

# Weekly エコノミスト・ レター

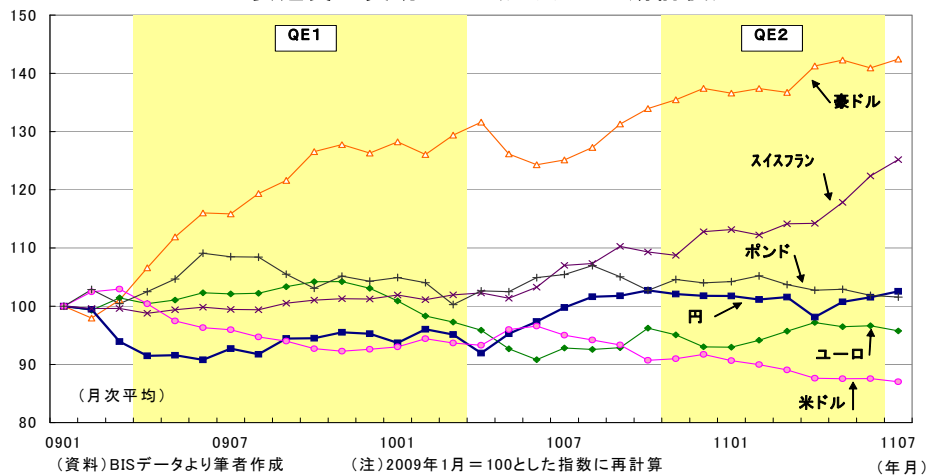
## 金融市場の動き(9月号)

### ～ QE3と通貨のパワーバランス

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. (為替) 過去のQE期間中のドル円レートの動きはまちまちだ。QE1では5円程度の大幅な円高ドル安となった一方、QE2では、円高ドル安が進んだわけではない。しかし、実効為替レートで見た場合、ドルはQE1、QE2期間ともに大きく下落しており、QEがドル安に繋がっている。この際、重要となるのは、「ドルの為替レートが下がるためには、他のいずれかの通貨が上がらなければならない」という点である。過去のQE局面では多くの主要通貨の対ドルレートが上昇した。では、現在の状況でドルが下落するとすれば、市場で選ばれて上昇する通貨はどれだろうか。見渡してみると、円以外の主要通貨はそれぞれ課題や弱みを抱えている一方、円については買われないための強い理由が見当たらない。従って、筆者はQE3が実施された際のドル安圧力が円に向かってくる可能性はかなり高いと考えている。その際、政府・日銀の対応が本当に重要になってくる。
2. (日米欧金融政策) 8月の金融政策は日米欧ともに現状維持となった。その後9月に入り、ECBが前回再開方針を示していた国債買入れプログラムの概要を公表した。即座に再開されるわけではないものの、ユーロ防衛に向けてさらに踏み込んだ形に。
3. (金融市場の動き) 8月の金融市場は、一旦米景気回復期待などから長期金利上昇、ドル高に振れたが、終わってみると前月とほぼ同水準に。ユーロは買戻しで反発した。今月の最大の焦点はFRBがQE3に踏み切るかであり、判断材料として目先の米雇用統計が重要な意味を持つ。欧州でも債務危機に纏わるイベントが相次ぎ、正念場を迎える。

主要通貨の実効レート(過去のQE期前後)



# 1. 為替：QE3と通貨のパワーバランス

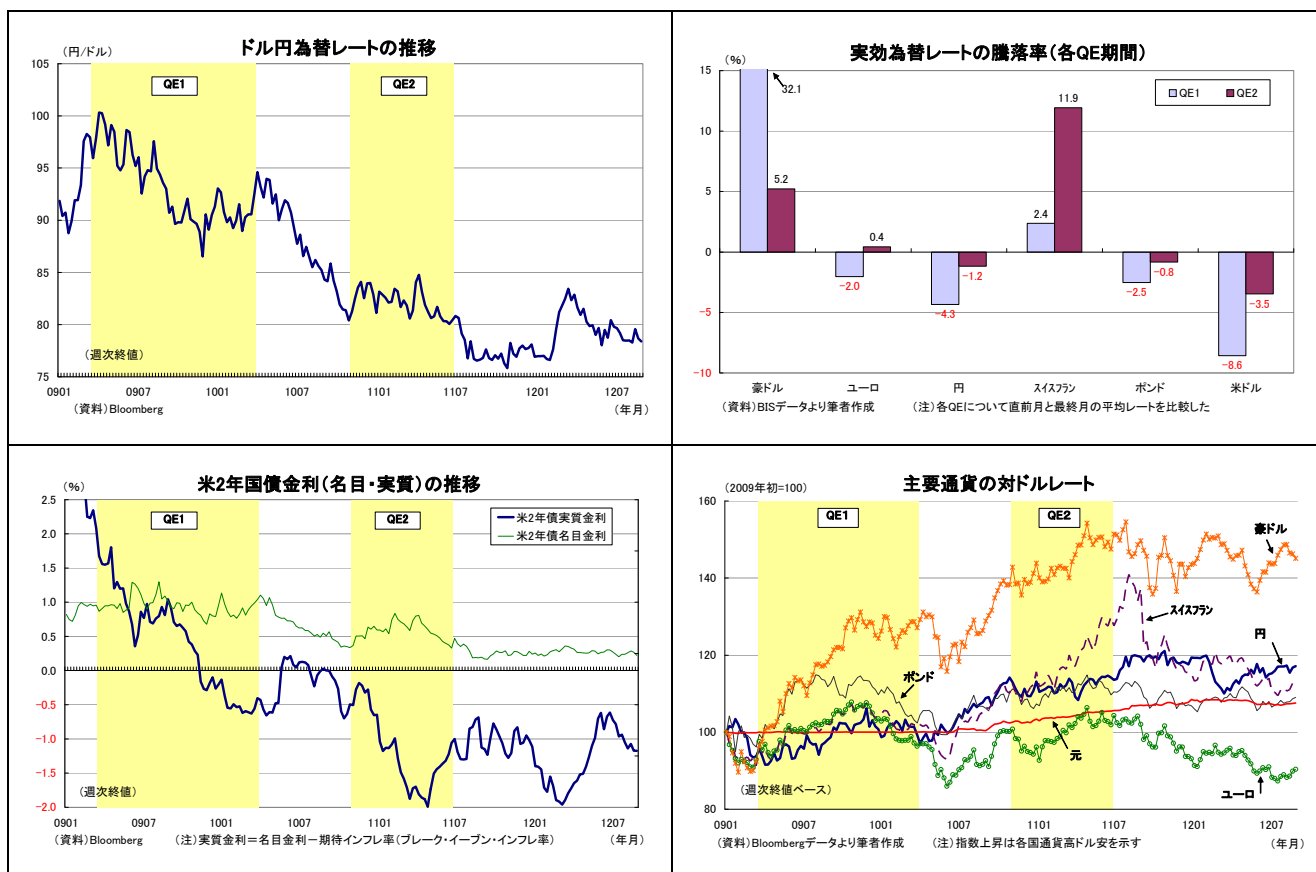
米FRBが今月に量的緩和第3弾（以下、「QE3」）に踏み込むかどうか、世界中が固唾を呑んで見守っている。本日夜発表の8月雇用統計の結果が大きな判断材料となるのは間違いないが、仮に今月見送りとなったとしても、米国は来年始に減税失効と歳出自動削減が重なる「財政の崖」問題を抱えているため、その対応として年終盤にQE3を発動する可能性も十分考えられる。従って、過去のQE局面を振り返り、通貨のパワーバランスに焦点を当て、QE3による為替への影響を考えてみたい。

なお、過去のQE1、QE2の期間について、とりわけ前者には色々な見解があるが、当レポートではFRBが大規模債券購入を発表した日から期限までとする。具体的には、QE1が2009年3月18日から10年3月末まで、QE2が2010年11月3日から11年6月末までとなる。

## （QE期間中のドル実効レートは下落）

QEと言うと、大幅な円高ドル安をもたらすイメージがあるが、過去のQE期間中のドル円レートの動きを見ると実はまちまちだ。QE1の際は開始前日時点で1ドル98円台半ばであったものが、終了日には93円台半ばと5円程度の大幅な円高ドル安となった。一方、QE2期間については、開始前に円高が進んだものの、開始前日、終了日のドル円レートはともに80円台半ばとなっており、期間を通じて円高ドル安が進んだわけではない。

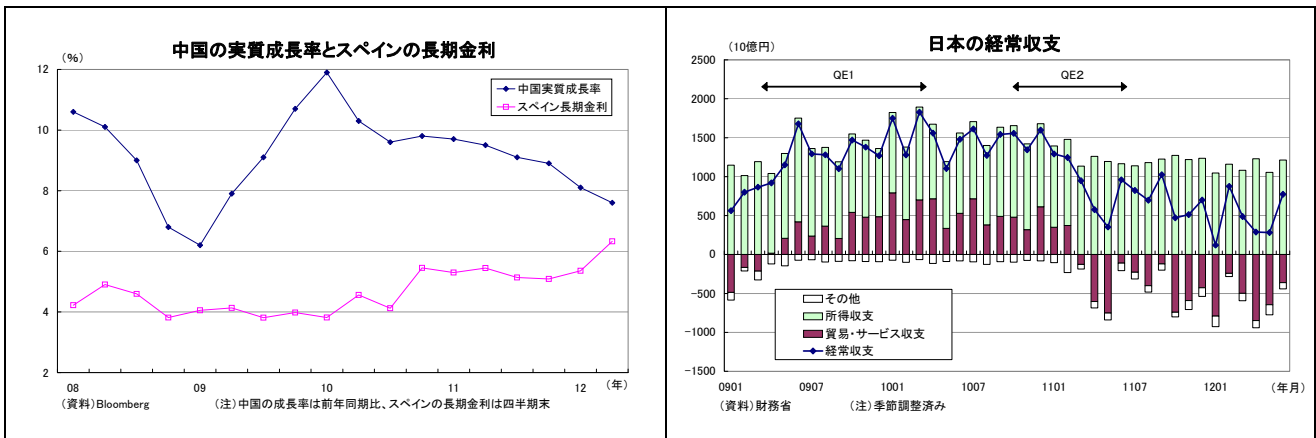
しかし、これはあくまでドルと円の関係である。世界の6大通貨<sup>1</sup>について、より幅広く、貿易シェアによって複数通貨との為替レートを按分した実効為替レートを見た場合、ドルはQE1、QE2期間ともに下落、さらに各下落率は6大通貨で最大となっており、QEがドル安に繋がっている。



<sup>1</sup> BISの2010年通貨取引シェア上位6通貨を採用。具体的には、米ドル、ユーロ、円、ポンド、スイスフラン、豪ドル

QEによるドル下落のメカニズムは、ドルの通貨供給が増えることで期待インフレ率が上昇するためと考えられる。QE1、QE2ともに、発動後に米名目金利はむしろ上昇しており、名目金利差の観点ではドル高要因となるが、同時に期待インフレ率上昇によって実質金利が大きく低下、ドルの魅力を押下げている。従って、QE3が発動された場合も、規模が十分であれば期待インフレ率が押し上げられることで、実効ベースのドル安圧力が高まる可能性が高い。

この際、重要となるのは、「ドルの為替レートが下がるためには、他のいずれかの通貨が上がらなければならない」という点である。先ほどの世界6大通貨に米経済と繋がり深い人民元を加えた7通貨の対ドルレートの動きを確認すると、QE1の時期には切り上げを凍結していた人民元以外の全通貨が上昇している。また、QE2の時期には、ほぼ横ばいとなった円とポンドを除く5通貨が上昇している。



### (円高ドル安になる懸念は全く払拭できず)

では、現在の状況でドルが下落するとすれば、市場に選ばれて上昇する通貨はどれだろうか。見渡してみると、円以外の主要通貨はそれぞれ課題や弱みを抱えている。

まず、通貨ユーロについては欧州債務危機の影響が重くのしかかる。現在は圏内第4位の大国スペイン情勢まで緊迫化しており、根本的な解決は容易でないだけにユーロの上値は重くなる。ユーロがドル安の受け皿になれる状況にはない。また、過去のQE局面で大きく上昇していたスイスフランについても、現在は為替レートに無制限介入を通じた対ユーロでの上限を設けているため、ユーロが低迷すれば、同時に低迷する運命だ。

さらに人民元については、中国景気の減速などから上昇が長らく止まっており、景気底打ち感が未だみられない中で先高感のみられない。中国減速に伴って、同国を最大の輸出先とするオーストラリアの豪ドルも主力の鉄鉱石・石炭価格の下落などから最近では下落気味である。

最後にポンドについては英中銀の緩和姿勢が明確であり、7月にも量的緩和の規模を拡大している。

一方、円については、買われないうための強い理由が見当たらない。円高要因である経常収支黒字が低迷気味とは言え、そもそもQE2の時期には始まっており、また縮小トレンドが続いているわけでもない。また、日銀は4月以降追加緩和をしておらず、相対的に見て追加緩和に積極的には見えない。

従って、筆者はQE3が実施された際のドル安圧力が円に向かってくる可能性はかなり高いと考えている。その際、政府が介入ならびに介入警戒感を効果的に活用することが出来るか、日銀が基金増額などで強い緩和姿勢を示せるかが本当に重要になってくる。

## 2. 日米欧金融政策（8月）：各国中銀とも維持、ECBは国債買入れの概要を発表

### （日銀）維持

日銀は8月8～9日の金融政策決定会合において、金融政策を維持した。政策金利を0～0.1%程度に据え置くとともに資産買入れ基金の規模も変更しなかった。なお、今回会合から新たにハト派とされる審議委員2名が加わったが、全員一致での緩和見送りとなった。

声明文中の景気の現状認識については、「復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとの、緩やかに持ち直しつつある」と従来の見方を維持。先行きについても、「緩やかな回復経路に復していく」との見方を維持している。ただし、現状認識の細かい記述を見ると、海外経済（改善の動き→一部に改善の動き）、輸出（持ち直しの動き→持ち直しの動きが緩やかに）、生産（持ち直しつつある→足もと弱め）の各要素についての判断を弱めており、今後の景気判断引き下げへの布石を打った可能性がある。

なお、総裁会見では今後の緩和手法に関して、一部で観測のある「長期国債買入れオペの下限金利撤廃」、「外債購入」に対してともに否定的な見解が示された。

金融政策の現状維持は4月末の会合以降4回連続となる。しばらく追加緩和カードを温存している形の日銀であるが、今後は追加緩和圧力が高まる可能性が高いと見ている。

目先のポイントは米FRBの出方と景気・物価の下振れだ。9月半ばのFOMCで米国が追加緩和に踏み切り、円高に振れれば、日銀も座視出来なくなる。また、仮にこのイベントを無難に通過したとしても、10月には展望レポートが待ち構えている。次回展望レポートでは新たに2014年度の景気・物価見通しも発表しなければならない。足元で景気の減速感が強まる中で、これまでの景気回復シナリオを維持し、14年度の物価上昇率1%というシナリオを説得力のある形で描けるかがポイントになる。描けないのであれば、当然追加の対応を求められるだろう。

### （FRB）維持

FRBは7月31日～8月1日にかけて開催されたFOMCにおいて、金融政策を維持した。政策金利は0～0.25%で据え置き、「少なくとも2014年終盤まで」としている超低金利の時間軸についても変更しなかった。

一方、景気認識については、従来「今年の経済は緩やかに拡大している」としてきたものを、今回声明文にて「今年の上半期の経済は幾分減速した」と下方修正した。なお、先行きについては、「今後の数四半期は緩やかな成長に留まり、その後“非常に”緩やかに上向く」と前月の表現を踏襲している。

今回もQE3は温存された形となったが、景気認識の下方修正を踏まえて、今後の追加緩和に対する表現には変化が加わった。従来「更なる行動を取る準備がある」としていたものを、今回は「必要に応じて追加緩和を実施する」と一歩踏み込み、市場のQE3期待を繋いだ。

その後、22日に同FOMCの議事録が発表され、「多くのメンバーが今後明らかになる情報が十分かつ持続可能な回復ペースの加速を示さない限り、かなり早期の追加緩和が正当化される公算が大きい」、また「多くのメンバーが（現在2014年終盤としている）時間軸の延長を支持したが、次回9月会合に結論を持ち越した」との情報が明らかになった。市場が予想していたよりもかなり緩和に

積極的なハト派的内容であったため、市場では追加緩和観測がかなり高まった。

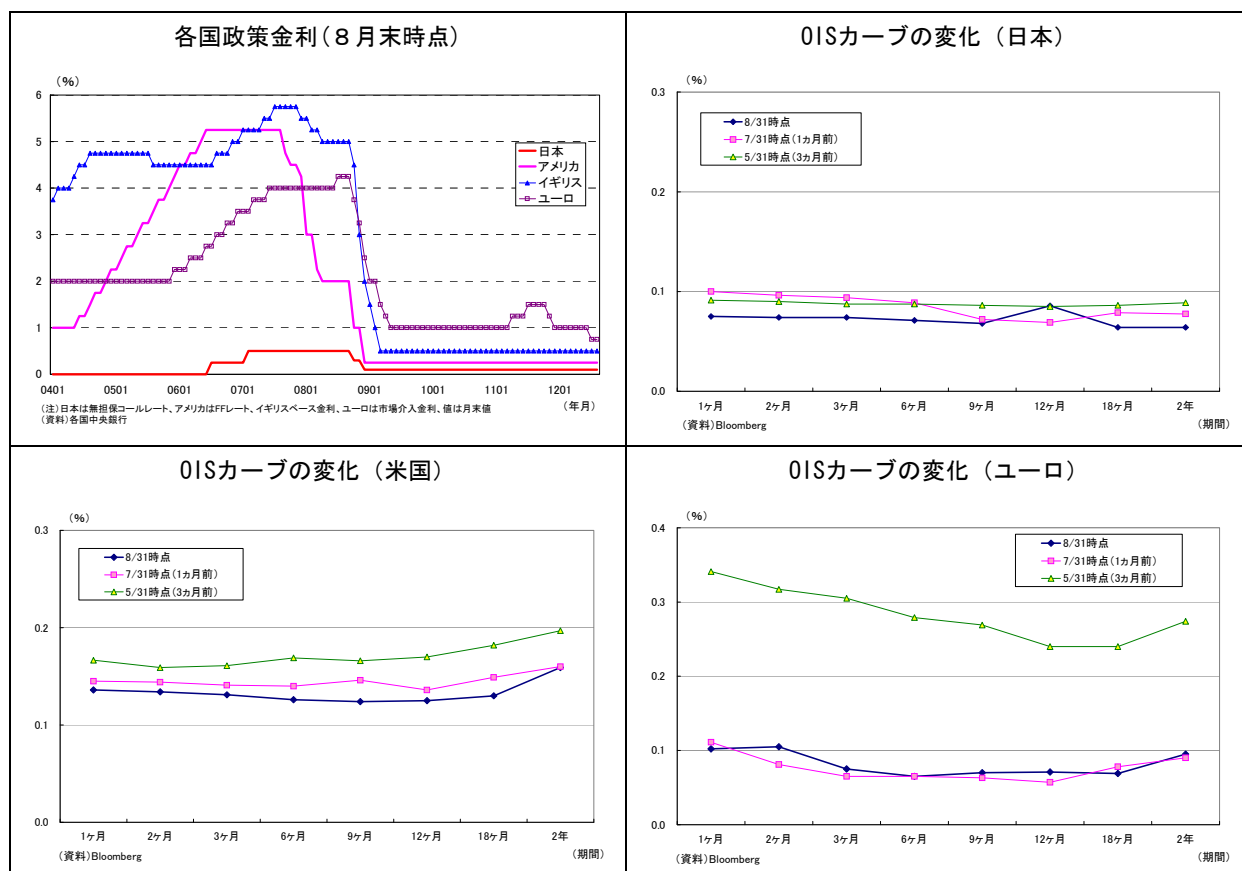
また、31日にはバーナンキ議長によるジャクソンホール講演が行われた。従来と比べて追加緩和に踏み込んだ言及は無かったが、8月の経済指標改善にもかかわらず景気に関して慎重な見方が示されたこともあり、市場の緩和期待はうまく繋がれた。

## (ECB) 維持

ECBは8月2日に開催された定例理事会において、政策金利の据え置きを決定した。併せて国債買い入れの再開方針を示したが、その前提条件としてEFSF(欧州金融安定基金)・ESM(欧州安定メカニズム)を利用した買い入れを行うことを挙げ、具体的内容は今後の検討課題とした。また、総裁は追加の非標準的措置を実施する方針を示し、今後数週間以内に枠組みを準備するとした。

その後、9月に入って6日に開催された定例理事会でも、政策金利は据え置きとなったが、前回表明した新たな国債買い入れプログラムの概要が明らかにされた。主な内容は期間1年～3年を中心とする国債を買い入れ対象とし、金額にあらかじめ上限は設けていない。ただし、EFSF・ESMに支援を要請し、その厳格な条件を受け入れ、遵守することが国債買い入れの条件となっている。即座に再開されるわけではないものの、ユーロ防衛に向けてさらに踏み込んだ形に。

また、併せて非標準的措置として、資金繰り支援のために、市中銀行がECBから資金を調達する際の担保条件を緩和することを発表した。



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 8 月末時点における利回り曲線を見ると、米国が先月末と比べて全般的



にやや下方シフトしている。この下方シフトはハト派的内容であった前回 FOMC 議事録発表後に起きており、市場における早期の追加緩和観測の高まりを反映しているようだ。日本についても全体的にやや下方にシフトしており、米国に追随する形での追加緩和期待の高まりを示している可能性がある。ユーロ圏については、先月末からほとんど変化がみられないが、カーブの形状が若干右肩下がりになっていることから、数ヵ月内の追加緩和を織り込んでいる可能性がある。

### 3. 金融市場(8月)の動き：金利とドル円はほぼ横ばい、ユーロは持ち直し

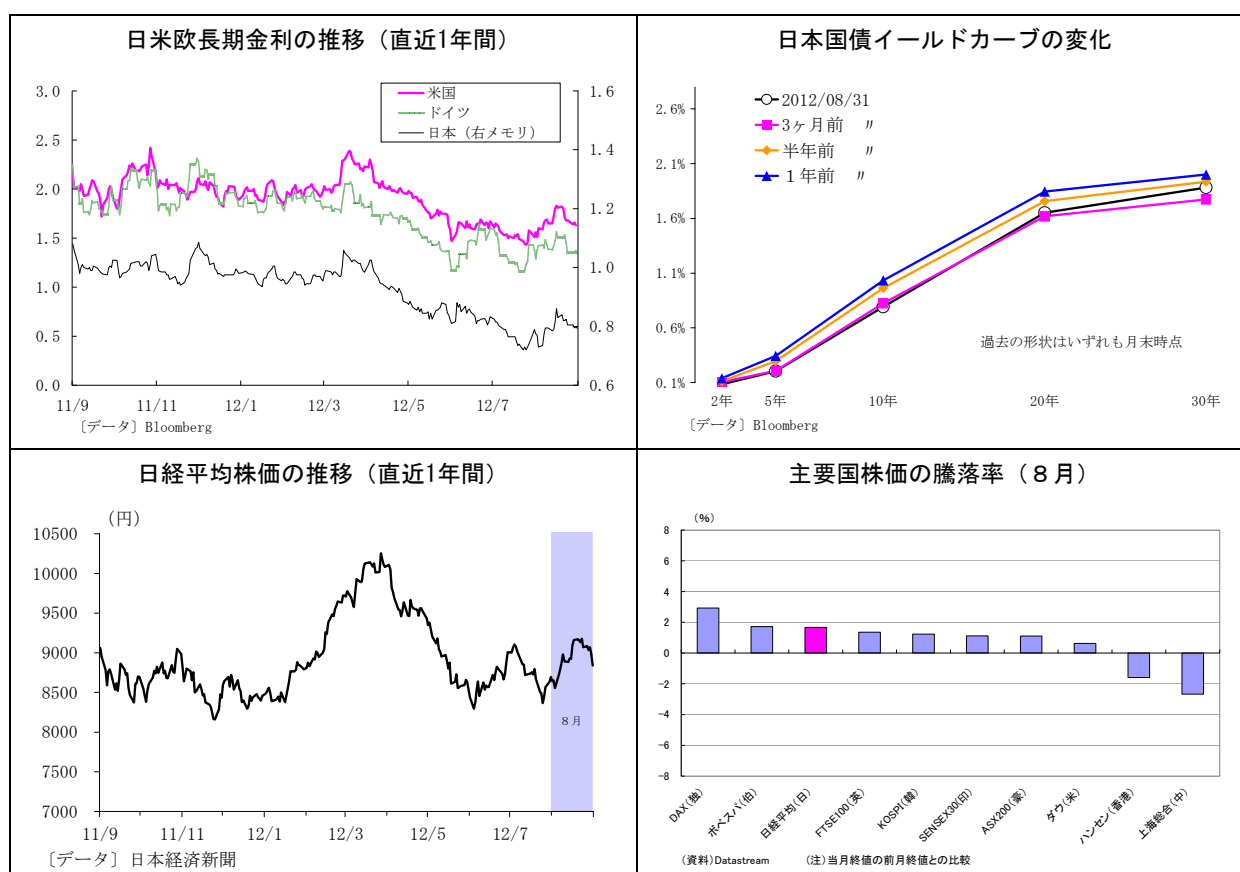
#### (10年国債利回り)

**8月の動き** 月初0.7%台後半からスタートし、月末も0.7%台後半に。

月初、ECBが国債買入意向を示しつつも具体策が示されなかったことで、一旦リスク回避姿勢が強まり3日には0.7%台前半に低下。その後予想を上回る米雇用統計を受けて8日には0.8%に反発。以降も消費や生産等の改善を示す米経済指標が続きリスク回避が後退、16日には0.8%台後半を付ける。その後は急上昇の反動でやや低下したが、しばらく0.8%台前半での推移が続く。月終盤は米景況感や国内生産の悪化を受けて0.8%を割り込み、0.7%台後半で着地した。

#### 当面の予想

ECBの国債買入れプログラム公表に伴って、足元ではリスク・オフが緩み、0.8%台前半となっている。目先の米雇用統計とそれを受けたFOMCが当面の方向性を決定付けるだろう。予想は困難だが、筆者はFRBによる時間軸延長、QE3見送りをメインシナリオに置いている。従って、時間軸延長による米金利低下が日本の長期金利をやや押し下げる展開を予想する。欧州でもESMを巡る独司法の判断やオランダの選挙などが予定されており、リスク回避姿勢を強める材料になりそうだ。



## (ドル円レート)

**8月の動き** 月初 78 円からスタートし、月末 78 円台半ばに。

月初、米 FOMC での緩和見送りを受けてやや円安方向へ動き 2 日に 78 円台半ばに。以降、78 円台前半を中心とする膠着した後、米経済に関する強めの指標が続いたことでドル高圧力が高まり、16 日には 79 円台に乗せ、20 日には 79 円台半ばへ。その後、前回 FOMC 議事録が発表、早期の追加緩和期待が再燃する形で再び円高ドル安となり、23 日に 78 円台半ばへと戻る。以降は特段の材料が無い中で、月末のバーナンキ議長講演を控えた様子見相場となり、月末も 78 円台半ばに。

### 当面の予想

ECB 理事会を経てやや円安に振れ、足元は 78 円台後半になっている。長期金利の予想同様、ドル円レートについても米雇用統計とその後の FOMC に大きく依存している。筆者の描く基本シナリオは、FRB は今回時間軸延長のみとし、これまで同様追加緩和期待をつなぐという展開であり、この際ドル円は現在の水準から大きくは動かないだろう。もし、FRB が QE3 に踏み込めば、円高ドル安が進み 77 円台に突入する可能性が高い。

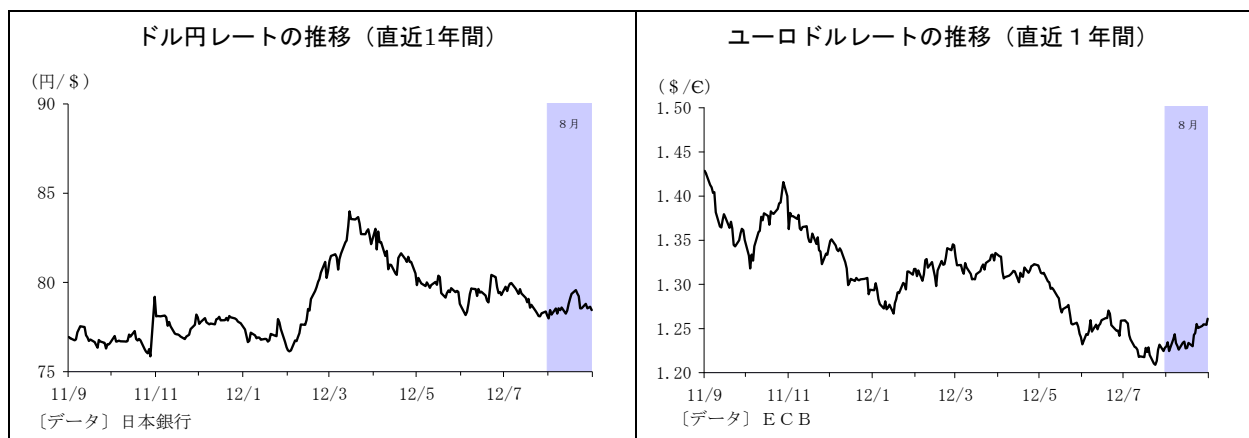
## (ユーロドルレート)

**8月の動き** 月初 1.23 ドルでスタートし、月末 1.26 ドル台前半に。

月初、小幅安に振れた後、米雇用統計改善による株高でリスク回避姿勢が後退、ユーロが買い戻され、7 日には 1.24 ドル台半ばとなる。その後、ドイツの景況感悪化等を受け再び売られ、10 日には 1.22 ドル台半ばへ下落。しばらく 1.23 ドルを挟んだレンジ相場が続いた後、ECB の国債買入れ再開への期待や米追加緩和観測の高まりを受けてユーロが反発し、23 日には 1.25 ドル台へ。月末には 1.26 ドル台前半を付けた。

### 当面の予想

9月の理事会において ECB が市場の期待に応えたことで、足元も 1.26 台前半を維持。ただし、実際の国債買入れ再開には、支援される側の申請や ESM での手続きが必要であるため、すぐに再開というわけには行かず、ユーロが上値を追っていく展開は見込みがたい。逆に目先には ESM に対する独司法の判断やオランダの選挙、ギリシャ支援を巡る再交渉など、今後を左右する大きなイベントが続くため緊張感が高まりやすい。ユーロは当面弱含みを予想。



(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。

金利・為替予測表(2012年9月7日現在)

		2012年			2013年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		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)	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
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)	1.8	1.6	1.8	1.9	2.1
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利(ドイツ、平均)	1.5	1.4	1.6	1.8	2.0
円ドル	(平均)	80	79	80	81	81
ユーロ・ドル	(平均)	1.28	1.24	1.25	1.25	1.26
円・ユーロ	(平均)	103	98	100	101	102