

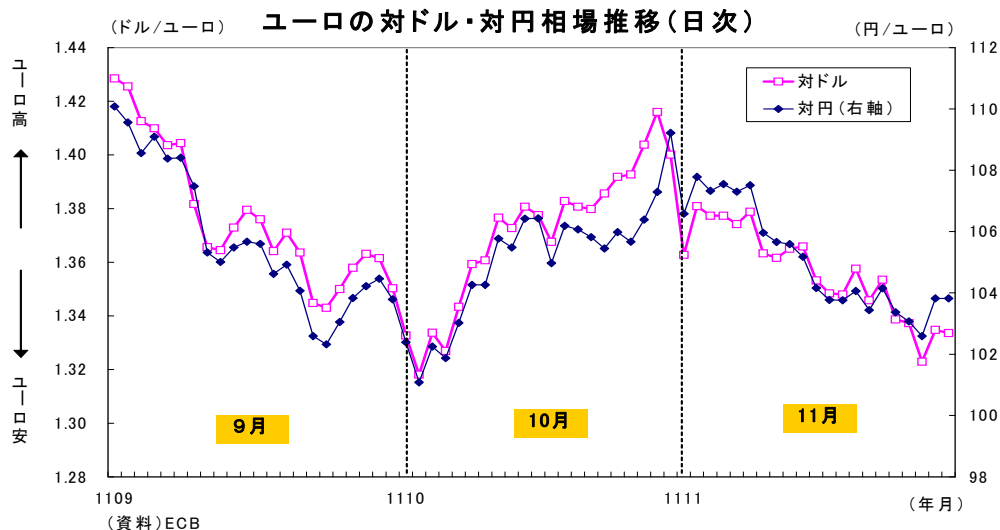
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(12月号)

～ユーロ安の背景を探る

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. **(再び下落したユーロ)** 円ユーロ相場の水準は歴史的に見てかなりのユーロ安となっている。円高ユーロ安の背景としては、中長期では経常収支とインフレ格差、短期的にはとりわけドイツ債の金利低下による日独金利差の縮小が挙げられる。当面の相場のカギを握るのは金利差となるが、ユーロ圏の実体経済は厳しい状況が続くとみられ、ECBの追加利下げ観測もあるため、ユーロの低位推移が予想される。また、「ユーロの枠組みへの信認」も重要なポイントだ。既に一部散見されるが、「ユーロ崩壊」シナリオを意識する空気が市場に蔓延すると、先行きの強い不確実性でユーロ離れが生じ、為替レートが底割れする可能性がある。
2. **(日米欧金融政策)** 11月は日米の金融政策に変更はなかったが、危機の震源地である欧州のECBが利下げを実施した。各中銀とも下振れリスクに対する強い警戒感を示しており、今後も緩和的スタンスを継続、必要に応じて追加策を打つだろう。市場の見方としても、日米緩和の長期化、ユーロ圏の追加利下げを織り込んでいるようだ。
3. **(金融市場の動き)** 11月の金融市場では、欧州問題を巡ってリスク回避姿勢が強まり、株価が下落、国内債券も当初上昇したが、下旬はドイツ債入札不調などを受けて下落に転じた。円ドル為替はほぼ横ばいとなった。今後の金融市場も欧州問題の動向をにらんでの一進一退が当面続きそうだ。



1. ユーロ安の背景を探る

このところ、ユーロ相場が乱高下している。直近3ヶ月の対円月間騰落率をみると、9月▲6.1%、10月5.2%、11月▲4.8%と月により方向性が目まぐるしく変わっているうえ変動も大きい。

また、従来“円高ドル安”の円ドル相場の影に隠れた形になりがちな円ユーロ相場であったが、足元の水準は歴史的に見てかなりのユーロ安となっており、日本経済・企業にとっての「ユーロ安の悪影響」も意識される状況になっている。不安定な動きをしつつ下落してきたユーロについて、改めてその動向と要因を探る。

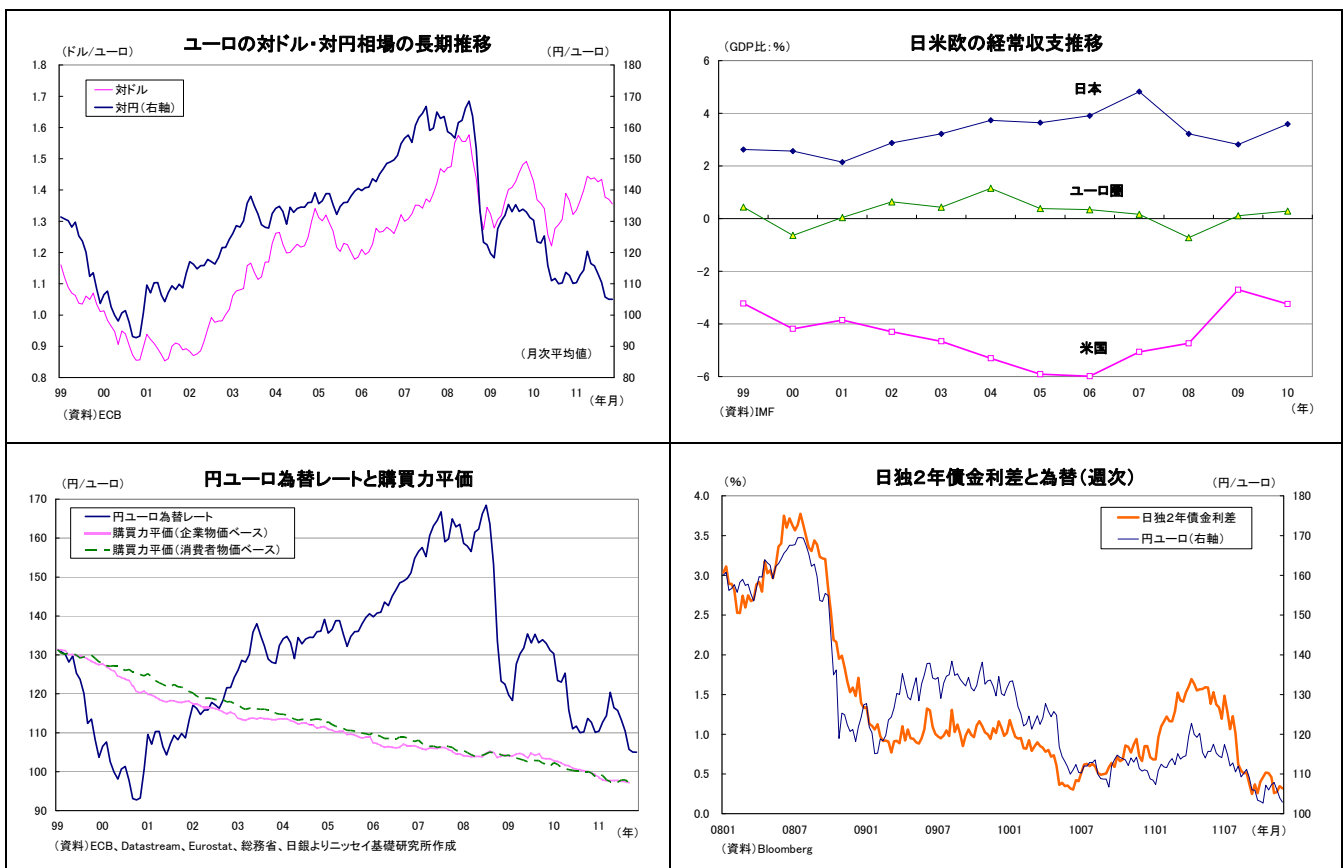
(中長期の動向と背景)

通貨ユーロは1999年に誕生した歴史の浅い通貨であるが、この10年余りの間に評価が大きく変わってきた。対円レートでは、導入時の約133円から2000年にかけて大きく下落、一時89円台まで落ち込んだが、以降はほぼ一本調子で上昇しピークの08年には170円間際まで到達、リーマン・ショック後は一転して急落している。足元の104円台という水準は導入時のレートを2割以上も下回っており、2000年に次ぐ低水準局面になっている。

中長期の為替を考える上では経常収支と購買力平価が重要となる。

ユーロ全体の経常収支の推移を見ると、ほぼ均衡状態が長らく続いている。この点は常に大幅経常赤字の米国とは異なり、経常取引上で通貨としての弱みを抱えていないことを意味する。ただし、対日経常収支は常に赤字とみられるため(2010年の日本の対EU経常黒字は約4.5兆円：財務省)、対円ではユーロ安要因になっていると考えられる。

次に(相対的)購買力平価を見てみる。自国通貨と外国通貨の購買力の比率により為替が決定される

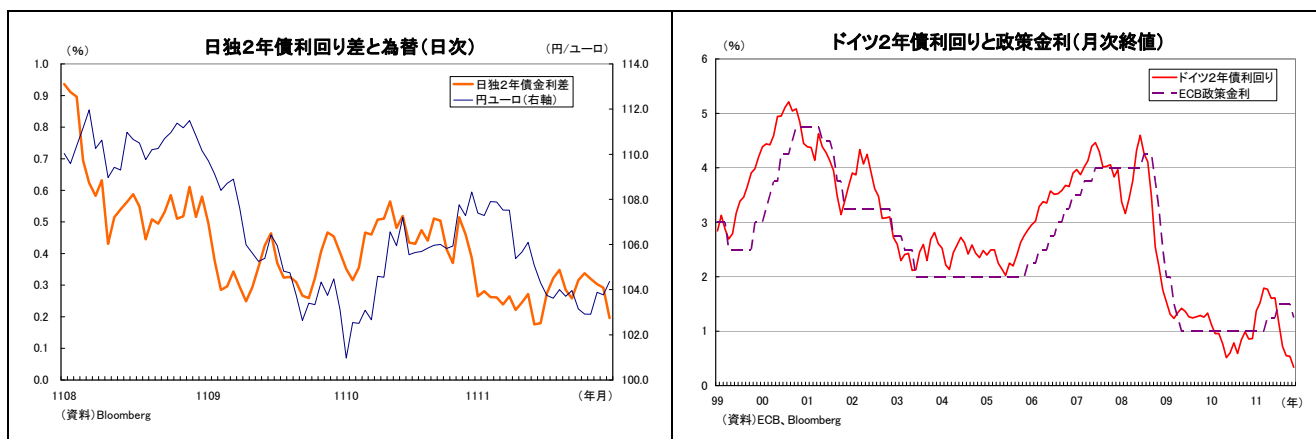


とする購買力平価の考え方に基づくと、インフレは通貨の購買力低下を意味するため、2国間のインフレ率格差を反映して相対的に高インフレ国の通貨が下落していく。長期にわたりデフレ気味の日本と物価がプラスで推移するユーロ圏では、購買力平価は円高ユーロ安方向で推移する。基準時点を99年1月として計算した場合、購買力平価は明確な円高ユーロ安トレンドを示し、足元は1ユーロ100円を下回る。基準時点をいつにするか、どの物価指数を使用するかで結果が異なってしまうのが購買力平価の難点だが、最近のユーロ安の動きは、購買力平価と乖離してきた実勢が修正に向かう動きとも取れる。

(短期の動向と背景)

経常収支、購買力平価の考え方により、ともに長期的に見て円高ユーロ安が進んだことは説明できるものの、その間の振れは説明できない。より短期の変動には金利差が説明力を持つ。

リーマン・ショック以降、そして足元のユーロ下落ともに、日本とユーロ圏中核国であるドイツの2年国債金利差縮小に概ね沿った動きとなっている。日本の2年債金利は低位で変動が小さいため、金利差はとりわけドイツ債の動向に依存する。ユーロ圏の景気失速懸念やそれに伴う利下げ期待が高まったり、欧州の債務危機などでリスク回避姿勢が強まるとドイツ債の利回り低下を通じて日独金利差が縮小、結果としてユーロ安圧力が高まる構造になっている。



従って、当面の円ユーロ相場の動向についても、ドイツ側の金利動向がカギを握る。独2年債金利は現在約0.3%と歴史的な低水準にあり、ゼロの制約もあるため低下余地は殆どない。今後ともユーロ圏の実体経済は厳しい状況が続くとみられ、ECBのもう一段の利下げが市場で意識される状況にある。2年債金利は政策金利を先取りして織り込む傾向が強く、既に相当程度利下げが織り込まれているようだが、利上げという材料が見えない以上、金利差の観点からはユーロの低位推移が予想される。

(ユーロの信認という問題)

さらに、ユーロの下値が堅いとも言い切れない。それは「ユーロという枠組みへの信認」の問題である。既に一部散見されるが、「ユーロ崩壊」シナリオを意識する空気が市場に蔓延すると、金利要因ではなく先行きの強い不確実性でユーロ離れが生じ、為替レートが底割れする可能性がある。

導入後に政治の足並みの乱れや通貨政策の不透明さをきっかけに売り込まれた99年~00年の轍を踏むのか、逆に結束を示して信認を回復できるのか、この明暗を分けるのは政治の決断力と実行力だ。

2. 日米欧金融政策（11月）の動き：日米は維持、欧は利下げ

（日銀）維持

日銀は11月15～16日の決定会合において政策金利の据え置きを決定、55兆円程度としている資産買入等基金の規模にも変更はなかった。前回10月27日の決定会合において同基金の5兆円増額を決めたばかりでもあり、11月会合では様子見となった形。

景気の現状については、「持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」と前回の「持ち直しの動きが続いている」から下方修正。下方修正は4月以来となる。一方、先行きについては「海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられる。もっとも、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」と引き続き回復シナリオを維持しているが、トーンが段々弱くなってきている印象。

会合後の総裁会見では、「見通しを巡っては様々な不確実性が存在」し、「中でも最大のリスク要因は、欧州ソブリン問題の今後の展開」との言及があり、欧州問題を中心とする今後の景気下振れリスクへの日銀の強い警戒感が示されている。

（FRB）維持

11月1～2日に開催されたFOMCでは、政策金利を据え置くとともに、その他政策についても現行の方針を維持した。

声明文では、「7-9月期に経済成長は幾分強まった」とし、今後についても緩やかなペースでの成長シナリオを維持しつつも、「経済見通しには、国際金融市場の緊張を含めて大きな下方リスクが存在する」と強い警戒感を示している。

バーナンキ議長も会合後の記者会見において「追加緩和を実施する用意はあるし手段も持っている」と発言、実現可能な選択肢としてMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れを挙げるなど、今後の追加緩和の可能性について含みを残した。

なお、同時に発表された最新の経済見通しでは、2011～13年までの成長率を前回6月時点の見通しから大きく引き下げるとともに、失業率については引き上げている。

FRBの経済見通し

	6月時点(前回)		→	11月時点(今回)	
	実質GDP 成長率	失業率		実質GDP 成長率	失業率
2011	2.7～2.9	8.6～8.9		1.6～1.7	9.0～9.1
2012	3.3～3.7	7.8～8.2		2.5～2.9	8.5～8.7
2013	3.5～4.2	7.0～7.5		3.0～3.5	7.8～8.2
2014	--	--		3.0～3.9	6.8～7.7

(資料)FRB

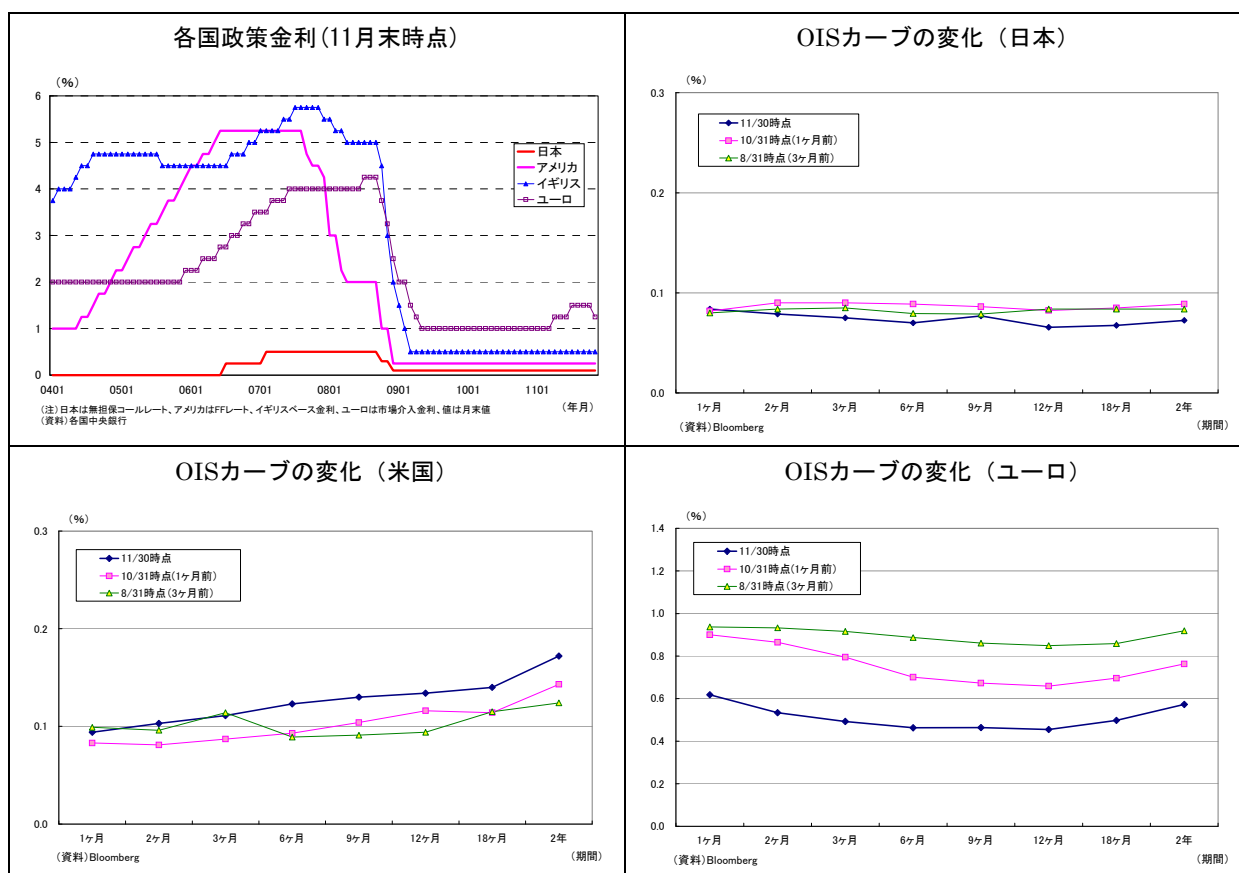
また、後日公表された議事録では、同FOMCにて政策運営のコミュニケーション戦略について幅広く議論が行われたことが判明。米金融政策の方向性への注目が高まる中、政策判断の透明性向上によって政策効果を高めたいという意図があるようだ。

（ECB）利下げ

ECBではトリシェ総裁が10月末を持って任期を終え、11月からイタリア出身のドラギ氏が新総

裁に就任した。11月3日の定例理事会では、「新体制後初の理事会であり、とりあえず現状を維持する」との大方の見方に反して政策金利の引下げ（1.50%→1.25%）を決定。

声明文では、「経済の見通しには非常に高い不確実性があり、下方リスクにさらされている」とし、「いくつかのリスクは実現してきている」と警戒感を高めている。一方、インフレ率については、「現在は高いものの、2012年には2%未満に下がることが期待される」とし、利下げとの整合性を取っている。



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 11 月末時点における利回り曲線の傾きを見ると、日米は前月からあまり変化がなく、日本は 2 年以内の利上げ期待がほぼゼロ、米国も金融緩和の長期化が見込まれている。一方、ユーロについては、11 月の利下げを受けて、前月末からカーブが全体的に下方にシフトしている。さらにカーブの形状は未だ右下がりとなっており、市場では ECB による追加利下げが織り込まれているようだ。

3. 金融市場(11月)の動き：株安、債券安、円ドルはほぼ横ばい

(10年国債利回り)

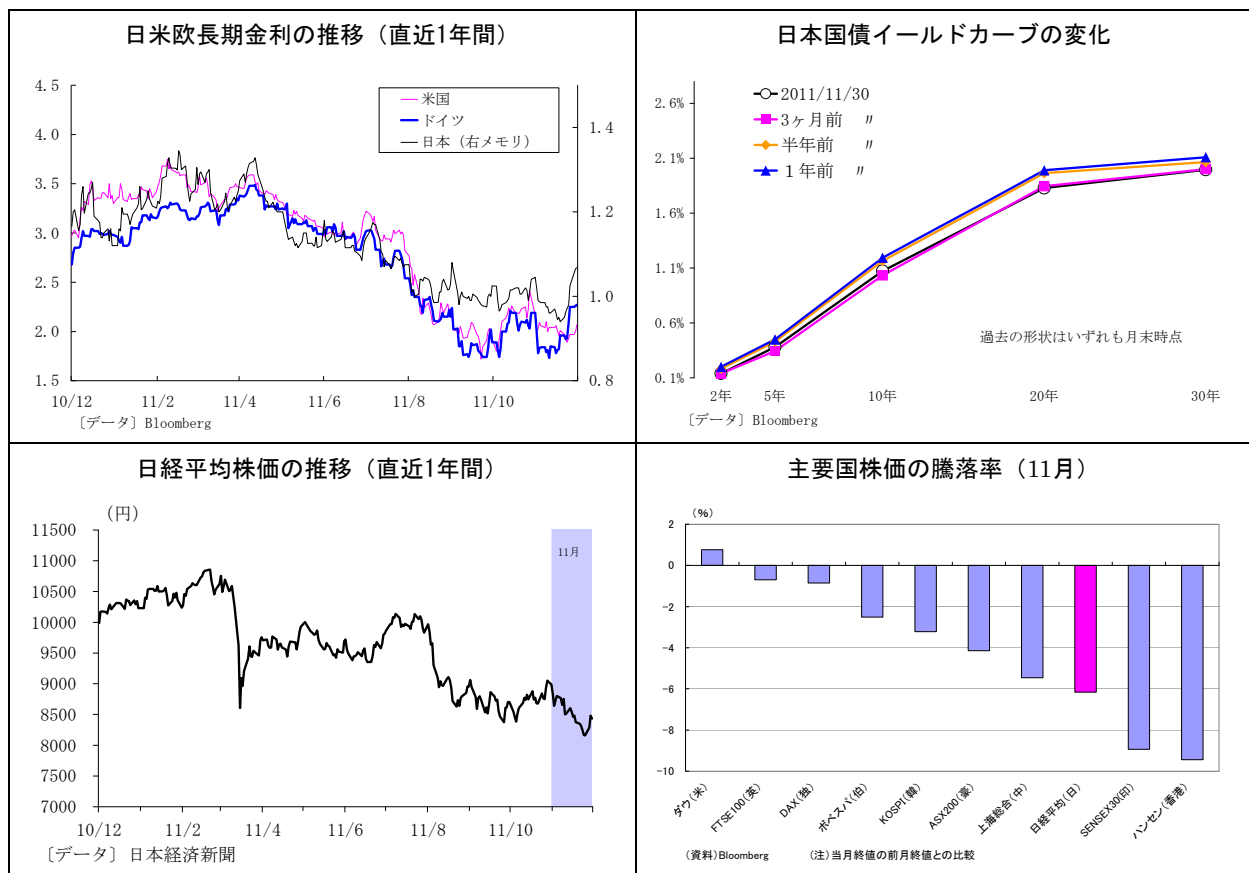
11月の動き 月初1.0%近辺からスタートし、月末1.0%台後半に。

月初、国民投票方針発表や内閣信任投票を巡りギリシャ情勢の不透明感が強まり、2日に1.0%を割り込む。その後もイタリアの財政懸念高まりを背景としてリスク回避姿勢が強まり、国内長期金利は低下基調をたどる。スペイン・フランス国債の入札不調を受けた18日には0.94%まで低下

した。その後は高値警戒感に加えて日本と同じく経常黒字国であるドイツの入札不調、米格付け機関による日本国債格下げ可能性への言及などから一転債券売りが進み、28日には1.0%台後半へ。月末も1.0%台後半での着地となった。

当面の予想

先月下旬は金利上昇局面となったが、1.0%台後半になると値ごろ感から買いが入りやすいこと、日本の財政が厳しいことは周知の事実で特に目新しい材料でもないことから、このまま金利上昇トレンドが継続するとは思えない。一旦水準調整されたと捉えるべきだろう。米国の経済統計はこのところ底固さを見せているが、米市場も欧州問題の影響を強く受けるため、米国要因で本格的な良い金利上昇が起こる姿も当面期待しづらい。従って、今後とも根本的な解決目処が立っていない欧州問題をにらんで一進一退の展開を予想する。当面の予想レンジは0.9%~1.15%。



(円ドルレート)

11月の動き 月初78円台前半からスタートし、月末78円近辺に。

月初は政府・日銀による介入への警戒感が強く、米FOMC・雇用統計を見極める姿勢もあって78円台前半で膠着。その後介入警戒感が後退したことで9日には77円台半ばへと円が上昇。以降、23日を期限とする米財政赤字削減協議の決裂観測が高まるにつれて円高が進行、21日には76円台後半に達した。その後、同協議は決裂したが格下げを伴わず、またリスク回避のユーロ売りドル買いによりドルが円に対しても優勢になったことからドル高が進み、月末は78円近辺となる。

当面の予想

今後もユーロが為替の主演となり、ともに逃避先となる円とドルは方向感が出にくい。目先の円ドルのカギとなるのは米雇用統計とクリスマス商戦だが、仮にポジティブな結果となってもドル高

の決定打となるには力不足とみられる。むしろ年末に期限を迎える給与税減税延長協議の動向が注目される。同協議は与野党の厳しい対立が予想され、減税打ち切り観測が高まることで米景気への悲観から円高圧力が高まる可能性がある。一方、76 円台に突入すると介入警戒感が一段と高まることから、当面は 77 円台～78 円台を中心とした推移となりそうだ。

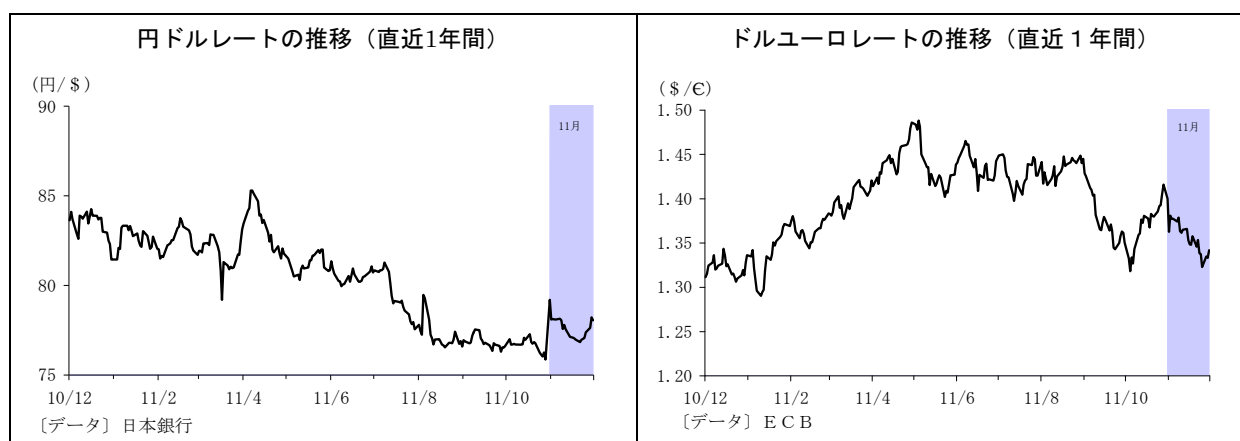
(ドルユーロレート)

11月の動き 月初 1.36 台前半でスタートし、月末 1.34 台後半に。

前月終盤に 1.40 台で推移していたユーロであったが、ギリシャ情勢の不透明感高まりに伴い、月初から急落、イタリアへの懸念拡大もあり上旬は 1.36～1.37 台で推移。欧州危機拡大・域内景気後退懸念を背景にユーロ売りが進み、16 日には 1.34 台へ。その後は一旦やや値を戻したが、独メルケル首相がユーロ圏共同債について否定的な姿勢を示したことで 25 日にはもう一段下落し、1.32 台前半へ。月末は各国中銀によるドル資金供給拡充を好感し、1.34 台前半まで戻した。

当面の予想

ユーロ圏の危機国救済枠組みの構築はスピード・規模ともに不足感が強く、9 日に開催される EU 首脳会議でも抜本的な解決は期待できそうにない。ユーロ圏では実体経済の減速感も強まっており、通貨ユーロは今後も 1.30 に向けてもう一段弱含むとみる。米国の政治混乱などから同国経済への悲観が高まる局面において、その裏返しとしてユーロが上昇する可能性もあるが、積極的な評価ではなく、長続きしないだろう。



金利・為替予測表(2011年12月2日現在)

		2011年		2012年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		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)	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
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)	2.4	2.1	2.2	2.3	2.4
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	2.2	2.1	2.1	2.2	2.3
円ドル	(平均)	78	77	77	79	79
ユーロ・ドル	(平均)	1.41	1.35	1.30	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	110	104	100	103	103

(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。