

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(10月)

～介入しても円高止まらず、10月日銀は追加緩和へ。日中問題深刻化で勝負に消極的になる日本

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

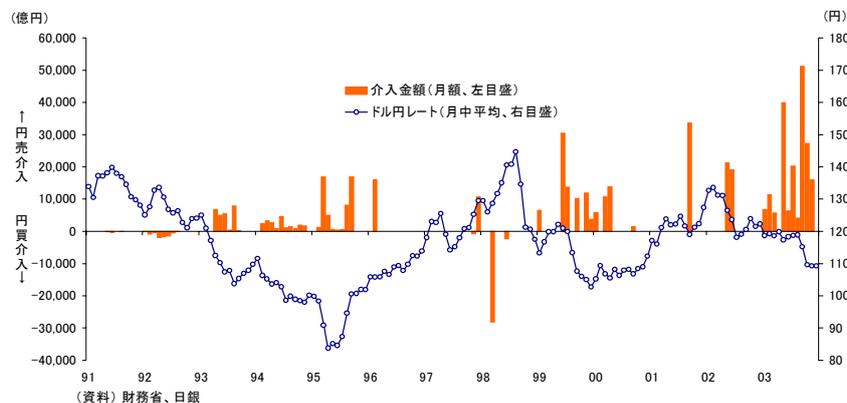
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 上野 剛志

(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (介入しても円高止まらず、国際会議を控え再介入はやりにくい状況に) 9月15日に政府は6年半ぶりに介入を実施した。一旦は85円台をつけたが足元では介入効果の賞味期限切れ。10月上旬以降国際会議が続く。スミージングオペレーションを超える介入は各国から理解は得られにくく、再介入はやりにくい状況に。
2. (日銀金融政策) 9月短観の大企業製造業景況感は6期連続の改善となったが、先行き見通しは7期ぶりに悪化。輸出、生産統計も足元頭打ち、さらに今回の短観で現状の円高水準が続けば下期の景気下振れが読み取れる。10月決定会合では何らかの政策対応が必要との判断がなされる可能性は極めて高い。
3. (長期金利) 日米当局の追加金融緩和をにらみ、長期金利には低下圧力がかかっている。仮に今月追加緩和が実施されなかったとしても、引き続き緩和期待が残る。
4. (為替) 円ドルレートは基本的には80円台前半～中盤の円高水準で推移するだろう。来週の日銀決定会合で追加緩和が決定された場合、FRBの会合までのタイムラグがあるため、一旦日銀が緩和競争で先行した形となり円安に振れる可能性はあるが、FRBへの緩和期待が高まっていくことで、効果は長続きしないだろう。

6年半ぶりの介入実施



1. 介入しても円高止まらず、10月日銀は追加緩和へ。日中問題深刻化で勝負に消極的になる日本

(6年半ぶりの介入実施も再び円高圧力が)

9月15日に政府は6年半ぶりに介入を実施した。例え単独介入であったとしても介入実施のサプライズから円ドルレートは一旦は85円台をつけた。

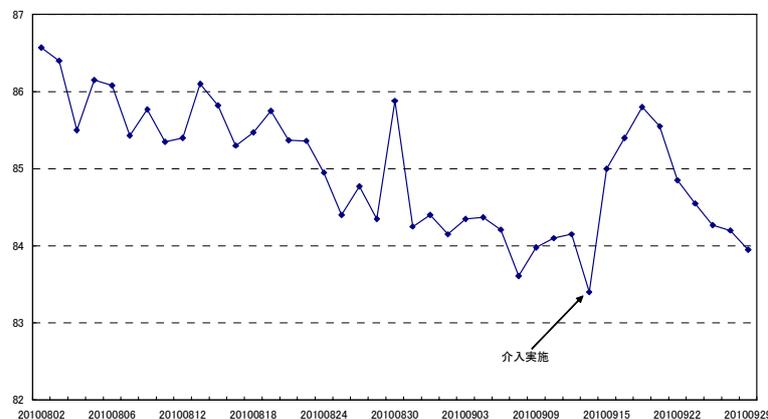
しかし、米国では次回FOMC(11/2-3日)に追加緩和実施が確実視されており、円高圧力がかかりやすくなっている。足元では再び83円台をつけてきており介入の賞味期限が切れかけている。

9月30日に財務省は、8月30日から9月28日までの外国為替平衡操作額(介入額)が2兆1249億円だったと公表した。9月15日の介入実施額を日銀の「当座預金増減と金融調節」から見ると15日の介入規模は2兆円規模と推計されており、今回それに近い数値が公表されたということは、おそらく介入は15日だけだったと見られる。

今後も介入は実施されると見ているが、具体的な水準をターゲットに介入を行わず、1日に1円も円高が進むことが数日続く場合には、「過度な円高を防ぐ」という名目で単独介入が実施されると見る。その点では15日に介入を実施した82円台後半を緩やかに割り込むという流れになっても円高が実施されないという展開もありえる。

10月上旬にG7を控えている。それ以降も国際会議が続く。スミージングオペレーションを超える介入は政府としても国際理解は得れにくく、かなりやりにくいはずだ。そうすると日銀にもう一段踏み込んだ追加緩和を早急に実施して欲しいという流れにつながるだろう。

円ドルレート(中心レート)の推移



(9月短観は10月6・7日の決定会合で追加緩和決定を後押しする材料に)

9月短観の大企業製造業業況判断D.I.は8と前回調査から7ポイント改善、景況感の改善は6期連続となった。新興国向け輸出の好調に支えられ、08年9月のリーマン・ショック前の水準を回復した。しかし先行き見通しは7期ぶりに悪化している。

欧米経済、中国経済などの不透明感が高まっている中で、エコカー減税などが切れた後の反動減や円高などが企業の先行き不安を高めている状況がうかがわれる。

企業の下期想定為替レートは1ドル89.44円と、前回調査から僅かに円高修正されているが、足元の為替水準(80円台前半)との乖離は大きい。企業の円高対応には今しばらく時間がかかること

は明白で、現在の市場の円高水準が続けば企業収益、設備投資など実体経済が崩れる可能性は高い。

日銀の政策決定会合は10月6・7日に行われる。輸出、生産統計も足元頭打ち、さらに今回の短観で現状の円高水準が続けば下期の経済が危ういということが読み取れ、何らかの政策対応が必要との判断がなされる可能性は極めて高い。追加緩和策としてもっとも可能性が高いオプションは固定金利オペの増額や期間の延長ということになるだろうが、11月の初めにFOMCで例えば長期国債の大規模な買入れが決定されるなどすれば、米国の政策実施のインパクトのほうがより緩和的と市場は捉えるだろう。

そうなるとうってよりサプライズな追加緩和策（例えば日銀が嫌っているだろう長期国債の買入れ増額、利下げなど）などが検討されてもおかしくない状況になっている。

（日中問題深刻化で勝負に消極的になる日本）

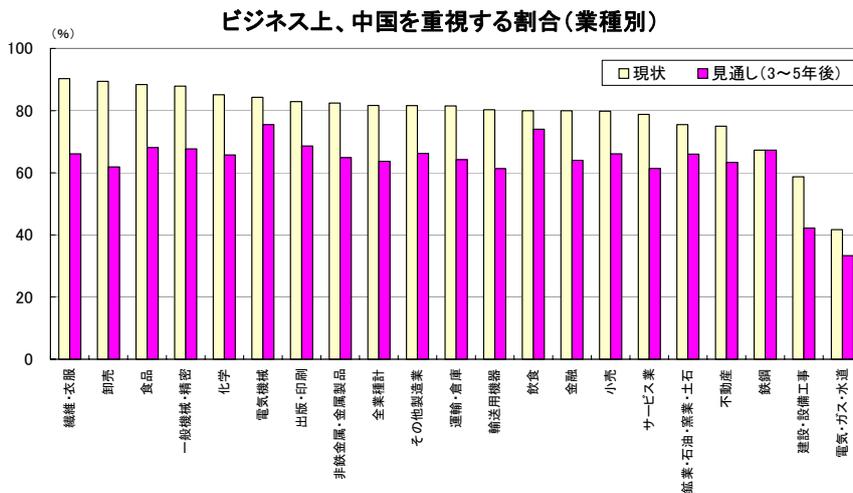
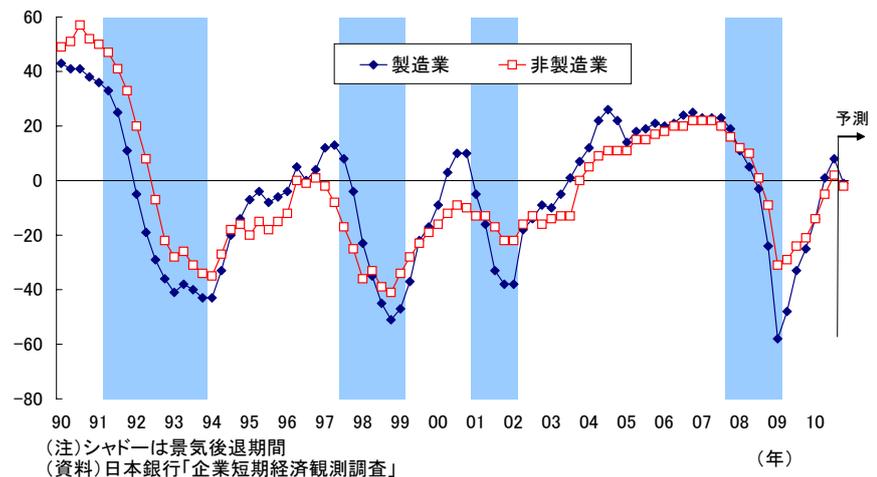
尖閣諸島沖の中国漁船衝突事件の余波が各方面で広がっている。貿易・観光面で急ブレーキがかかっており、経済への波及が懸念されている。

この問題を捉えるときに足元の景気への影響も心配されるが、中期的な視点でも海外展開のリスクを企業が強く意識したことで、企業が海外勝負に過度に消極的になってしまうという面も指摘できる。

ニッセイ景況アンケート(2010年度上期調査)によると、中国を重視する企業の割合はどの業種でも極めて高い。他の新興諸国が拡大する将来においても中国は引き続き注目が高い市場となっている。

今回の事件で海外展開に対するリスクを意識せざるをえないが、過度にリスクを取り上げ消極的になってしまうと、再び日本の疲弊感は強まりかねない。

（「良い」「悪い」）業況判断DIは6期連続の改善、先行きは悪化へ（大企業）



(資料)日本生命「ニッセイ景況アンケート」

(注)主な国・地域を選択肢とする2つまでの選択回答で中国を挙げた割合

2. 金融市場（9月）の動きと今後の予想：6年半ぶりの円売り介入実施

（10年金利）

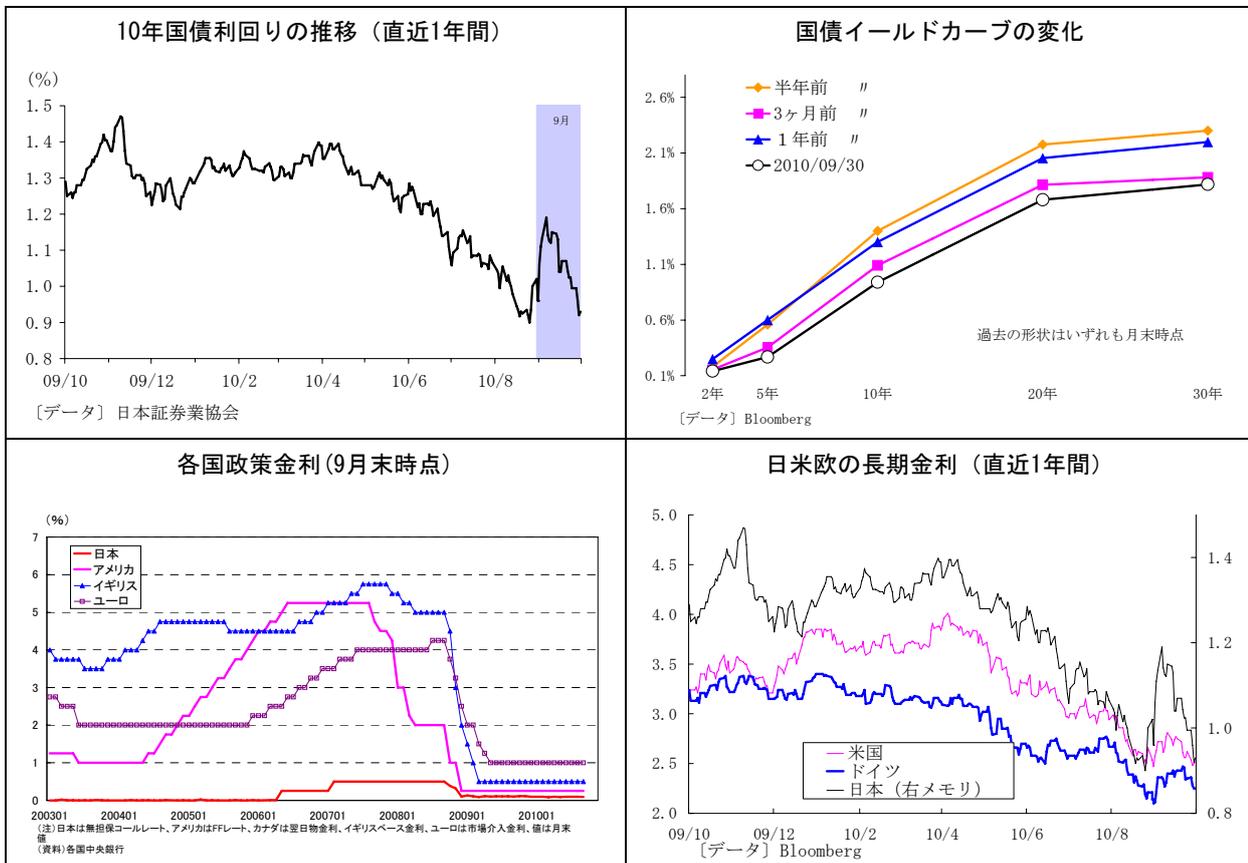
9月の動き 月初1.0%台前半からスタートし、0.9%台前半に。

1日に民主党代表選が公示され小沢氏の出馬が決まると財政拡大が連想され、さらに3日の米国雇用統計が予想よりも良好だったことから、6日に1.2%近くまでの上昇となる。その後円高、株安が進行し、1.1%半ばから前半での推移となる。14日に小沢氏が敗れると財政拡大への懸念がなくなり1.1%台前半となる。15日に円高が進み長期金利は1%ぎりぎりの水準となるが介入が実施されると1%台前半で踏みとどまる。22日に米国のFOMC声明文で「追加金融緩和を行う用意がある」と表明されていたことから、米金利が急低下し、円ドルレートも再び円高に向かい始めると月末は0.9%台前半まで低下した。

当面の予想

日米当局の追加金融緩和をにらみ、長期金利には低下圧力がかかっている。仮に今月追加緩和が実施されなかったとしても、引き続き緩和期待が残る。また、介入はしたものの、米国経済の減速を主因とする円高圧力は強く、株価の重石となることが予想され、投資先としての債券需要が根強く続くだろう。今後は10年度補正予算の動向が注目される。もし大規模補正で赤字国債の追加発行となれば長期金利は上昇するが、現政権は従来から財政赤字の拡大に対して慎重な姿勢を維持しており、今後とも財政規律路線を踏襲すると見る。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

9月の動き 月初 86 円台半ばからスタートし、月末 83 円台前半に。

月初から 84 円台前半から半ばでの推移が続いた。7 日の金融政策決定会合後の白川日銀総裁の会見内容等から円高抑制に向けて日銀は動かないとの見方が強まり 8 日には 83 円台前半に。15 日に 6 年半ぶりに介入が実施されると 85 円台にドルが買い戻された。しかし 22 日の FOMC の声明で「必要に応じて追加緩和を実施する用意がある。」と、金融緩和に踏み込んだ内容が示されると再び円高圧力が強まり月末には 83 円台前半となる。

当面の予想

円高に対して日本サイドが出来ることは限られており、特効薬はない。今後も追加金融緩和や介入を通じて市場を牽制、円高是正を目指すものの、基本的には 80 円台前半～中盤の円高水準で推移するだろう。来週の日銀決定会合で追加緩和が決定された場合、FRB の会合までのタイムラグがあるため、一旦日銀が緩和競争で先行した形となり円安に振れる可能性はあるが、FRB への緩和期待が高まっていくことで、効果は長続きしないだろう。

(ドルユーロレート)

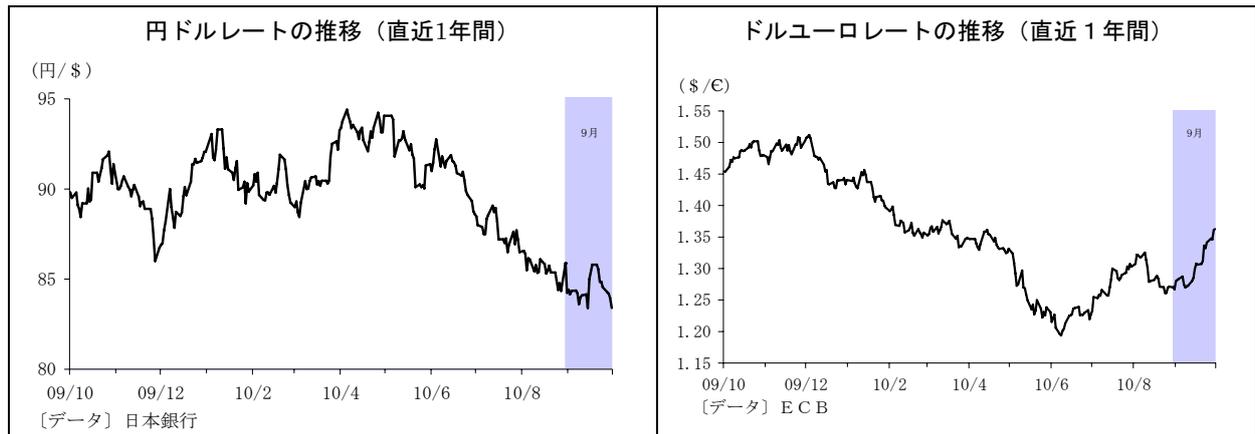
9月の動き 月初め 1.28 近辺でスタート、月末 1.36 台半ばに。

月初から、スペインなどで国債入札が堅調な結果となったことを受けて、ユーロが買われ 1.28 台での推移となっていた。その後欧州のストレステストの信頼性に疑問ありとの報道を材料に 7 日以降はユーロ売りになり 1.27 台前半となる。その後良好な経済指標の発表やスペインなどの国債入札が好調、米 FOMC で先行きの追加緩和を示唆するとユーロ高傾向が鮮明となり月末 1.36 台半ばとなる。

当面の予想

9月中旬以降のユーロ高傾向は市場の注目が米国の弱さに集まっているためであり、ユーロ圏の抱える構造的な問題が解決したわけではない。今後もユーロ圏内の財政赤字に再度注目が集まったり、足並みの乱れが露呈するような局面では、ユーロに低下圧力がかかる可能性がある。すなわち、最近のユーロの上昇傾向の裏づけは脆弱なものであり、今後も一本調子でユーロ高が進むとは思えない。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



金利・為替予測表 (2010年10月1日現在)

		2010年		2011年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績		予想		
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.0	1.2	1.2	1.4	1.4
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	2.7	2.8	3.0	3.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (ドイツ、平均)	2.4	2.6	2.7	2.8	3.0
円ドル	(平均)	86	85	85	90	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	112	111	111	117	117

(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。