

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融・為替市場の動き

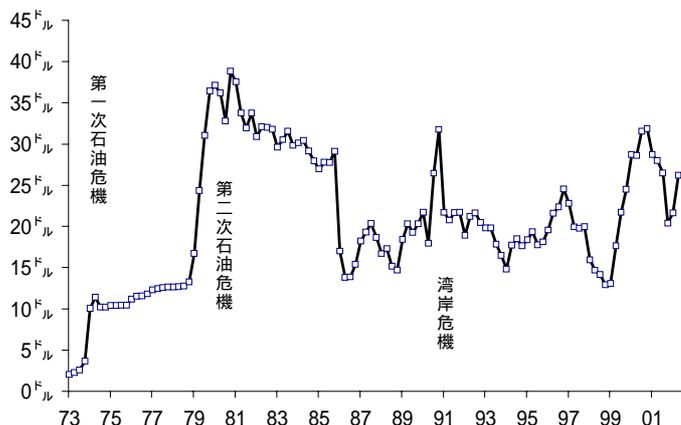
<金融・為替市場の動き>

1. 債券相場では、日銀による景況感の上方修正にもかかわらず、株安や円高への懸念が強いことや需給環境が良好なことから、当面長期金利の低下余地を探る展開が予想される。
2. 為替相場では、ドルが対ユーロで一段安になる可能性がある中、対円でも政府・日銀の介入をこなしながら、日米の経常収支格差などを背景に円の底堅い推移が続こう。

<今週のトピック：最近の石油情勢>

1. 原油市況は、短期的には今後とも中東情勢が引き続き価格変動に大きなインパクトを与える可能性が高い。
2. 一方、中長期的には中東情勢以上にカスピ海沿岸の動向が注目され、結果的にこれが世界の原油価格の決定メカニズムを大きく変える可能性もあろう。

原油価格の推移と原油価格をめぐる主な出来事



- 73.11 クウェート会議（産油国による一方的価格引上げ）
 - 78.12 OPEC 総会（年10%で四段階値上げへ）
 - 79.9 イラン・イラク戦争
 - 86.2 産油国政府による価格決定方式（GSP）廃止（87.2に一旦復活、88.4に再び廃止）
 - 90.8 イラク軍クウェート侵攻
 - 99.3 OPEC 総会（非OPECと協調減産合意）
- （原油価格は82.2までアラビアンライト、それ以降はWTIを使用。）

【データ】NYMEX、OPEC

副主任研究員（為替担当）熊谷 潤一（くまがい じゅんいち）(03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

副主任研究員（金融担当）矢嶋 康次（やじま やすひで）(03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

< 金融政策・金融市場の動き >

(担当：矢嶋)

金融政策：動きなしの短期金融市場（6月）

日本銀行は6/13日に公表した6月の金融経済月報で、足もとの経済情勢について「国内需要は依然弱いものの、輸出がはっきりと増加し生産も持ち直すなど、下げ止まりに向けた動きがみられる」と判断し、4カ月連続で景況感を上方修正した。景気が下げ止まったとは断定してはいないものの、そこに向かっていくことを明確に認めている。

当座預金残高は15兆円前後での推移と当座預金残高の現在のターゲットである10-15兆円の上限で推移している。デフレ払拭が展望できない中で景況感が上向いたとしても当座預金残高のターゲットを引き下げることが「引き締め」との判断を与えかねず、当面現状維持の金融政策が続くだろう。

債券相場の動き：世界経済減速・株安から債券相場堅調（6月）

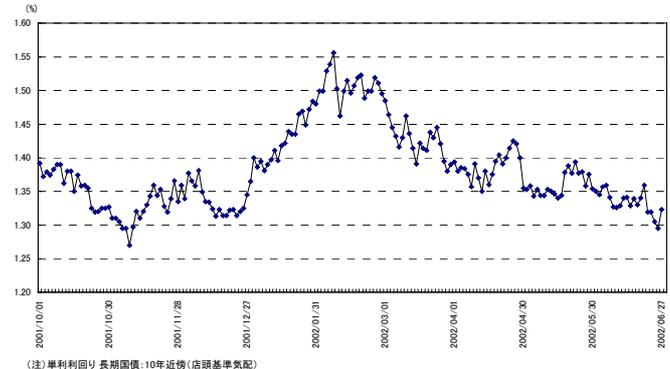
6月の債券相場は、堅調な推移となった。

(図1)。月初は、5月に引き続き投資家の慎重な姿勢が崩れず小動きな展開が続いた。その後、6/7日に1-3月期のGDPが発表され、四半期ぶりにプラス成長（前期比年率5.7%）となったが、市場では内需が弱く外需に依存した景気回復の持続性に懐疑的な見方が強まったこと、政府の第2次デフレ対策が国債発行にはつながらないとの思惑も相場の支援材料となったことから、若干買いが先行し金利低下となった。

中旬以降は米国をはじめとする世界的な株安、円高圧力が強まり(図2)、現物債の好需給にも支えられて債券相場は堅調に推移し、長期金利(10年国債)は昨年11月以来の1.3%割れまで低下している。

当面、株安、円高への懸念が強く、さらに需給環境も良好なことから長期金利の低下余地を探る展開が予想される。

(図1)10年物国債利回り



(図2)進む株安・円高



< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き (6月)

円ドルレートは月初、4日に政府・日銀が前月に続き1ドル=123円台で円売りドル買い介入を行ったこと、および米国株が一旦下げ止まったためドルに対する不安が薄れたことを背景に、ドルの買戻しが活発化し、一時126円をうかがう展開となった。

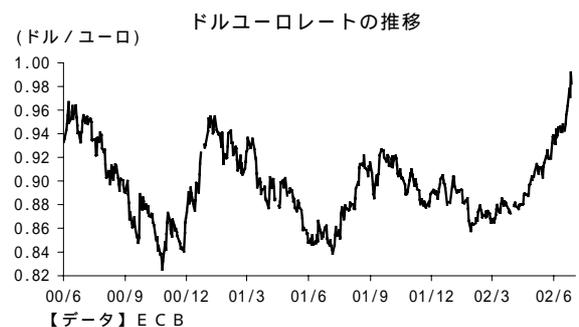
その後、月央にかけては、5月小売売上高の予想以上の落込みなどにより米国株が再び下落しはじめたことからドル売り圧力が強まったものの、根強い介入警戒感から123円をこえる円高には至らない状態が続いた。

しかし、21日に塩川財務大臣が「我々の力で為替相場を支配するわけにはいかない」と発言すると、介入警戒感が大幅に後退し、円ドルレートは一気に120円台まで急上昇。24日に政府・日銀が再び円売りドル買い介入を実施したものの、円が下落する局面では輸出企業の円買いが円の下値を限定的なものにするとともに、業績見通しの相次ぐ下方修正や不正会計疑惑により、米国株がテロ事件直後の安値近辺まで下落したことを嫌気したドル売りが強まったため、円は118.36円の高値をつけた。なお、28日に海外市場で政府・日銀がF R B・E C B (欧州中銀) に円売り委託介入を行うと、円高の動きはようやく収まった。

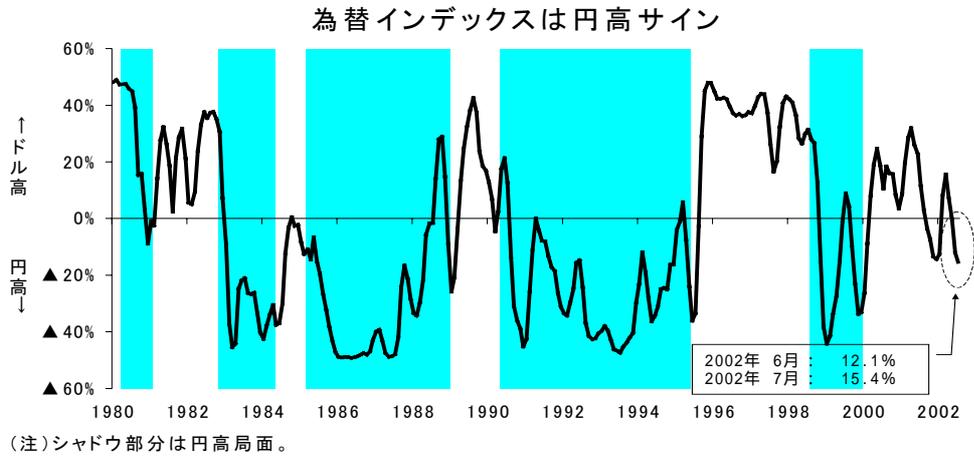
ドルユーロレートは、欧州当局による相次ぐユーロ高容認発言や、米国株安を背景としたドルからの資金回帰懸念などから、ユーロが1ユーロ=1ドル近辺まで上昇し、2000年2月以来のユーロ高となった。ユーロは、対円でも一時119円台後半と年初来高値近くまで上昇した。

当面の見通し

為替市場では、米欧当局がドルの動きを市場に委ねる姿勢を崩していない状況下、米国の株安不安が払拭しきれないことから、引き続きドル安基調が続くと思われる。とりわけ、金利差や経常収支などの面で欧州から米国に資金が流れにくい状況にあるため、ドルは対ユーロで一段安となる可能性が高い。対円でも介入が円高の速度を抑えるものの、日本の経常黒字・景気回復期待などを背景とした円買い圧力は根強いと思われ、円の底堅い動きが続くであろう。今後1ヶ月の円レートの対ドル想定レンジは、115~122円。



7月の為替インデックスは 15.4 と円高サイン継続



7月の為替インデックスは 15.4%となり、6月の 12.1% (10.8%より改定) から 3.3%ポイント低下、円高サインが続いている。変数別寄与度をもとに今月のポイントを挙げてみると以下の通り：

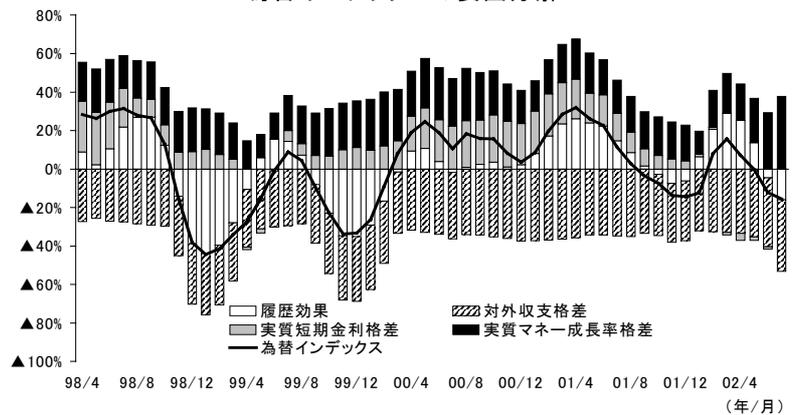
- (1) 実質短期金利差要因：7月為替インデックス比 1.6 ポイントの**小幅円安寄与**。わずかではあるが、日本の物価が下げ止まり実質金利が小幅低下したことが、円安要因となっている。
- (2) 対外収支格差要因：前月比 1.5 ポイントの**小幅円高寄与**。外需主導の景気底打ちに伴う日本の貿易収支黒字増大が、円高要因となっている。
- (3) マネー成長率格差要因：前月比 8.0 ポイントの**円安寄与**。日銀の潤沢な資金供給により、M1 (現預金) が増大していることが、円安要因となっている。

尚、履歴効果は前月比 11.4 ポイントの**円高寄与**と、引き続き相場のモーメントが円高にあることを示している。

為替インデックス(過去1年分)

2001年7月	11.5%
2001年8月	2.8%
2001年9月	-3.6%
2001年10月	-7.3%
2001年11月	-13.5%
2001年12月	-14.4%
2002年1月	-12.5%
2002年2月	8.2%
2002年3月	15.6%
2002年4月	7.3%
2002年5月	-0.2%
2002年6月	-12.1%
2002年7月	-15.4%

為替インデックスの要因分解



(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT 『為替予測における発想の転換』を参照。

<今週のトピックス：最近の石油情勢>

(担当：熊谷)

依然として中東情勢に左右される原油市況

世界の石油市場では、73年の第一次石油危機以降、OPECによる産出枠や価格決定方法の変更、あるいは中東地域での紛争勃発などによって、原油価格が左右される局面が数多く見られるなど、中東諸国の動向が常に多大な影響を及ぼしてきた。

最近数年間を見ても、99年のOPEC・非OPECによる協調減産以降、当時は米国経済が好調だったこともあり、原油価格の上昇が続いた。その後、昨年9月11日のテロ事件により米国経済の鈍化が決定的になると一旦20ドル割れまで下落したものの、今年に入りパレスチナ/イスラエル紛争の激化、米国のイラク攻撃への不安など、中東絡みの問題が拡大したのを背景に再び上昇しており、現在も20ドル台半ばで高止まりの状態を続けている。

世界の石油情勢に変化の「兆し」

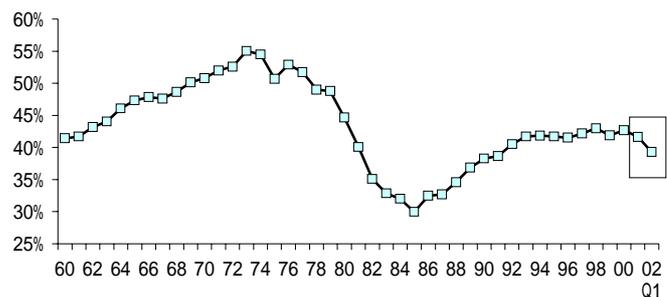
原油市況については、上記の通り引き続き中東情勢の動向が気になるところであるが、一步引いて世界の石油情勢を見た場合、表面的な市況の変化とは異なる部分で変化が起きる「兆し」も見え始めている。この変化とは、活発化する旧ソ連諸国の天然資源開発を巡る動きである。

OPECが世界の原油生産に占める割合の推移を見ると(図表1)、70年以降50%を超えていたシェアは、価格維持のためのOPECによる生産枠設定や、非OPECの産油量増加などにより、80年代に一旦シェアを落とした後、シェア奪回戦略への転換を背景に90年代は安定的に40%台を確保してきた。

しかし、昨年あたりから再びシェアを落とし始めており、代わって旧ソ連圏の生産量が徐々に増えてきた。その結果、単

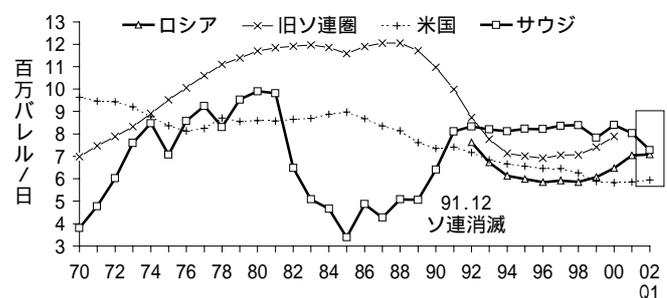
独国ベースで見れば、1-3月期のみだが今年にはロシアがサウジアラビアとほぼ肩を並べる規模の最大の産油国となっている(図表2)。ロシアを含む旧ソ連は、もともとサウジアラビアや米国を上回る量の原油を産出していたが、当時は冷戦構造のもと、世界に対する原油供給国としてあまり

図表1．OPECが世界の原油生産に占める割合



【資料】US Dept of Energy

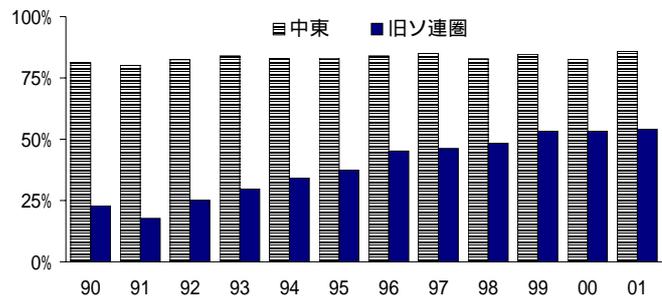
図表2．国別でみた原油生産



【資料】US Dept of Energy

機能していなかった。しかし、91年末にソ連が解体し、資本主義経済に組み込まれ始めると、同地域の石油輸出量は、域内産油量の5割を占める水準にまで増えてきている(図表3)。石油メジャーがカスピ海沿岸の開発への関与を強めている点なども踏まえると、今後同地域が世界の石油市場に対する影響力を強めていく可能性もあろう。

図表3. 石油生産に占める輸出の割合



【資料】BP Statistical Review of World Energy

原油以外に天然ガス液(NGL)やオイルサンドなどを含む。

西アジアへの関与を深める米国

こうした情勢の変化に最も活発な動きを見せているのが、米国である。9月11日に起きたテロ事件は、米国に多大な人的(4,000人もの一般市民)・物的犠牲をもたらしただけでなく、国内での安全保障コスト増大といったマイナス要因を引き起こした。しかし、その一方で、米国はアフガニスタンへの軍事的関与を高めることにより、カスピ沿岸油田の利権へのアクセス確保、および旧ソ連諸国に対する影響力拡大、米国内でのブッシュ政権支持率確保、国内経済のバブル崩壊のカムフラージュなど、国益上プラスとなる側面を引出す結果となった。

テロ事件後のタリバン勢力撲滅に向けた作戦開始以降、米国はキルギスタン、ウズベキスタンに駐留軍を派遣、またアフガニスタンだけでなくグルジアにおいても、同国内テロ組織駆逐に向けグルジア軍の指導・訓練に関与するなど、西アジアにおける軍事的存在感を高めている模様だ。こうした中、アフガニスタン情勢が一段落したのに伴い、今年5月にはロシア最大の石油会社が原油の対米輸出用パイプライン敷設計画を発表、またほぼ同時期にトルクメニスタン、アフガニスタン、パキスタン3カ国がカスピ海沿岸天然ガス用パイプライン建設の覚書に調印するなど、カスピ海沿岸の天然資源開発を巡る動きがここにきて急速に進展している。石油メジャーだけでなく、ハリバートンやAESといったエネルギー関連の事業会社もビジネスを展開するなど、米国の民間資本も軍事同様に同地域への存在感を高めている模様だ。

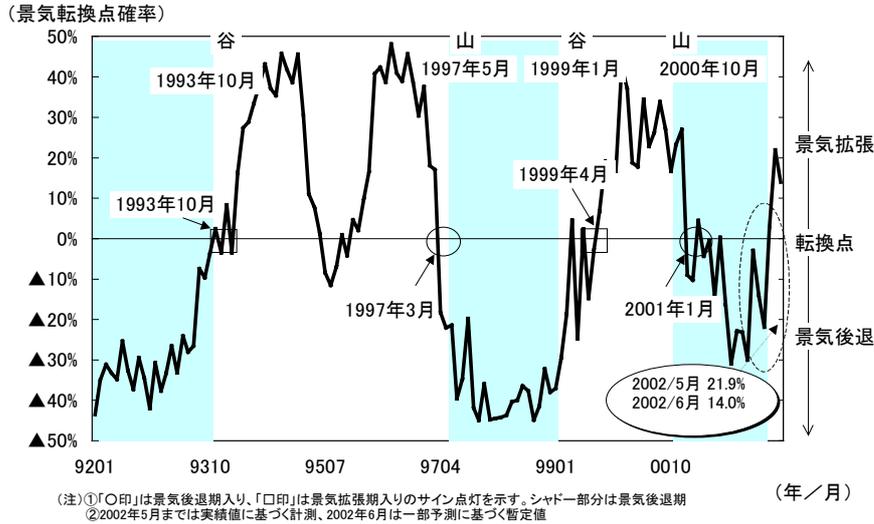
石油市場の中東依存脱却も視野に

最近の動きを見てもわかる通り、原油市況については、短期的には今後とも中東情勢が引き続き価格変動に大きなインパクトを与える可能性が高い。そういう意味では、今後の世界経済の回復度合いに加え、イラクに対する米国の態度がどのように変化するか、あるいはOPECが9月の総会で生産枠を維持するかどうか、などといった点が注目されよう。

しかし中長期的には、中東情勢よりもむしろカスピ海沿岸の原油市場がOPECを脅かす存在となるまで拡大するか否かが注目される。その結果、OPECの影響力が一段と低減すれば、世界の原油市況が様変わりする可能性も十分考えられよう。

< ニッセイ基礎研インデックス >

ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) ~ 5 月 : 21.9%、6 月 (予測値) : 14.0%



	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
01/7	0.3%	101.1	▲0.8%	0.2%	0.8%	11.4%
01/8	-16.3%	101.0	▲0.1%	0.5%	0.8%	2.8%
01/9	-31.0%	99.8	▲1.1%	▲1.3%	▲1.5%	-3.6%
01/10	-22.8%	99.7	▲0.1%	0.2%	0.3%	-7.3%
01/11	-23.2%	99.7	0.0%	0.2%	0.3%	-13.5%
01/12	-30.0%	99.6	▲0.1%	▲1.8%	▲3.0%	-14.4%
02/1	-2.9%	99.5	▲0.1%	2.8%	4.6%	-12.5%
02/2	-14.1%	99.9	0.4%	▲1.0%	▲1.9%	8.2%
02/3	-21.9%	100.8	0.9%	0.5%	0.4%	15.6%
02/4	2.8%	99.3	▲1.4%	0.3%	1.3%	7.3%
02/5	21.9%	99.8	0.5%	0.1%	▲0.1%	-0.2%
02/6	14.0%					-12.1%
02/7						-15.4%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改訂
(注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改訂(2001年10月)

(注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年6月28日号参照。

二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年6月28日号参照。

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(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。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)