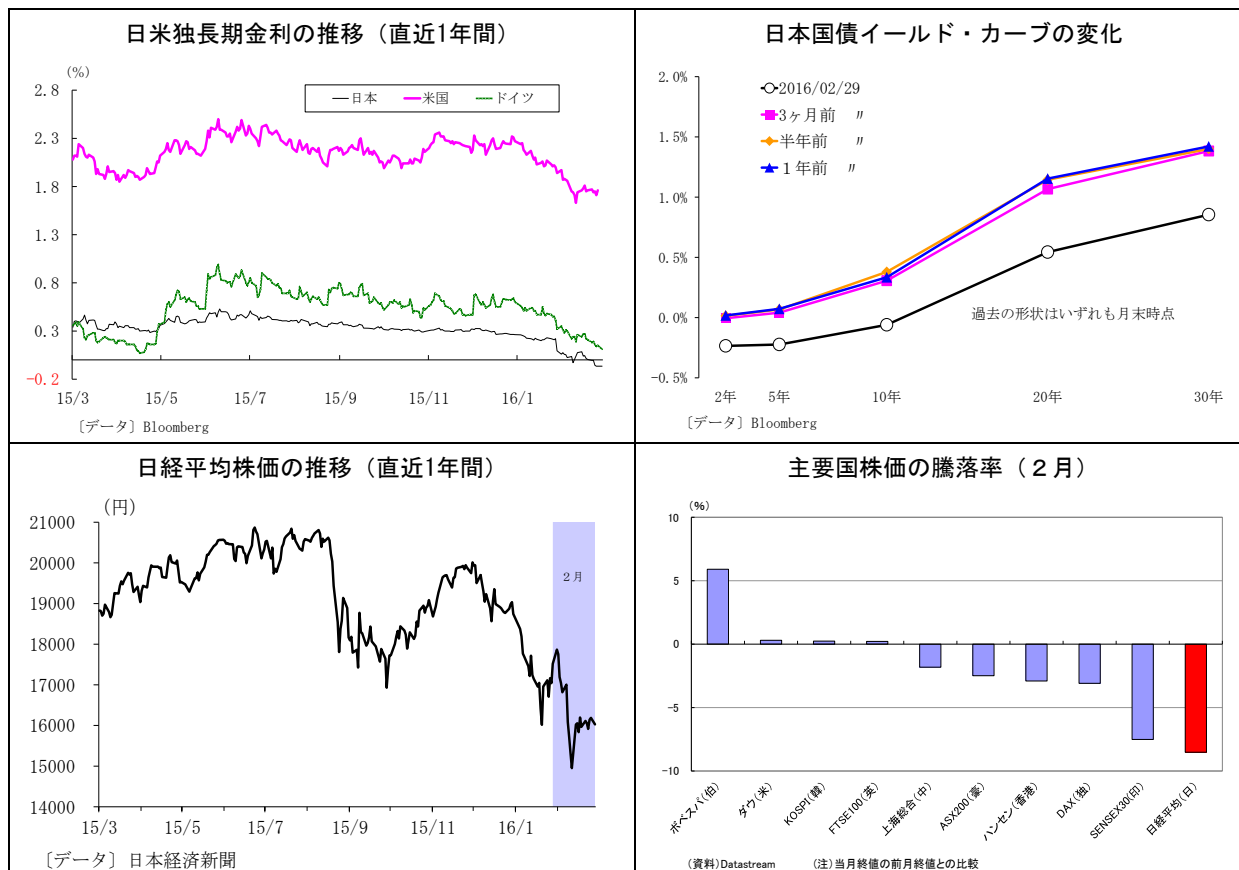
従って、筆者は次回の追加緩和の時期を今年の7月と予想している。この頃になれば、副作用に関するデータもある程度揃うほか、最近の円高などから、日銀が「物価の基調改善」の根拠としてきたエネルギーと生鮮食品を除くCPIなどの変調が顕著となり、追加緩和をせざるを得なくなると見ている。手法は、マイナス金利の拡大とETF買い入れ増額が最有力。マイナス金利の拡大は、小幅に刻むとインパクトに欠けるため、少なくとも0.2%以上の引き下げ幅になると見ている。

3. 金融市場（2月）の動きと当面の予想

（10年国債利回り）

2月の動き 月初0.0%台後半からスタートし、月末は-0.0%台後半に。

1月末の日銀によるマイナス金利導入を受けて月初から金利は低下基調となり、5日には0.0%台前半に。世界的な株安に伴う安全資産需要もあり、9日には史上初のマイナスを付ける。その後は高値警戒感から10日にプラス圏に戻り、12日には0.0%台後半を回復したが、20年債入札で強い需要が確認されたことで金利低下に転じ、22日には再びマイナス圏に。以降も、日銀オペや2年債入札で需給逼迫が示されたことでマイナス幅を拡大し、月末は-0.0%台後半となった。



当面の予想

今月に入り、リスク回避地合いが緩和したことや、決算期末を控えた利益確定売りなどから 10 年国債利回りはややマイナス幅を縮小し、 -0.0% 台前半で推移している。今後とも日銀による大規模国債買入れとマイナス金利政策によって金利抑制圧力の強い状況が続く。ただし、高値警戒感や（未だプラス金利である）超長期債への需要シフトなどから、マイナス幅をどんどんと広げていく展開にもなりつらいただろう。当面の長期金利は小幅なマイナスからゼロ近辺での推移が予想される。ちなみに、今月の日銀決定会合で追加緩和が見送られた際に、一部追加緩和を織り込んでいた部分が剥落し、一時的な金利上昇の反応が出る可能性がある。

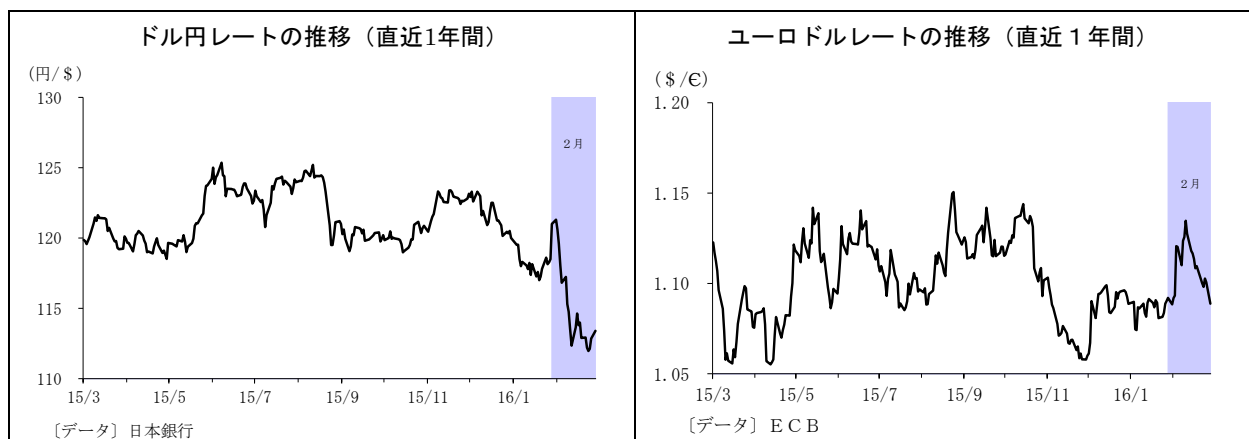
（ドル円レート）

2月の動き 月初 121 円台前半からスタートし、月末は 113 円台前半に。

月初、日銀マイナス金利導入の余韻でやや円安に振れたが、原油安等に伴ってリスク回避の円買いが優勢となり、3 日に 120 円を割り込む。その後、米経済指標の悪化などに伴うドル売りも加わり、ドル円は急速に下落し、10 日には 115 円を割り込んだ。さらに、イエレン FRB 議長の議会証言を受けた米利上げ観測の後退もあり、12 日には 112 円台に円高が進行。その後は世界的なリスク回避が一服したことで、16 日には 114 円台を回復したが、原油安再開で再び円が買われ、19 日には 112 円台に戻る。その後は G20 を控え小動きが続いたが、月末は、米 GDP の上方修正等を受けて 113 円台前半に回復。

当面の予想

今月に入り、米国で予想を上回る経済指標が出たことで足元は 113 円台後半にある。今後は、本日の米雇用統計で追加利上げの可能性を押し量ることになるが、3 月 16 日の FOMC では利上げが見送りとなり、政策委員の政策金利見通し（ドットチャート）も下方修正されるだろう。その前日の日銀決定会合で追加緩和が見送られると予想されることもあり、円安ドル高のエンジンは本格稼働せず、ドル円の上値は当面重いままだろう。中国株や原油価格の動向次第では、さらに円高方向に進むリスクもある。



（ユーロドルレート）

2月の動き 月初 1.08 ドル台後半からスタートし、月末は 1.08 ドル台後半に。

月初、米経済指標の悪化を受けたドル売りで、4 日に 1.12 ドル台へ上昇。しばらく一進一退の推移を経た後、リスク回避の高まりで低金利のユーロに買いが入り、11 日には 1.13 ドル台半ばを付ける。その後はリスク回避の一服でユーロが売られ、15 日には 1.11 ドル台へ下落。その後は、英

国のEU離脱懸念が高まったことやECBの追加緩和観測が意識されたことでユーロ安圧力が強まり、22日には1.10ドル台に。以降、1.10ドルを挟んだ展開となる。月末は、米GDPの上方修正を受けて1.08ドル台後半に下落した。

当面の予想

今月に入り、米経済指標改善に伴ってドル高圧力が一旦強まったが、持ち高調整のユーロ買いも入り、足元は1.09ドル台前半で推移している。目先はドル円同様、本日の雇用統計が焦点となるが、来週にはECB理事会が開催される。ECBは既に追加緩和を示唆しており、その内容が注目される。市場は既に小幅なマイナス金利拡大は織り込み済みのため、それだけで終われば、12月のように失望によるユーロの買戻しが発生しそうだ。メインシナリオとしては、ユーロ圏の物価のマイナス転落を受けてマイナス金利拡大に加え何らかの対応が採られると予想され、ユーロは一旦下落すると見ている。ただし、中旬以降は、米利上げ見送りを受けて再びユーロが値を戻す展開になると見ている。

金利・為替予測表(2016年3月4日現在)

		2015年	2016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	0.1	-0.0	-0.0	0.0
アメリカ	FFレート(期末)	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
	10年金利(平均)	2.2	1.9	2.2	2.6	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)	0.6	0.3	0.2	0.3	0.4
ドル円	(平均)	121	116	116	119	121
ユーロドル	(平均)	1.10	1.10	1.08	1.07	1.06
ユーロ円	(平均)	133	127	125	127	128

(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。