

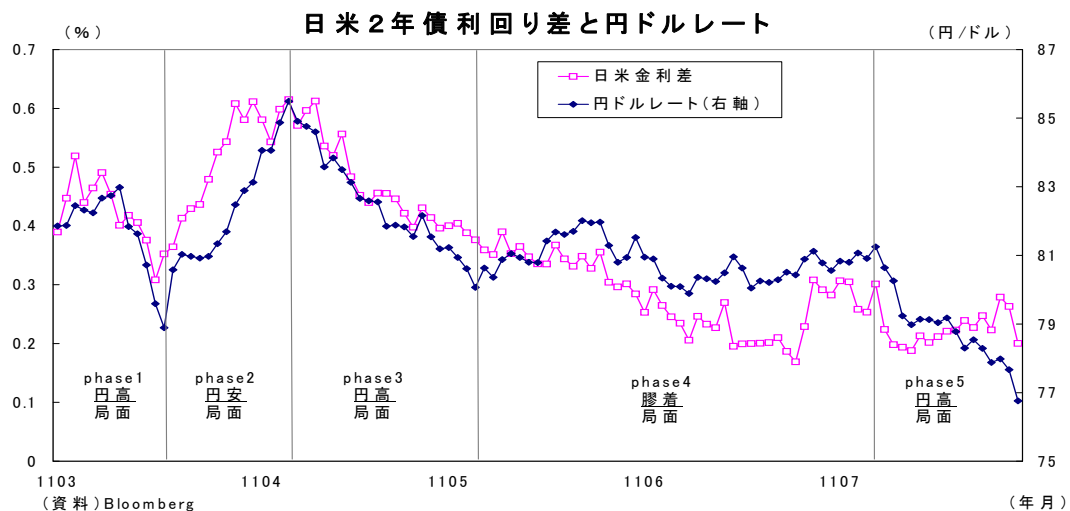
Weekly
エコノミスト・
レター

金融市場の動き(8月号)

～海外要因に翻弄される円、解決も海外頼み

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. **(歴史的な円高ドル安)** 円は大きく上昇し、政府・日銀が為替介入と追加金融緩和を実施するに至った。今回の円高は投機的な動きによって主導された色彩も強いが、従来、円ドルレートは米2年債利回りとの相関が強く、米経済の減速や世界的なショックが発生するたびに、日本の状況とはほぼ無関係に、米金利低下→日米金利差縮小を通じて円高ドル安圧力がかかるという構造的な問題を抱えている。従って、円高の本格的な是正は米金利上昇がカギとなるが、足元の米経済状況を見る限り当面は期待薄、円高圧力が残ることになる。現在の為替水準は輸出企業には深刻で産業空洞化も懸念される。また、一旦円安になっても世界経済の調子が悪くなるたびに円高になる構造は今後も続く。円高に耐え忍ぶだけでなく円高でもやっていける経済・産業の仕組みを作る必要がある。
2. **(日米欧金融政策)** 7月はECBが利上げを実施。日米の金融政策に変更はなかったが、バーナンキ議長が議会証言にて追加緩和に言及。8月に入り日銀が追加緩和を実施、ECBが先行きへの強い警戒感を示すなど、景気の減速や金融市場の混乱を受けて、各国中銀の先行きへの見方・スタンスに変化がみられる。市場の欧米利上げ期待も大きく後退。
3. **(金融市場の動き)** 7月の金融市場では円高ドル安が進行、債券が上昇し、株は横ばいとなった。金融市場では米景気などに対する先行き不安からリスク回避姿勢が相当強まっており、8月入り後も緊張した状況が続いている。当面は円高、債券上昇圧力が強い状態が続くだろう。



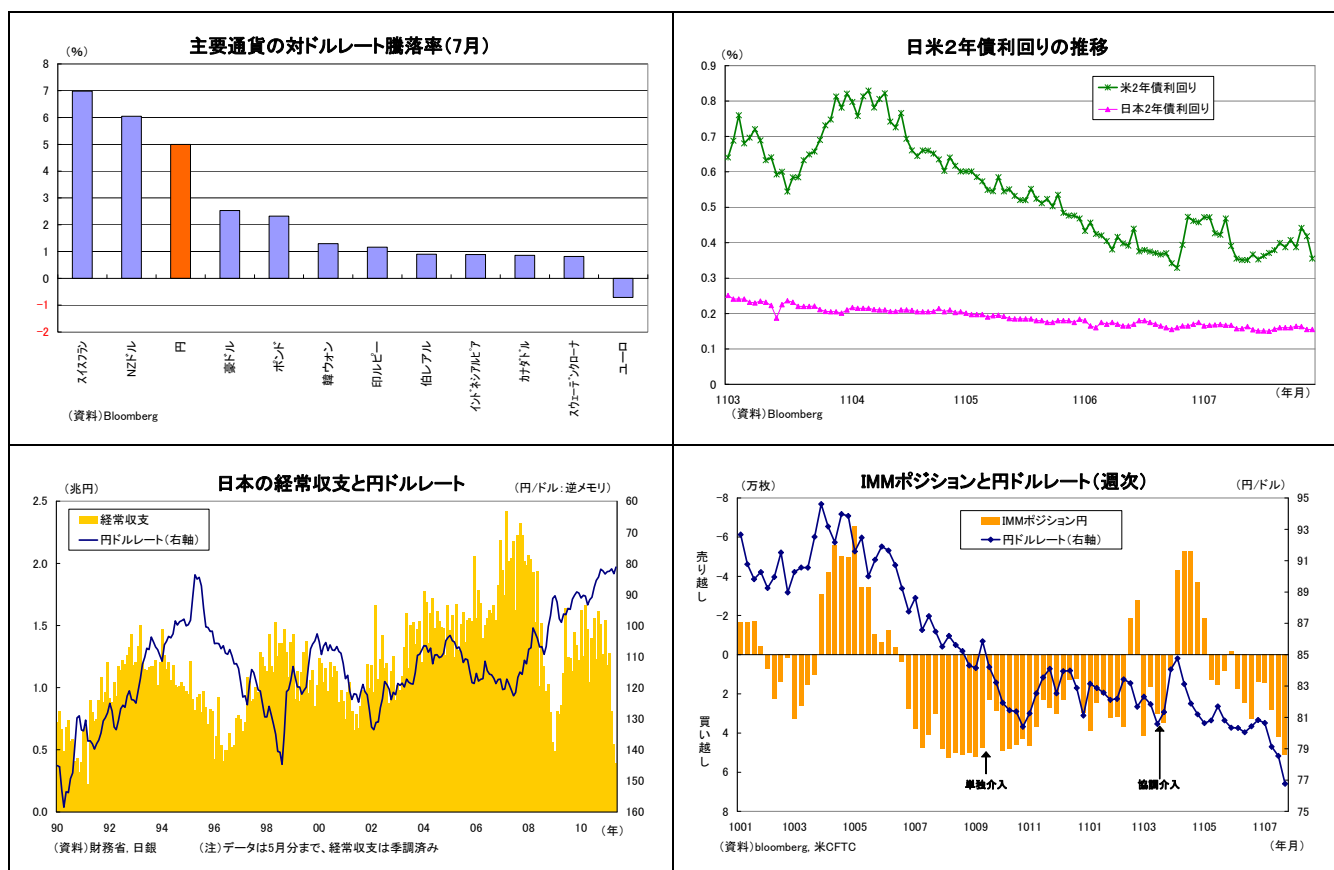
1. 海外要因に翻弄される円：歴史的な円高ドル安

7月には歴史的な円高ドル安となった。月初 80 円台後半でスタートした円ドルは、月末の海外市場で 76 円台後半まで上昇。ドルはこの間、大半の通貨に対して下落しており、実態としてはドル全面安が起きたわけだが、他通貨との比較でも円の上昇率は高いグループに入る。8月に入ってから円高ドル安圧力が収まらず、4日には政府・日銀が4ヶ月半ぶりの為替介入と追加金融緩和を実施するに至った。

(海外が不調だと構造的に円高へ、今回は投機的な要素も)

従来、円ドル為替レートは日米金利差、とりわけ2年国債の利回り差（金利差）との相関が強い。金利差という場合、2カ国の金利の動きを反映することになるが、日本の2年債利回りは0.1%台と既に極端に低く、金利の下限ゼロ制約とホームアセットバイアス、根強いデフレ期待などから殆ど変動しないため、日米金利差はほぼ米金利の変動によって決定されている。従って、米国経済の減速や世界的なショックが発生するたびに、日本の状況とはほぼ無関係に、米金利低下→日米金利差縮小を通じて円のドルに対する相対的な価値が高まり、円高ドル安圧力がかかる。震災後の円ドルレートも、米金利の動向で概ね説明できる（表紙図表参照）。米経済への楽観の高まりなどから米金利が上昇すると円安方向に振れ、逆に悲観が強まると米金利が低下して円高方向に動く。

一方、震災後の日本側の大きな変化として貿易収支の赤字化（4月と5月）があるが、海外からの利配収入である所得収支を合わせた経常収支は減少しつつも黒字を維持しており、円安要因とはなっていない。また、過去の経常収支と円ドルレートとの関係を見ても、長期的には経常収支の黒字が円高圧力になっているのは間違いないが、短期的な両者の動きにはあまり相関はみられない。経常取引が為替市場に占める割合は資本取引と比べて非常に少ないうえ、輸出企業も稼いだドルを必ずしも即座に円転するわけではないためと考えられる。

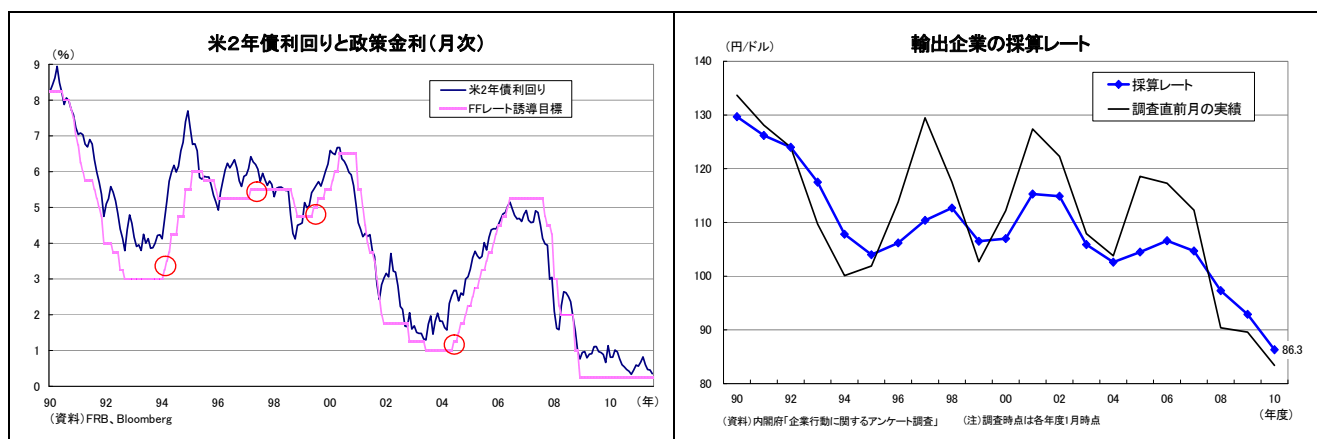


ただし、今回 7 月の円高局面は従来とはやや異なる特徴を持っている。3 円以上の円高ドル安が生じた時期を「円高局面」と定義付けると、今回の円高局面は震災後 3 度目となるが、過去 2 回の円高局面が米国金利の低下に伴う日米金利差縮小に裏づけられていたのに対し、7 月は金利差縮小を伴っていない。米 2 年債利回りが既に歴史的な低水準にあり、米国債デフォルト・格下げリスクもあって下がりにくかったという可能性もあるが、この間に海外ヘッジファンドなど投機筋の動向を示す指標であるシカゴマーカントイル取引所の通貨先物では、円買い残が急激に積みあがっている。従って、8 月 2 日米国債務上限問題期限という一大イベントをテーマとした投機的な動きによって主導された円高という色彩が強い。

（円高是正は海外次第）

政府・日銀は為替介入と追加緩和を実施したが、日本当局単独での行動が為替の方向性を決定づけることが困難なのは歴史が示している。今後の円ドルはやはり日米金利差、特に米 2 年債利回りが決め手となるだろう。2 年債利回りは政策金利との連動性が高く、利上げの動きを数ヶ月先取りする傾向がある。従って、米国の利上げがいつかという点がポイントとなるが、今回は FRB が「利上げの前に保有債券償還資金の再投資を止める」方針を明らかにしているため、再投資の停止観測が高まった段階で 2 年債利回りが利上げを織り込みに行くことも考えられる。

ただし、足元の米経済の状況を見る限り、そうした状況も来年以降の話になりそうだ。その間は円高圧力が残ることになる。



（空洞化抑止のための政策対応が必要）

輸出企業の経営にとって、現在の 80 円割れの円高水準は深刻だ。今年 1 月時点の採算レートは 86.3 円と現状からかけ離れている。震災を経て海外移転の動きを見せる企業も増えている中で、円高が産業空洞化の動きに拍車をかけることが懸念されている状況だ。

円高圧力は当面続きそうなおうえ、一旦円安になったとしても、世界経済の調子が悪くなるたびに円高になる構造は今後も続く。その際、輸出企業では“海外需要の減少”と“採算悪化”が同時に起こる“泣き面に蜂”に陥り、日本全体に円高によるマインド悪化が蔓延してしまう。この構造から脱却するためには、円高に耐え忍ぶだけでなく円高でもやっていける経済・産業の仕組みを作る必要がある。

政府が昨年策定した新成長戦略については、残念ながら目立った進展や効果はみられない。第 3 次補正予算に円高対策を盛り込むという話もあるが、スピード感ある対策が大切だ。成長分野である高齢化領域での産業育成や日本が持つ莫大な海外資産の活用、海外から活力を取り込む視点などが重要となる。

2. 日米欧金融政策（7月）の動き：欧は7月利上げ、日銀は8月追加緩和

（日銀）維持（8月に入り追加緩和実施）

日銀は7月11～12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、「震災の影響による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直している」とし、2ヶ月連続で上方修正した。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。また、同時に行われた4月展望リポートの見直しでは、「震災直後の落ち込みが大きかったことが影響」として2011年度の成長率を下方修正したが、2012年度については据え置き、上記の景気回復シナリオに沿った見通しを維持している。

その後8月の決定会合では、当初4日から2日間の予定であった日程を1日に短縮し、資産買入等の基金を10兆円増額する金融緩和に踏み切った。声明文では回復シナリオを存置する一方で、「景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっている」とし、「為替・金融資本市場の変動が、わが国の企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性がある」と指摘するなど、円高から生じるマインド悪化に対する日銀の強い警戒感が示されている。

（FRB）開催なし

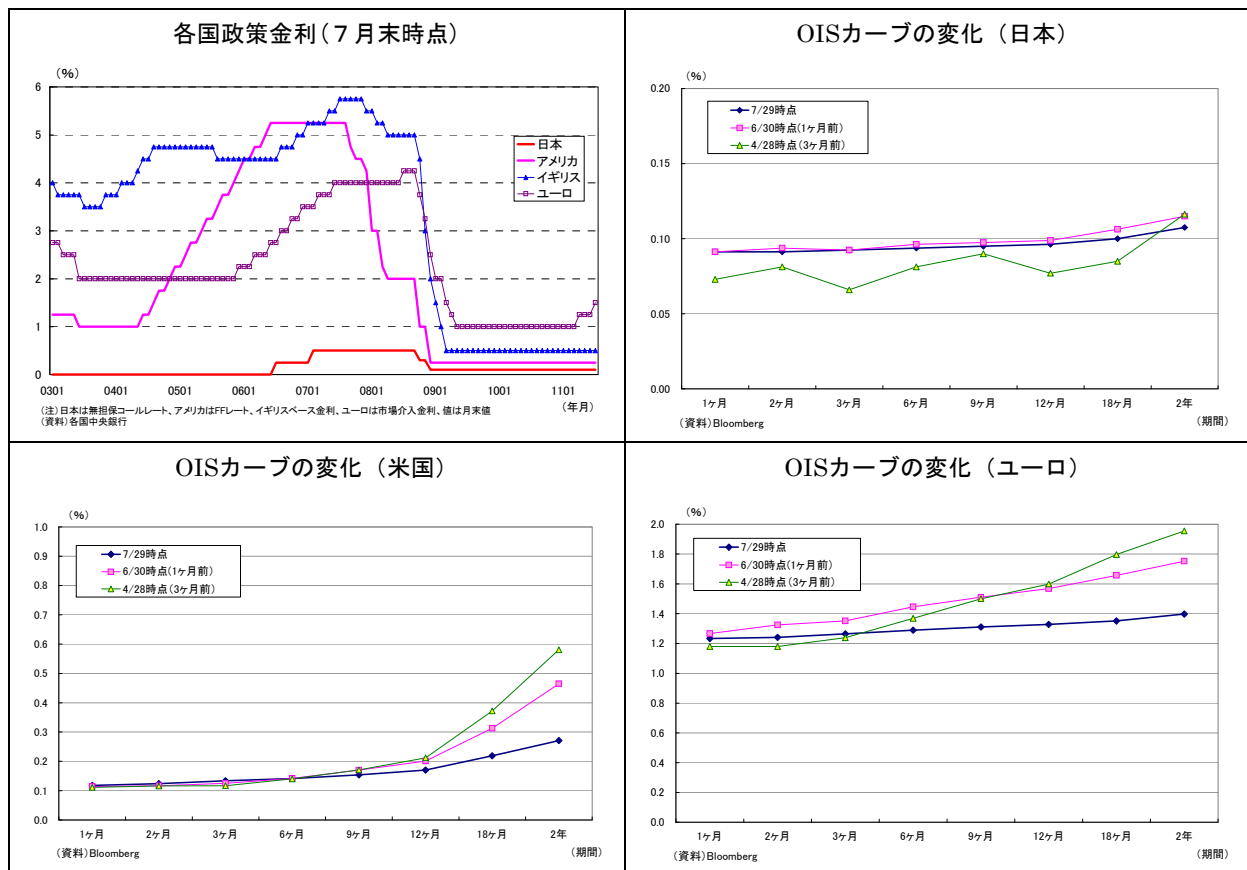
7月はFOMC（連邦公開市場委員会）の空白月に当たり、必然的に金融政策に動きは無かったが、13日にバーナンキ議長の議会証言が行われた。この中で議長は「景気の減速が予想以上に続き、デフレリスクが再び対等した場合には、追加的な政策サポートが必要となるだろう」として、複数の追加緩和策を具体的に例示した。あくまでも条件付きの話であり、その後「現段階で一段の措置を講じる用意はない」と改めて表明したものの、従来出口戦略を見据えて具体的な議論を行っていた印象が強いだけに、金融政策正常化への道筋が後退した感拭えない。

次回のFOMCは8月9日に開催される予定。4-6月期GDPの低迷、1-3月期の下方修正に続いて、7月雇用統計も悪い結果となれば、FRBとしてさらに緩和方向へと軸足を移し始めることもあり得るだけに注目される。

（ECB）追加利上げ

ECB（欧州中央銀行）は7月7日のECB政策理事会において大方の予想通り利上げを決定した。政策金利は0.25%引き上げられ1.50%となった。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、今後の利上げ継続をうかがわせる表現となった。

その後8月に入り、4日のECB政策理事会においては政策金利を維持。声明における金融スタンス、物価の上振れリスクについては先月の表現を踏襲したが、「不確実性が非常に高い」と述べ、先行きに対する強い警戒感が示された。



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 7 月末時点における利回り曲線を見ると、もともと利上げ期待はほぼゼロの日本はさておき、欧米では 7 月の一カ月間で市場の利上げ期待が大きく後退している。米国は景気減速とバーナンキ議長の追加緩和への言及が影響しているとみられる。ECB については利上げ打ち止めを示唆している訳ではないのだが、イタリア等への財政懸念拡大の動きが出たことや景況感の悪化で追加利上げのハードルが上がったとの見方が背景にあると考えられる。

3. 金融市場（7 月）の動き：円高ドル安進行、債券高、株は横ばい

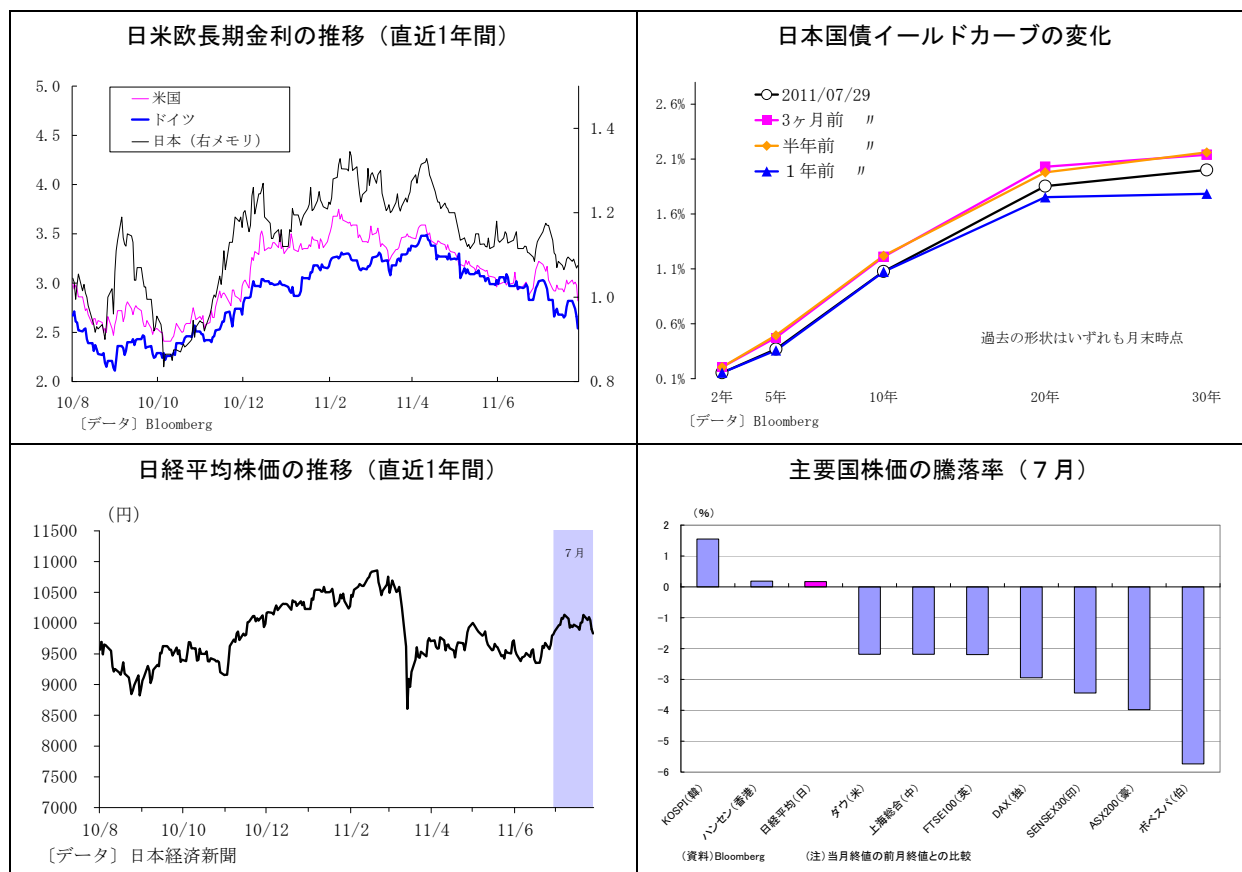
（10 年国債利回り）

7 月の動き 月初 1.1% 台前半からスタートし、月末 1.0% 後半に。

国内景気の回復期待から一旦 1.1% 台後半へ上昇後、米雇用統計の下振れに伴う米金利低下から 11 日には 1.1% 前半に戻る。その後、欧州財政危機の拡大懸念や FRB 議長による追加緩和への言及、米国債の格下げ方向での見直し発表などを受け、円高を伴う形で長期金利は 14 日に 1.1% を割り込む。その後も米債務上限問題の調整難航がリスク回避を促し、月末まで 1.0% 台後半で推移。

当面の予想

8 月に入り債務上限問題は決着、米債デフォルトは回避されたが、未だ残る格下げ懸念ならびに米景気の先行き懸念の高まりに伴うリスク回避の動きなどから、長期金利は 1.0% 前後で推移している。米国の問題はしばらく尾を引くとみられ、金利下押し圧力が続くだろう。7 月米雇用統計の内容が悪く、その後の FOMC にて追加緩和への踏み込んだ発言が出てくる展開になると、リスク回避と金利先安感から 1% を大きく割り込む可能性が高い。当面のレンジは 0.9%～1.1% を予想。



（円ドルレート）

7月の動き 月初 80 円台後半からスタートし、月末 77 円台半ばに。

上旬は米雇用統計を見据え 81 円を挟んだ小動きの展開に。米雇用が結局予想を大きく下回ったうえ、欧州財政危機の拡大懸念が高まり、円が逃避先となる形で 13 日に円ドルは 80 円ラインを突破。その後もバーナンキ議長による追加緩和への言及や米国債格下げ方向での見直し発表などドル安要因が連発、米債務上限問題が長引くにつれじりじり円高が進み、月末には 77 円台半ばへ。

当面の予想

8 月頭に米債務問題が合意に達した後も円高圧力は収まらなかったが、4 日に政府・日銀が為替介入・追加緩和に踏み切ったことで足元は 78 円台後半へと下落。米雇用統計と FOMC が間近に控えており、今後の政府・日銀の追加対応も含めて為替動向は読みづらくなっているが、市場では米格下げリスクへの警戒が残り、米景気の先行き不安も相当高まっているため、ドルが持続的に買われる展開にはなりにくい。当面 70 円台後半での推移を予想。米雇用統計次第では 80 円をうかがうことも。

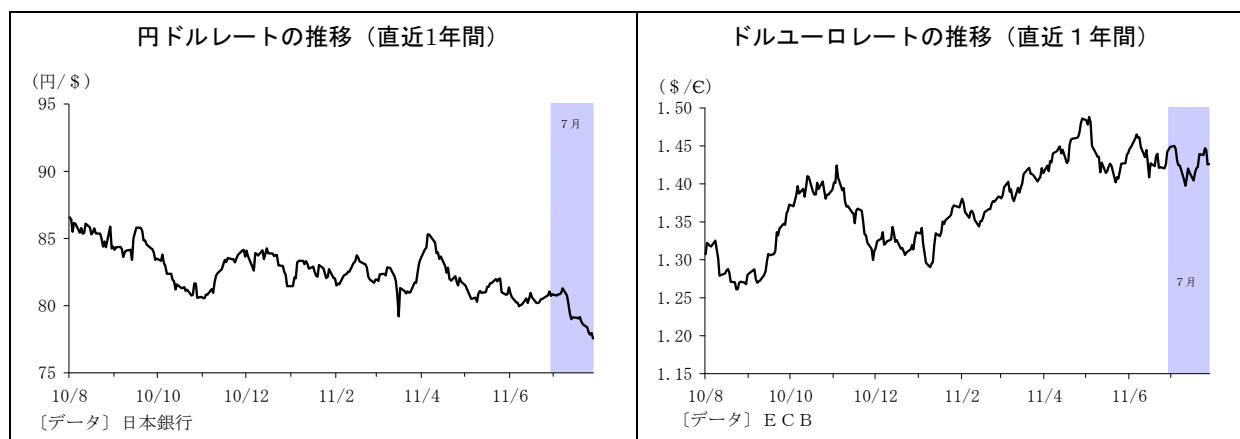
（ドルユーロレート）

7月の動き 月初 1.44 台後半でスタートし、月末 1.42 台後半に。

上旬は利上げ観測がユーロの下支え要因となったが、7 日の利上げ後は財政懸念が焦点に。イタリア等への危機波及懸念の高まりから下落基調が鮮明となり、12 日には 1.40 を割り込む。その後、ユーロ圏サミットでの新たなギリシャ支援合意、米債務上限問題の混迷から 26 日には 1.44 台を回復したが、米格付け会社がスペイン格下げを示唆したことが嫌気され、月末は 1.42 台後半となる。

当面の予想

相変わらず財政問題が燐り続け、ことあるごとに再燃している。今後もこの状況が続くのは避けられずユーロは弱含みやすい。当面は米国・ドルも売られやすい地合いのため、対ドルでのユーロの下値が支えられる面もあるが、ドル売りが一服すると再び市場の注目がユーロ側とりわけイタリア等の財政懸念に移り、ユーロ下落が鮮明となる展開も。



金利・為替予測表(2011年8月5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	1.1	1.2	1.3	1.3
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	2.8	3.1	3.3	3.4
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	2.6	3.0	3.2	3.3
円ドル（平均）		82	80	82	83	85
ユーロ・ドル（平均）		1.44	1.43	1.40	1.35	1.35
円・ユーロ（平均）		118	114	115	112	115

(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。