

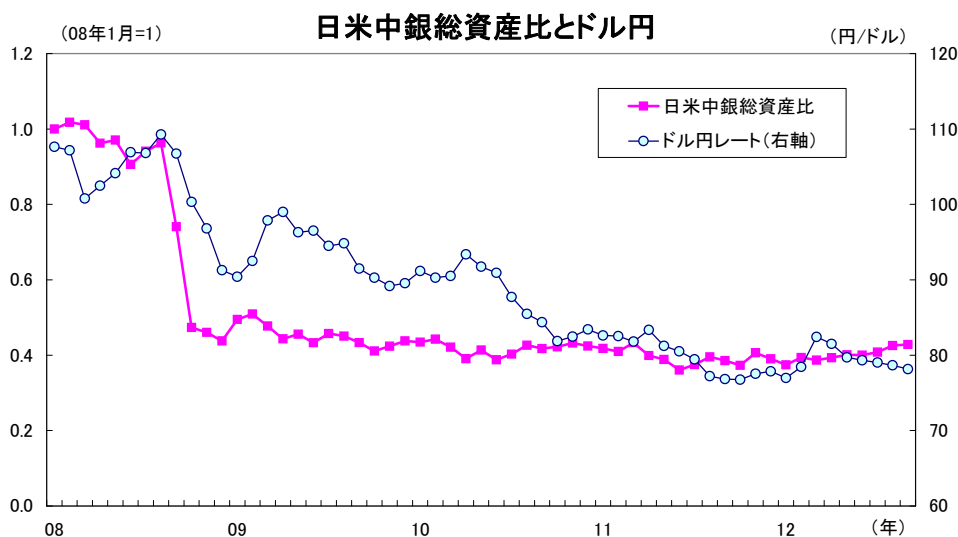
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(11月号)

～追加緩和による円安効果の正体

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)** 10月は日銀の追加緩和が一大テーマとなった。「日銀の(資産買入増額による)追加緩和=円安要因」というのは共通認識となっているが、日銀の総資産やマネー供給量拡大自体はあまりドル円との相関がない。ドル円について説明力が高いのは日米2年債金利差であり、最近の為替の動きもこれに沿ったものだが、同金利差に対して日銀は殆ど影響を与えることが出来ない。しかし、追加緩和が意味なしというわけではない。一つは長期金利を通じた効果だ。国債買入によって長期金利が低位に誘導されることは、日米長期金利差を通じて円高圧力を抑制する効果を持つと考えられる。また、投機筋は金融政策の変化を重要な売買材料にしており、追加緩和は円売り材料となる。投機筋のポジション変化は速いため持続性はあまり期待できないものの、近年投機筋の動きとドル円の連動性が強まる中で、強い緩和姿勢を示し続けることは円安に繋がる。
2. **(日米欧金融政策)** 10月の各国金融政策は、月末に日銀が連月となる追加緩和を実施する一方、欧米の金融政策は現状維持となった。11月はおそらく無風となりそうだが、12月FOMCに向けてFRBが追加緩和姿勢を見せるかが次の焦点となる。
3. **(金融市場の動き)** 10月の金融市場は、円安ドル高、ユーロドルは一進一退、長期金利は横ばいという結果となった。当面の予想は、ドル円と長期金利は横ばい圏内の動きに、ユーロ相場はギリシャとスペイン問題の進展次第と見る。



1. 為替：追加緩和による円安効果の正体

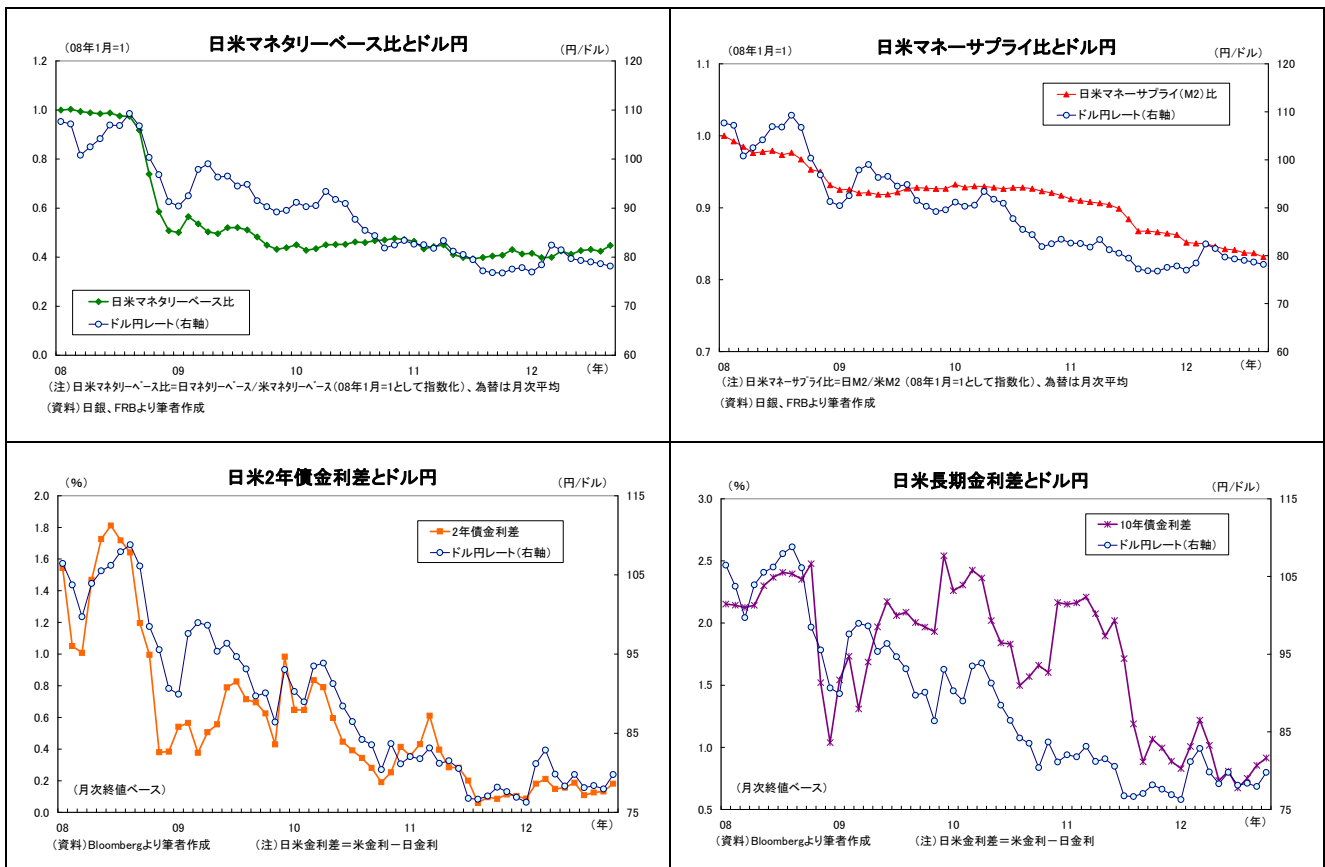
10月は日銀による追加緩和が金融市場の一大テーマとなった。実際、市場の動きを振り返ってみると、ドル円レートは月間で2円弱の円安ドル高となり、この円安のサポートを受ける形で日経平均株価も約130円上昇した。

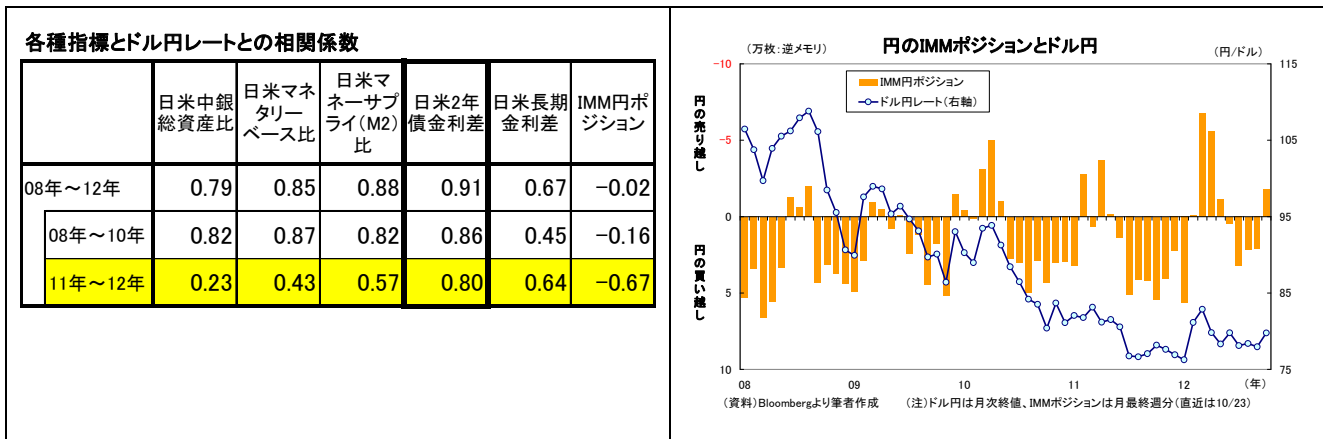
従来から「日銀の（買入基金増額による）追加緩和＝円安要因」というのは市場の共通認識となっているが、為替市場において具体的にどのような効果が発揮されているのか、検証する。

（バランスシート拡大の直接的な影響は弱い）

まず、日銀批判としてよくある「日銀のバランスシート（総資産）拡大が米FRBに対して足りないのが円高の原因」という主張について考えてみる。これは裏を返せば「日銀が資産買入基金増額等でバランスシートを拡大すれば、円安効果が生まれる」ことと同義だ。実際、リーマン・ショック前の2008年1月から直近12年9月までの日米中央銀行の総資産比（日銀総資産／FRB総資産）の推移を見ると、日銀の資産拡大量はFRBに劣り、同比率の低下とドル安が同時に発生している。ただし、同比率の低下は主にFRBが資産を倍増させた08年に生じており、以降のドル円の動きをうまく説明できていない。今年に入ってから、日銀の資産拡大ペースが上がった一方、FRBの資産は減少したことで同比率が上昇しているにもかかわらず、ドル円は9月まで下落基調と逆の動きを見せている。

「日銀のマネー供給量が足りない」という主張についても同じことが言える。日銀が資産買入を進めると、負債サイドでは日銀当座預金が増え、結果的に日銀の資金供給量であるマネタリーベース（銀行券＋日銀当座預金）が増えることになるが、日米マネタリーベース比とドル円レートの関係は、総資産比とドル円レートの関係とほぼ同じで説明力が弱い。実際、「銀行等が保有する日銀当座預金の残高が





増加すること」と「円安ドル高になる」ことの関係性は理屈からしても違和感がある。マネー量が為替に影響を与える（すなわち増加量の多い通貨が下落する）とするならば、マネタリーベースではなく、銀行等を通じて市中に出回る通貨量であるマネーサプライを見るべきである。実際、日米マネーサプライ比とドル円レートは、総資産比やマネタリーベースと比べるとまだ説明力が高い。

これらと比べて、ドル円について説明力が高いのは2年国債の日米金利差である。11年末12年始の円高とその後3月にかけての円安、4月以降の円高も全て2年債金利差の動きに沿ったものだ。10月の円安についてもその裏には堅調な米経済指標発表に伴う同金利差の拡大がある。

以上の点を定量的に見るべく、各指標とドル円レートの相関係数（1で完全連動、-1で完全逆連動）を月次で算出すると、ドル円が80円付近に下落した11年以降では、総資産やマネタリーベース比とドル円との相関が殆ど見られない一方で、2年債金利差との相関の高さ、すなわち連動性が突出している。

そこで、日米2年債金利差と日銀の追加緩和の関係を考えると、日銀の追加緩和は殆ど影響を与えることが出来ない状況にある。日本の2年債金利はかなり前から0.1%前後に張り付いており、日銀当座預金への付利が0.1%である以上、これ以上引き下げるのは極めて困難だ（日銀は付利引き下げに慎重）。実際、同金利差の大半は米側の変動で決まっており、これは日銀の領域ではない。従って、今後円安ドル高が進むためには、米景気回復に伴う米2年債金利上昇が必要であると考えられる。

（追加緩和による円安効果）

しかしながら、日銀の追加緩和が為替に対して意味がないというわけではない。

一つは長期金利（10年国債利回り）を通じた効果だ。日銀の基金による国債買い入れでは10年債を買っているわけではなく、また既に極めて低位にある長期金利の低下余地も限定的とみられるものの、国債買い入れによってイールドカーブや時間軸を通じて長期金利が低位に誘導されている面はある。近年、日米長期金利差とドル円レートとの相関が強まっており、追加緩和によって長期金利が低位に誘導されることは、円高圧力を抑制する効果を持つと考えられる。

また、投機筋の動きへの効果もある。投機筋は金融政策の変化を重要な売買材料にしており、追加緩和は円売り材料となる。実際、海外投機筋の先物ポジションを示すシカゴ・マーカントイル取引所のIMM円ポジションを見ると、2月の日銀サプライズ緩和後や直近10月の追加緩和が確実視された局面では円売りポジションを積み上げている。投機筋のポジション変化は速いため持続性はあまり期待できないものの、近年投機筋の動きとドル円レートの連動性が強まる中で（相関係数上は逆相関となる）、強い緩和姿勢を示し続けることは円安に繋がる。

2. 日米欧金融政策(10月)：欧米は維持、日銀は連月の追加緩和実施

(日銀) 追加緩和

日銀は10月4～5日に開催された決定会合で現行の金融政策を維持した。

声明文中の景気の現状判断は「横ばい圏内の動き」と微修正。一方、先行きについては「当面横ばい圏内の動き」の後、「緩やかな景気回復経路に復していく」と、前回一旦消えていた回復に関する文言が復活している。2週間前の9月19日に追加緩和を決定した直後であり、また10月30日に再度決定会合を控える中での現状維持であり、意外感はなかった。

その後、30日に行われた金融政策決定会合では、資産買入等基金を11兆円程度増額する追加緩和を決定した(全員一致)。連月での追加緩和は2003年5月以来9年半ぶり。内訳は長期国債と国庫短期証券が各5兆円ずつ、ETFが0.5兆円、社債・CP・REIT等が0.41兆円程度となっている。基金自体の買入完了時期に変更はなかった。

また基金増額と併せ、金融機関の貸出増加額に対して、希望に応じて低利(現行0.1%)・長期で資金供給する「貸出増加を支援するための資金供給」の創設を決定(枠は“無制限”)。さらに、「デフレ脱却に向けた取組について」という政府・日銀連名での共同文書を発表。内容自体にとりたてて新味はないが、両者が「一体となってこの課題(デフレ脱却)の達成に最大限の努力を行う」という方針が示された(総裁会見によれば、位置づけは「共通理解」とのこと)。

今回、連月の追加緩和、新資金供給枠創設、共同文書の発表という異例の決定に至った背景には、事前に大きく高まった緩和期待への対応という意味合いがある(期待に十分応えたとは言いがたい)。市場では、「最近の景気下ぶれ傾向もあり、今回同時に発表する展望レポートでは、新たに公表される14年度物価上昇率の1%未達が示されるのは確実であり、日銀は追加緩和を行わざるを得ない」という期待がフルに醸成されていた。

実際、発表された展望レポートでは、景気認識を「弱含みとなっている」と下方修正したうえで、2012、13両年の成長率・物価上昇率を下方修正し、14年度の物価上昇率も0.8%(消費増税分除き)と1%に達しなかった。先行きに関しては、「当面横ばい圏内」の後、「国内需要が全体的としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していく」とのシナリオのもと、物価が2014年度には「1%に着実に近づいていく」との認識が示されたものの、2名の委員から記述に対する反対意見が出たことが総裁会見にて明らかになっている。

連月の追加緩和決定を経て、さすがに今月は追加緩和期待が一段落しそうだが、12月にはFRBが再び追加緩和に踏み出す可能性があり、日銀の対応にも注目が集まりそうだ。

資産買入等基金の規模(増額後)

	直近 残高 (10/20)	残高目標(程度)		
		12年 12月末	13年 6月末	13年 12月末
資産買入	32.9	40.0	↑ 53.0	↑ 66.0
長期国債	19.4	24.0	↑ 31.5	↑ 39.0
国庫短期証券	7.7	9.5	14.5	↑ 19.5
CP等	1.4	2.1	→	↑ 2.2
社債等	2.9	2.9	→	↑ 3.2
ETF	1.4	1.6	→	↑ 2.1
REIT	0.1	0.12	→	↑ 0.13
共通担保資金供給	29.7	25.0	25.0	25.0
合計	62.7	65.0	↑ 78.0	↑ 91.0

(注)「↑」付が今回増額分

(資料)日本銀行

展望レポート(12年10月)

政策委員の大勢見通し(中央値)

12年度	今回 前回	実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
		1.5%	-0.1%
13年度	今回	2.2%	0.2%
	前回	1.6%	0.4%
14年度	今回	1.7%	0.7%
	前回	0.6%	(0.8%)
		--	--

(注)前回は12年7月時点の見通し

14年度のコアCPIは消費増税の影響を除
(資料)日本銀行

(FRB) 維持

FRBは10月23～24日に開催されたFOMCにおいて、現行の金融政策を維持した。政策金利は0～0.25%で据え置きとなり、低金利政策の時間軸も前回同様「少なくとも2015年半ばまで」としている。QE3によるMBS購入額も月400億ドルで変更なく、ツイスト・オペ（期間の短い国債を売却し、長い国債を購入するオペ）も継続する。

今回はバーナンキ議長の会見は実施されず、声明文のみの発表であった。声明文では、従来同様「経済は緩やかに回復している」、「失業率は高止まりしている」との認識を示した上で、労働市場の見通しに十分な改善がみられない時には、「QE3継続に加えて追加の資産購入や必要に応じその他の政策手段を導入する」と追加緩和への含みを残している。

今回のFOMCは、「QE3決定直後かつ大統領選直前というタイミングなので変更なしだろう」という大方の予想通り、無風であった。

しかしながら、次回12月11～12日のFOMCでは、①大統領選が終わっていること、②年末に“財政の崖”を控えていること、③6月より実施しているツイスト・オペが年内に終了することから、FRBが再び追加緩和に踏み切る可能性がある。判断材料としては、今後2回の雇用統計の改善度合い、大統領選後の“財政の崖”を巡る政治の対応と市場の反応が焦点となるはずだ。

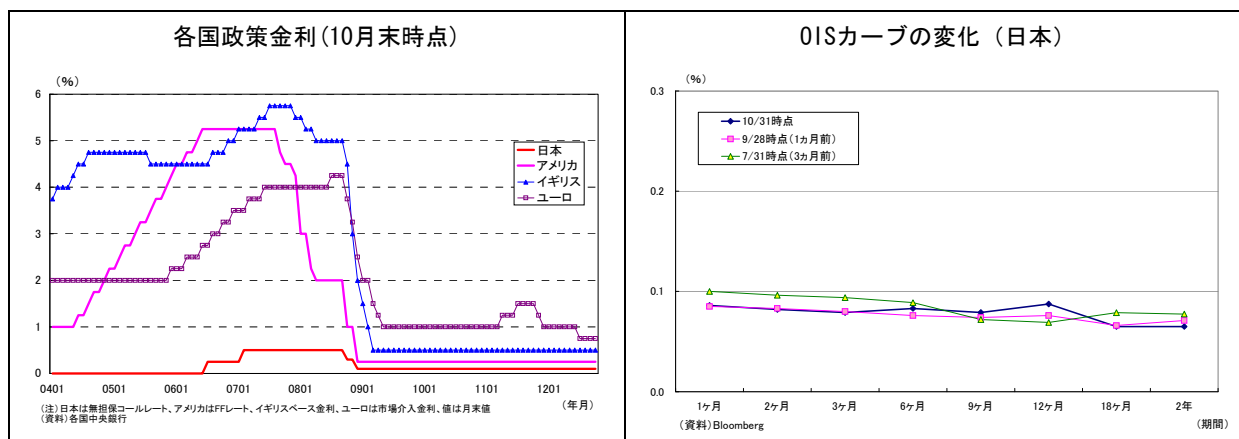
(ECB) 維持

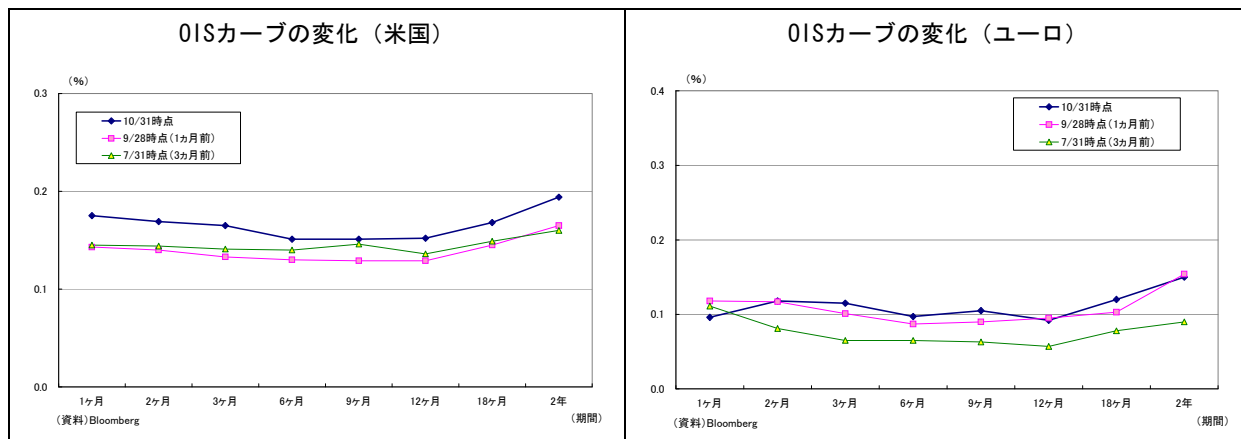
ECBは10月4日に開催された定例理事会にて政策金利の0.75%での据え置きを決定。その他の政策についても新たな決定はなかった。

声明文では、ユーロ圏景気の見通しについて「当面弱い状況が続いた後、極めて緩やかに回復していく」と、前回の「ごく緩やかに回復していく」から下方修正している。

一方、財政危機国向けの新たな国債買入れプログラム(OMT)に関しては、「(すべての必要条件が整えば、)われわれは既に実行の準備が出来ている」と表明。ドラギ総裁が理事会後の記者会見にて「決定はまさに各国政府次第」と述べているように、OMT開始のボールはユーロ各国政府にあることが随所にて強調されている。

ちなみに、今後の利下げについては、総裁会見にて「今回は協議しなかった」旨が明らかにされている。





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 10 月末時点における利回り曲線を見ると、日米欧ともに先月末から殆ど変化が無く、金融緩和の長期化が織り込まれている。ただし、米国については全体的な上方シフトと 1 年超のゾーンにおけるスティープ化がわずかながら確認できる。住宅関連指標を中心に堅調な経済指標が続いていることで、一部で緩和期待の修正が働いている可能性がある。

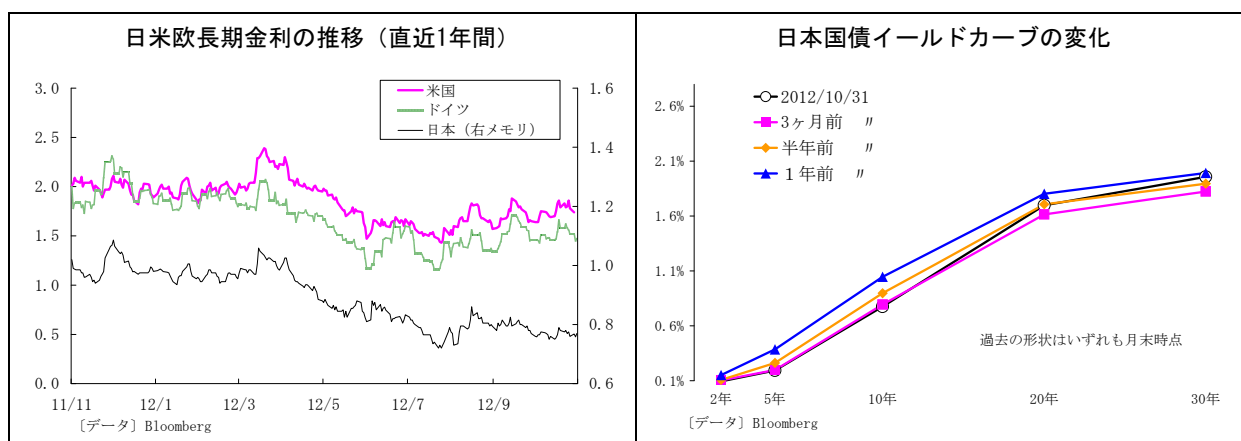
3. 金融市場(10月)の動き：円安ドル高、ユーロドルは一進一退、金利横ばい (10年国債利回り)

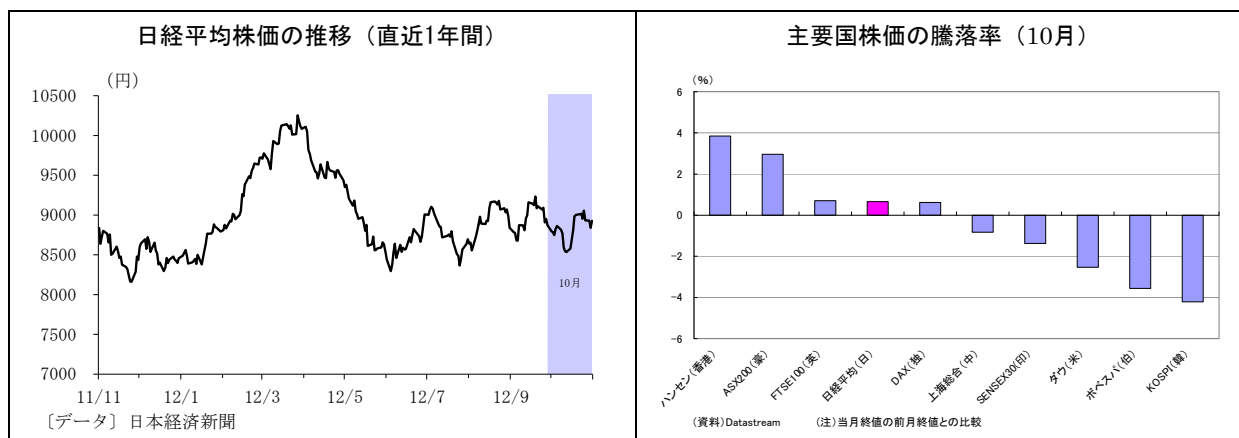
10月の動き 月初0.7%台後半からスタートし、月末も0.7%台後半に。

月初0.7%台後半でスタートした後、世界経済や米企業業績への懸念が強まった11日に0.7%台半ばへとやや低下。その後、堅調な米住宅指標等を受けて18日には0.8%に迫る。ただし、動きのあった局面はこの程度であり、10月の長期金利は総じて0.7%台後半を軸とした膠着推移となった。月を通じて日銀追加緩和への強い期待が続いたことで、株高からの金利上昇圧力と国債買入れ増額期待による金利低下圧力が均衡する形で、明確な方向感が出なかった。

当面の予想

今後も根強い追加緩和期待による金利低下圧力が続くため、長期金利は当面低迷の域を出ないだろう。この金利低下圧力を上回るほどの金利上昇圧力、すなわち株価上昇や米長期金利の上昇が起きれば国内長期金利の水準も切り上がることになるが、国内景気は減速の度合いをいよいよ増しており、米国についても財政の崖を抱えるなかで明確な米金利上昇は見込み難い。ただし、特例公債法案の動向次第で債券市場に攪乱的な変動圧力が加わる可能性はある。





(ドル円レート)

10月の動き 月初77円台後半からスタートし、月末79円台半ばに。

月初、米景況感改善を受けて2日に78円台に乗せる。その後も米景況回復期待や政治から日銀への追加緩和圧力を受け4日には78円台後半へと円安ドル高が進む。しばらく78円台での一進一退が続いた後、米住宅指標の改善や日銀の追加緩和期待を背景に18日には79円台へ。その後も追加緩和期待の高まりや過去最大となった年度上期貿易赤字などを材料に円安が進み、25日には80円台に載せる。一方、日銀決定会合前後では利益確定の円買いが入り、月末は79円台半ばで着地。

当面の予想

良好な米経済指標を受けて足元では80円台前半に。展望リポートと追加緩和というイベントをこなし、日本側には目先に特段の材料は見当たらない。10月雇用統計をはじめとする米指標がドル円の動向を決定付けるだろう。最近の米経済は底堅さを増し、底割れリスクは後退している感があるが、今後堅調な指標が続いても、財政の崖問題に進展が見られない以上大きな不確実性が残る。従って、顕著なドル高シナリオはまだ描きにくく、ドル円は当面横ばい圏内を予想する。

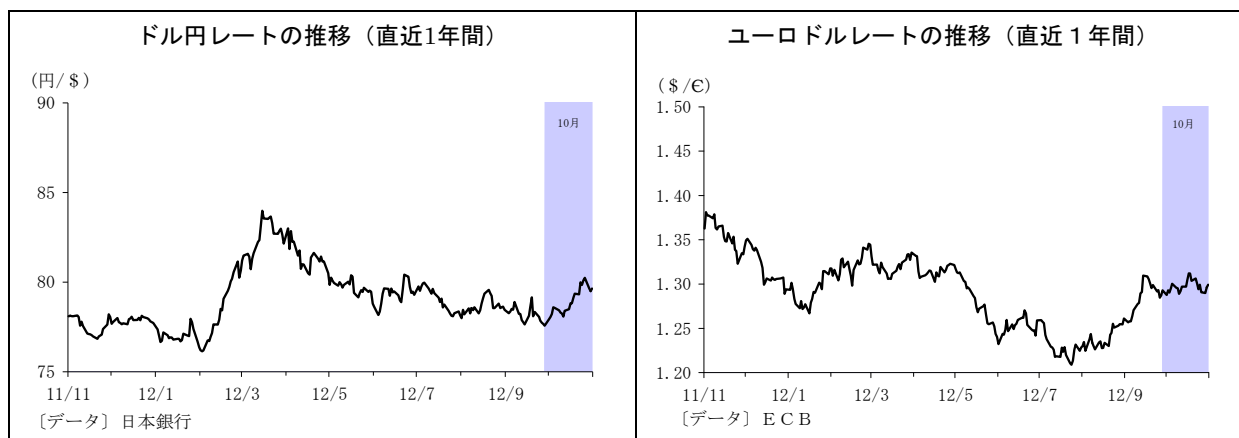
(ユーロドルレート)

10月の動き 月初1.28ドル台後半でスタートし、月末1.29ドル台後半に。

月初、欧州債務問題進展への思惑や米経済指標改善を受けたリスク選好の動きで5日に1.30ドル台に乗せる。その後は一転、IMFによる経済見直し引き下げやスペイン問題への懸念から下落、10日には1.28ドル台後半へ戻る。その後、米格付け会社による同国格付け据え置きを好感して上昇、17日には1.31ドル台に到達した。以降は予想を下回る独景気指標などを受けて弱含み、月末は1.29ドル台後半で着地した。

当面の予想

思いのほかユーロの高止まりが続いている。経済指標には悪いものが多いが、ギリシャ支援の合意、スペインの支援要請(とその後のECBによる国債買い入れ)という好材料待ちの段階で売りにくい状況にある。従って、両問題に進展が見られれば一旦買いで反応した後、材料消化でファンダメンタルズの悪さが意識され、調整局面入りする可能性が高いと予想。また、両問題に進展が見られない状況が続いたり、波乱含みの情勢になったりすると、そのまま下落基調を強めると見る。



金利・為替予測表(2012年11月2日現在)

		2012年		2013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)	0.8	0.9	1.0	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)	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.4	1.5	1.8	2.0	2.2
円ドル	(平均)	79	80	81	81	82
ユーロ・ドル	(平均)	1.25	1.28	1.25	1.26	1.26
円・ユーロ	(平均)	98	102	101	102	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。