

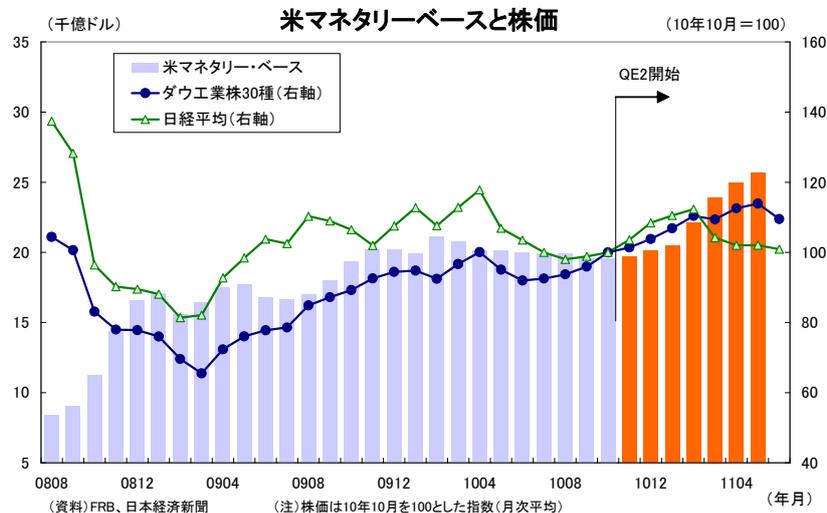
# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(7月号)

### ～QE2終了、結局何が効いたのか？

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(QE2が終了)** 8ヶ月にわたったQE2が6月末に終了した。QE2では「市場の期待」に働きかける効果が顕著に発現した。期待インフレ率は上昇(結果として長期金利も上昇)、株価や資源価格もQE2開始前から上昇に転じており、QE2前に燻っていた「日本のようなデフレ化」懸念は払拭されている。ただし、もう一つの「日本化」懸念は解消されていない。FRBの潤沢な資金供給にもかかわらず、市中のマネー量のトレンドに変化は殆どなく、需要不足による信用創造の低迷が続いている。これからの米経済は実力勝負となる。FRBは景気減速を一時的と見ており、当研究所も回復シナリオが崩れない限りFRBがQE3に踏み込む可能性は低いとみているが、問題はシナリオが崩れた時だ。QE3が必ずしもQE2のように期待に働きかけられるとは限らない。
2. **(日米欧金融政策)** 6月は日米欧ともに金融政策に大きな変更はなかったが、FRBは予定通りQE2を終了、ECBは翌月の追加利上げを示唆した後、7月に入り実際に利上げを決定した。各国の金融政策のスタンスには引き続き大きな開きがあり、この構図は当面続きそうだ。
3. **(金融市場の動き)** 6月の金融市場は株高・債券高(長期金利低下)・円ドル為替は膠着状態が続いた。金融市場では「米景気動向」と「欧州債務問題」の2つをメインテーマとして、楽観と悲観が交錯する状態が続いており、当面ははっきりとした方向感が出にくい状態が続くだろう。



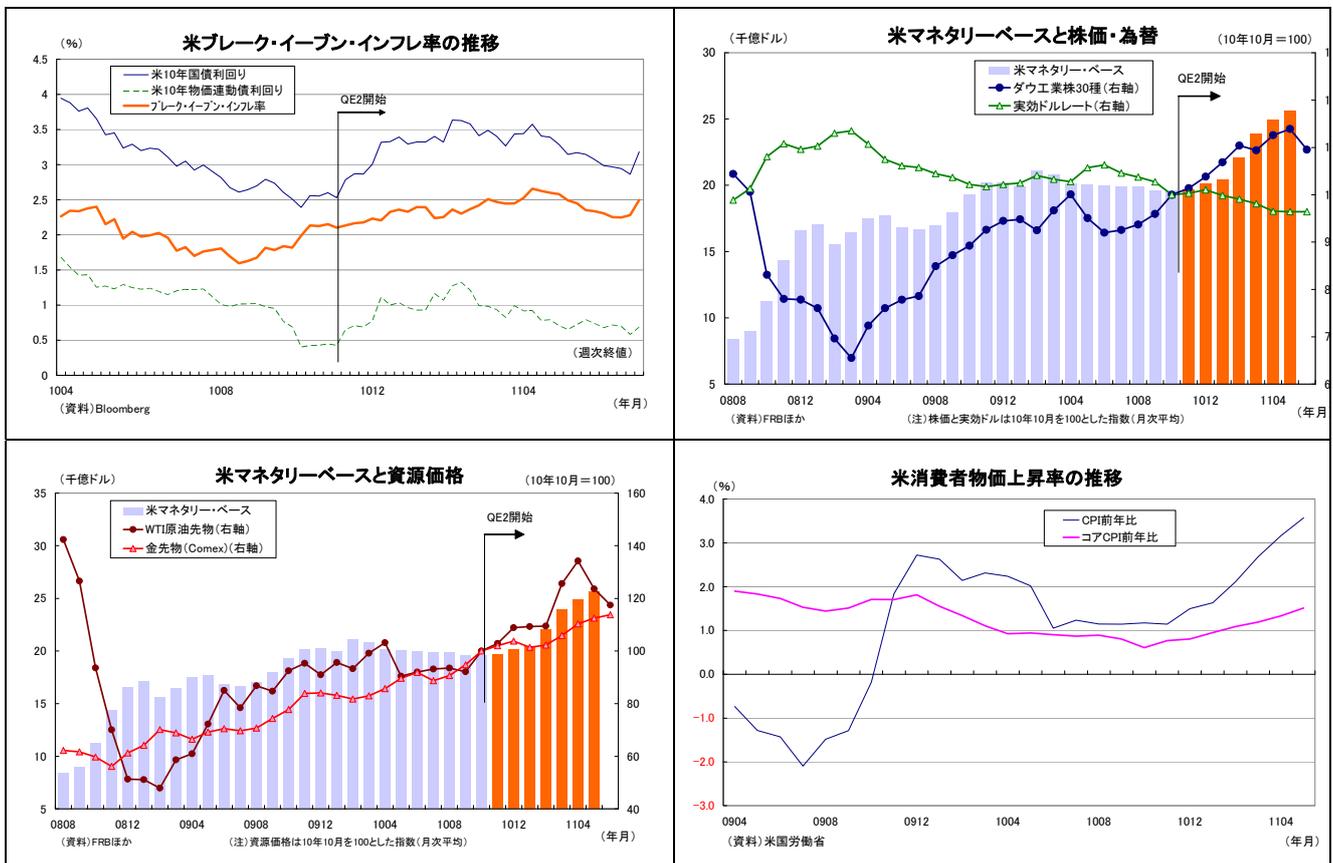
# 1. QE 2 終了：結局何が効いたのか？

米国の量的金融緩和第2弾（以下「QE2」）が6月末に終了した。昨年11月に導入されたこの政策は、8ヶ月間で「総額6000億ドルの米国債を買い入れる」もので、従来から実施されていたMBS等の償還資金の国債再投資を合わせると買い入れ総額は約9000億ドルにのぼる。当時は、昨年5月のギリシャ・ショックにより米経済が減速、インフレ率にも低下傾向がみられ、デフレ懸念が煽っている状況であった。FRBは、「日本のようなデフレ化」を回避するためQE2に踏み切ったのだが、どのような効果があったのだろうか。

QE2とは、FRBが米国債を買い、その見合いとしてマネタリーベース（現金通貨+当座預金）、すなわちマネーを供給する典型的な量的緩和策である。量的緩和策の景気への効果として、①「国債買入が金利低下を促すことによる景気刺激」、②「供給されたマネーが株式など各種金融市場に流入することによる資産価格上昇を通じた景気刺激」、③「量的緩和が将来のインフレをもたらすという予想が期待インフレ率を押し上げることによる実質金利低下を通じた景気刺激」など様々なルートを通じたものが期待されるが、日銀が先駆けとして2000年代に行った量的緩和政策については、白川日銀総裁も認めているように、金融システム安定化以外の効果は限定的であったという評価が多い。

## （期待のルートが顕著に発現）

QE2によって実際に起こったことをみると、まず期待インフレ率の上昇が挙げられる。市場の期待インフレ率を示すブレイク・イーブン・インフレ率（米国債と物価連動国債利回りの差で算出）は、10年債でみてQE2前に一時2%を割り込んでいたが、QE2を契機として2.5%前後まで回復。期待インフレ率上昇を織り込む形で長期金利も上昇した。



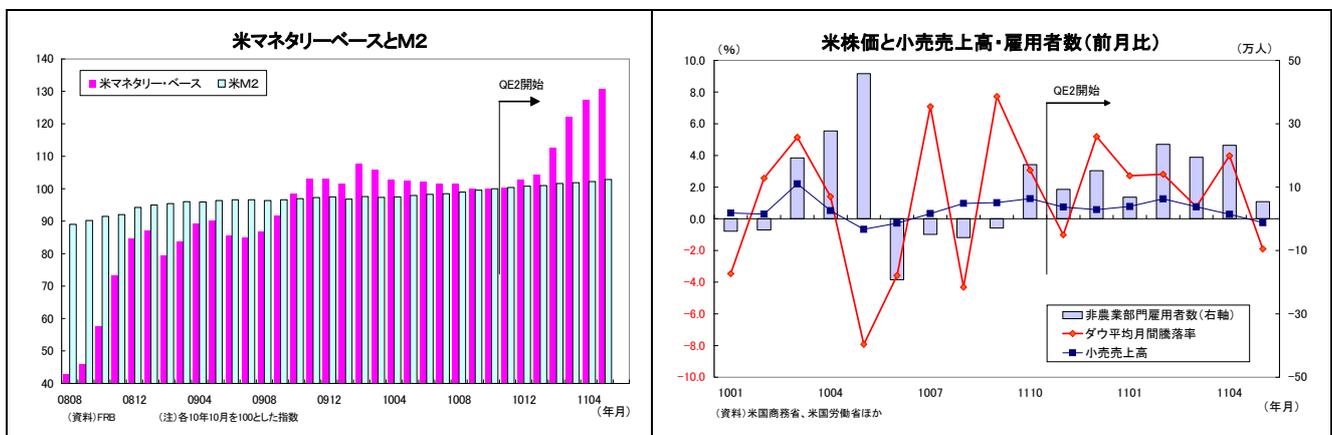
また、株価や資源価格なども QE2 を契機として大幅に上昇した。QE2 前の昨年 10 月と今年 6 月の各種資産価格の月次平均を比較すると、ダウ平均株価は 10% 上昇、金先物は 14% 上昇、WTI 原油先物は 17% 上昇。また、実効ドルは 4% 下落し、その裏側で他国通貨が上昇したことを示している。ここで、ポイントとなるのは株価や資源価格などが上昇に転じたタイミングとペースだ。株価や資源価格などの上昇は QE2 の 2～3ヶ月前、すなわちバーナンキ議長が追加緩和の可能性について言及し始めた 8 月前後から既に始まっており、また上昇ペースも QE2 開始後のマネタリーベース増加ペースと必ずしも歩調が合っていない。ここから読み取れることは、QE2 後の株価・資源価格上昇は実際マネー供給量と言うよりも、マネーがどんどん供給されるという期待が市場心理の改善を促したことによって、実現されたと考えられる点だ。また、上述のとおり期待インフレが高まったことも、株や実物資産の価格にプラスの影響を与えたと考えられる。

この期待インフレと株価・資源価格の上昇は実際のインフレ率の上昇にも繋がった。米消費者物価上昇率 (CPI) の推移を見ると、QE2 前に 1% 強まで下がっていたのが直近では 3% 台半ばに、FRB が重視するエネルギー・食品を除くコア CPI も 1% を割っていたものが、直近では 1% 台半ばまで戻っている。すなわち懸念されていた「日本のようなデフレ化」懸念は払拭されている。

QE2 が期待に働きかける効果は顕著であったわけだが、この背景には「6000 億ドル」という規模のアナウンスメント効果もさることながら、FRB の金融政策への信認の高さが影響していると考えられる。

### (残る「日本化」懸念)

しかし、QE2 前に懸念されていたもう一つの「日本化」は解消されていない。FRB のマネタリーベースと市中に出回っている通貨量を示す M2 の推移を見ると、QE2 でマネタリーベースは急増したが、M2 の基調には殆ど変化がみられない。すなわち中央銀行がいくら潤沢にマネーを供給しても、需要不足などから金融機関を通じた信用創造が活発に行われず、マネーが世の中に広く行き渡ることもないということを意味しており、日本の量的緩和の状況とよく似ている。前国家経済会議 (NEC) 委員長サマーズ氏も 6 月中旬に「米国経済はまだ失われた 10 年の渦中にある」と述べているが、その際に処方箋として「自信 (の回復)・借入れ・貸し出し・支出の拡大を政策の優先目標とする必要がある」と、この問題への対処の重要性を指摘している。



### (QE3の可能性)

QE2 後について FRB は、「今後も保有証券の再投資は当面継続され、緩和的な状況が維持される」という方針を示している。ただし、マネー供給の拡大は停止することになるので、この方針が QE2 のように市場の期待に新たに働きかけることはないだろう。これからの米経済は実力勝負となる。FRB は現在の景気減速を一時的と見ており、後述の通り QE3 の可能性についても「デフレが重要なリスクとなっていた昨年 8 月時点とは異なり、現在デフレリスクは存在しない」と否定的な見解を示している。また、QE2 については株高による資産効果が消費増に繋がったという評価がある一方、資源価格の上昇を招き、米国内のガソリン高や新興国インフレの要因となったという弊害を批判する向きも根強い。

当研究所も回復シナリオが崩れない限り FRB が QE3 に踏み込む可能性は低いと考えているが、問題はシナリオが崩れた時だ。回復シナリオが崩れ、QE3 に踏み切ったとしても、その際 FRB の金融政策への信認が低下していれば、必ずしも QE2 のように市場の期待に働きかけられるとは限らない。

## 2. 日米欧金融政策（6月）の動き：日米は維持、欧は7月に入り追加利上げ

### (日銀) 維持 (5000 億円の新資金供給策を決定)

日銀は 6 月 13～14 日の決定会合において、政策金利である無担保コールレートの 0～0.1% 程度への据え置きを決定、資産買入等基金の規模（総額 40 兆円）にも変更は無かった。

景気の現状認識については、「震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられている」と震災後初めて上方修正した。先行きについては、「2011 年度後半以降、緩やかな回復経路に復していく」という従来の見方を維持している。

また、今回日銀は成長基盤強化支援に関する新たな貸付枠を決定。出資や動産・債券担保融資を対象とした総額 5000 億円の低利資金供給制度を導入する。従来の成長分野向け投融資を対象とする枠組みが既に 3 兆円の上限に達した中で、同制度が金利引下げ競争を招いているという批判も考慮し、単純延長を避けた形だ。事前には復興支援のための貸出制度を新設するという見方もあったが、総裁会見では、「復興に関連した資金需要が本格的に高まる時期は、いましばらく後」になる可能性が高く、「その段階で対応を考えていきたい」旨の判断が示された。

なお、4 月下旬の決定会合にて基金増額の議案を提出した西村副総裁が、5 月会合では提案を行わなかった経緯が、先日公開された議事要旨で明らかになった。議事要旨によれば、西村副総裁は 4 月の会合後に「懸念していたマインドの更なる悪化がみられていない」ため「追加緩和の必要性は潜在的に大きいものの、現時点で基金の増額を行うメリットは大きくない」ことをその理由として挙げている。また、別のある委員も「経済物価の見通しを踏まえると追加緩和の必要性は依然として存在している」ものの「適切なタイミングを見極めていくことが重要」と発言、日銀では今後とも景気動向を見据えながら追加緩和の必要性がそのつど慎重に検討されるとみられる。

### (FRB) 維持

FRB は 6 月 21～22 日に開催された FOMC (連邦公開市場委員会) において、政策金利 (FF レート) の据え置きを決定。声明文では、①6000 億ドルの国債購入 (QE2) を 6 月末までに完遂する、②保有国債・MBS の償還資金の再投資という現行の政策を維持する、という従来同様の方針が示された。景気認識については「景気回復は緩やかなペースで続いている」という従来表現を据え置いたが、

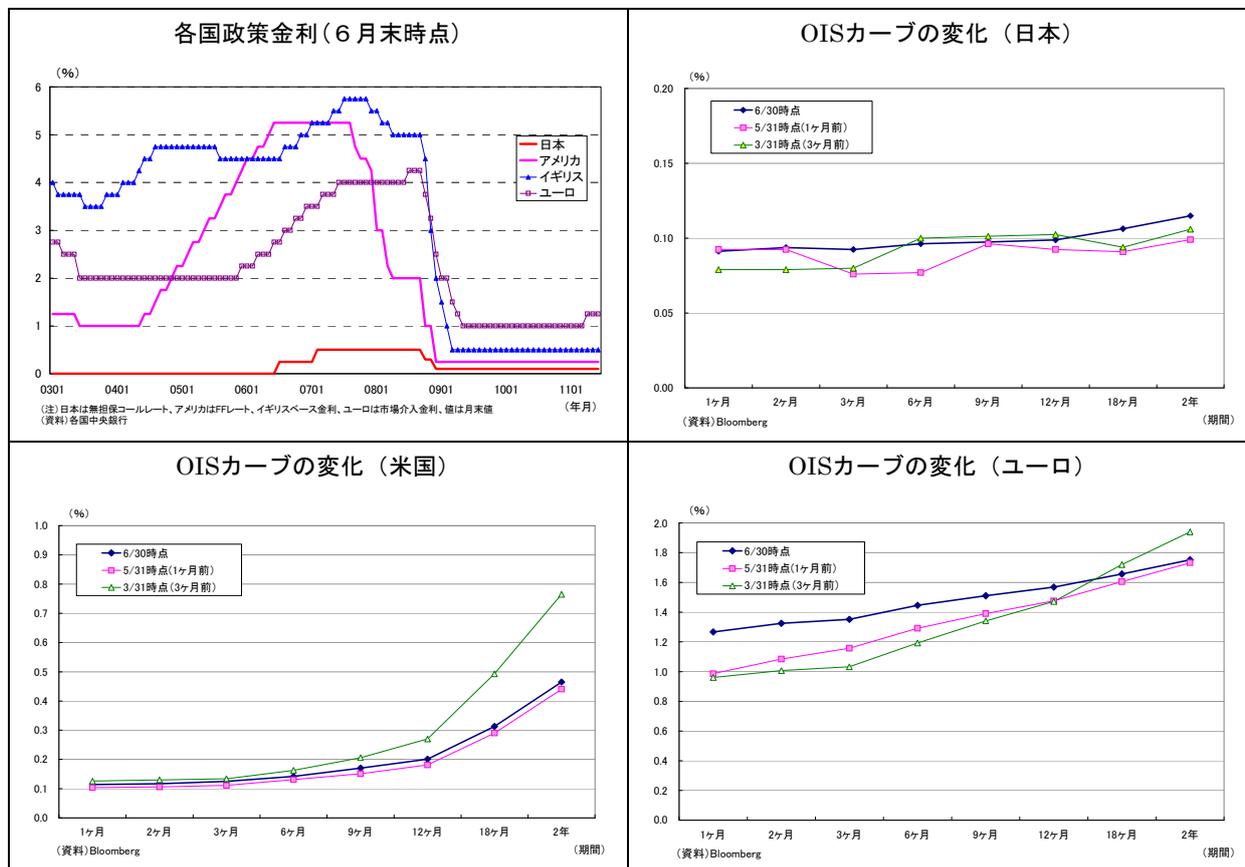
「予想していたよりも回復が幾分遅い」、雇用指標についても「予想よりも弱い」という文言を付け加えており、現状の景気減速感へのFRBの失望が滲み出たものとなっている。同時に公表された経済見通しでも、11～12年を中心に経済成長率を下方に、失業率とインフレ率を上方に修正した。

ただし、様々な課題を指摘しつつも、今後景気回復に向かうシナリオ自体は維持。議長も会見において「景気減速は一時的な要素を一部反映している」「12年に向かうにつれて成長率は上昇していくと信じている」と述べた。また、注目されているQE3の可能性については、「デフレが重要なリスクとなっていた昨年8月時点とは異なり、現在デフレリスクは存在しない」と否定的な見解を示している。なお、今月はFOMCが予定されておらず、次回開催は8月9日の予定となっている。

### (ECB) 維持 (7月に入り追加利上げを決定)

ECB(欧州中央銀行)は6月9日の政策理事会において、政策金利の1.25%据え置きを決定した。追加利上げ時期の判断材料となることから注目されていた声明文中の物価上振れリスクについての表現は、通常1ヵ月後の利上げを示唆する際に用いられる「強い警戒(Strong vigilance)」とし、7月の利上げを事実上予告した。なお、同時に発表となったECBスタッフによる経済見通しでは、11年のインフレ率のレンジが上方修正される一方、12年はほぼ前回同様に据え置かれ、インフレは一時的というECBの見方を反映した。

7月に入り、7日のECB政策理事会において予想通り利上げが決定された。政策金利は0.25%引き上げられ1.50%となる。従来同様、理事会後の総裁会見において今後の利上げについての判断を示すことはなかったが、声明文では「金融政策スタンスは引き続き緩和的」とし、物価の上振れリスクについて「非常に注意深く監視する(Continue to monitor very closely)」とするなど、今後の更なる利上げをうかがわせる内容となっている。



政策金利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6月末時点における利回り曲線を見ると、この一カ月では日米はほぼ変わらず、欧は7月利上げ示唆を織り込んで短期ゾーンは上昇したが、長期ゾーンの水準は前月とほぼ変わらず。各国とも利上げ期待に大きな変化はみられない。

### 3. 金融市場（6月）の動き：株高・債券高・円ドル為替は膠着

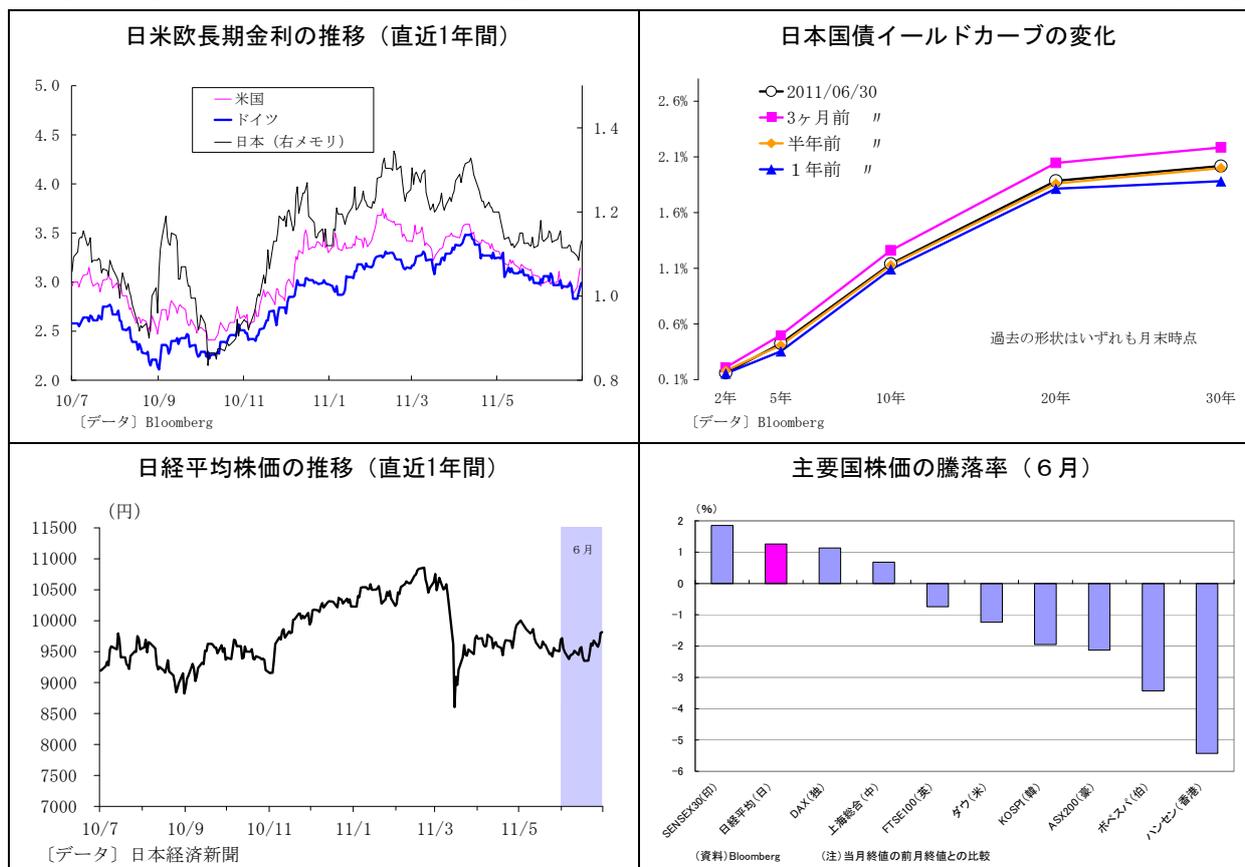
#### （10年国債利回り）

**6月の動き** 月初1.1%台後半からスタートし、月末1.1%前半に。

米長期金利の低下と高値警戒感が均衡する形で、月半ばまでは1.1%台半ばを挟んだ膠着した展開に。その後ギリシャの債務懸念や米経済への先行き不安が高まり、16日に1.1%台前半に一段下げる。さらに27日には米雇用関連指標悪化などに伴う米長期金利低下に伴って1.1%割れに。その後、ギリシャ問題への悲観後退に伴う米金利上昇を受け、月末には1.1%台前半へとやや戻る。

#### 当面の予想

米金利上昇を受け足元は1.1%台後半。今後も海外に引きずられる展開を予想。「米景気動向」と「欧州債務問題」の2つをメインテーマとして、楽観と悲観が交錯する。最初の試金石は6月米雇用統計となる。なお、後ずれしているとはいえ大型の3次補正予算編成を控え、高値警戒感は今後も根強く残るため、たとえ悲観の高まりから米長期金利が低下する場合でも、日本の長期金利の低下余地は限定的とみられる。日本の長期金利は当面1.1%から1.3%までのレンジでの推移を予想。



#### （円ドルレート）

**6月の動き** 月初81円台前半からスタートし、月末80円台後半に。

月初から米景気への先行き懸念が燻る中、3日の米雇用統計が予想を大きく下回ったことがドル

安に拍車をかけ8日には一旦80円割れに。その後、米小売売上高の悪化が予想ほどではなかったことでドルがやや持ち直す局面もあったが、米経済への先行き懸念は払拭されず、80円台前半での推移に。月終盤はギリシャの動向に注目が集まる中で円ドルは方向感を欠き、月末80円台後半に。

### 当面の予想

7月に入っても米雇用統計を控え小動きで推移している。日米以外の要因では円もドルも同方向に動きやすいため円ドルは方向感が出にくく、日米金利差の動向が重要となる。今後緩やかなドル高を予想するが、4月に一時85円台となった時の日米2年国債金利差0.6%に対し、足元は0.3%まで縮小している。従って当面米指標のいくつかが好転しても、はっきりとしたドル高トレンドはまだ出にくいだろう。8月2日が期限とされる米債務上限問題もドルの上値を抑える一因に。

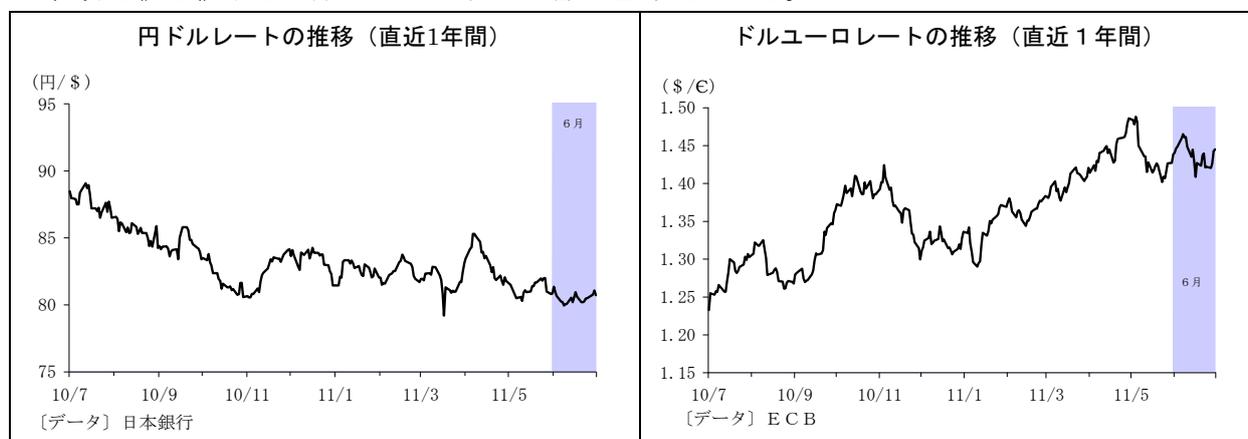
### (ドルユーロレート)

**6月の動き** 月初1.44台前半でスタートし、月末1.44台半ばに。

月初からドル弱含みの中、ギリシャへの追加支援が高まり7日には1.46台半ばへ上昇。9日の同理事会後の声明で予想通り翌月利上げが示唆された一方で、8月以降の追加利上げへの期待が後退し、10日には1.44台へ急落。以後ギリシャ支援をめぐる調整難航が嫌気され一段安となり、16日には1.40台後半まで下げる。その後はギリシャ支援をめぐる動向で1.42を挟んで一進一退の動きとなったが、29日にギリシャ議会が緊縮財政に合意したことから反発し、月末は1.44台半ばに。

### 当面の予想

従来同様、ユーロのテーマは「追加利上げ」と「財政懸念」の2つ。当面のギリシャ支援が一つの山場を迎えているほか、欧州金融機関のストレステスト結果公表も控え、神経質な展開になりやすい。ECBの利上げにも打ち止め感は見られないことから、今後の利上げペースをにらんだ売買もあり、引き続き値動きの荒くなりやすい地合いと考えられる。



金利・為替予測表(2011年7月8日現在)

		2011年			2012年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			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)	1.2	1.2	1.3	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	0.50
	10年金利 (平均)	3.2	3.3	3.4	3.6	3.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.25	1.50	1.75	2.00	2.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	3.1	3.2	3.3	3.5	3.7
円ドル	(平均)	82	83	86	90	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.44	1.43	1.40	1.35	1.35
円・ユーロ	(平均)	118	119	120	122	122

(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。