

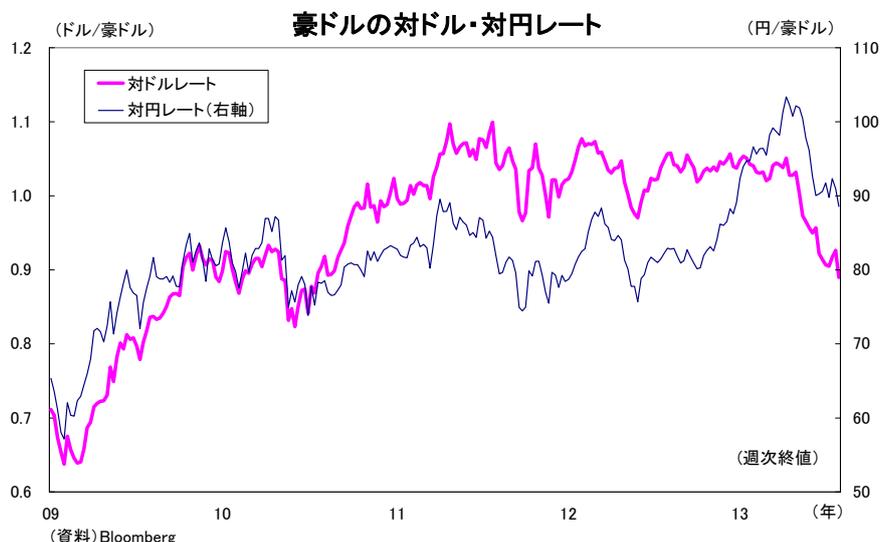
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(8月号)

～豪ドルは、かつての輝きを取り戻すか？

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(為替)** 為替市場において、豪ドルの下落が鮮明になっている。2010年以降、世界最強通貨の一角であった豪ドルだが、現在は「新興国とりわけ中国経済の低迷」、「欧州危機沈静化」、「米QE3縮小観測の高まり」という3つの逆風が吹いている。豪ドルの対ドル相場の今後の方向性は時間軸の長さで変わってくると見る。当面は下値を模索する動きが続きそうだ。直近のRBA議事録でも追加利下げに対して含みを残している。しかしながら、来年以降は世界経済の回復期待が高まることで、豪ドルの追い風となる可能性が高い。豪ドルの対円レートについては、円もドルに対して弱含むと考えられるため、対ドルレートよりも堅調な推移が期待される。ただし、上記シナリオはあくまで世界経済の回復という前提に立っている点には注意が必要だ。中国のシャドーバンキング問題やQE3縮小の影響など、世界経済にはまだまだハードルが多い。世界経済失速というリスクシナリオへ移行する場合には、豪ドルに対して強い逆風が吹く可能性が高い。
2. **(日米欧金融政策)** 7月は日米欧中銀ともに金融政策を現状維持としたが、ECBが日米に続いてフォワードガイダンスを導入。FRBのバーナンキ議長の議会証言や7月FOMCの声明文などから、米緩和縮小観測はやや後退している模様。
3. **(金融市場の動き)** 7月の金融市場は、円とユーロがドルに対して上昇、長期金利は低下した。当面の先行きは、緩やかな円安ドル高を予想するがドルの上値はそう軽くはなさそうだ。ユーロドルは弱含む、長期金利は横ばい圏内の推移を予想。



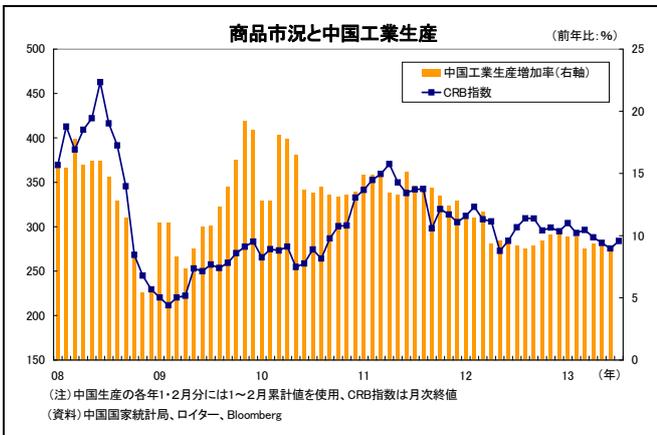
1. 為替：豪ドルは、かつての輝きを取り戻すか？

為替市場において、オーストラリアドル（以下、豪ドル）の下落が鮮明になっている。今年1月半ばには1豪ドル1.05ドル台で推移していたものが、足元では0.90ドルを割り込んでおり、ドルに対しておよそ15%減価している。対円では88円台と、昨年末以降の円の下落によって水準感ではまだ高値圏と言えるが、直近高値である5月半ばの101円台からは急落している。2010年以降、ドルに対して上昇基調を続け、世界最強通貨の一角であった豪ドルに何が起きているのだろうか。

（豪ドルに3つの逆風）

豪ドルを取り巻く現在の環境を見ると、3つの逆風が吹いている。

一つは新興国とりわけ中国経済の低迷だ。資源国通貨の代表格である豪ドルはもともと国際商品市況との連動性が高いが、商品市況は上記を背景として長らくじり安トレンドが続いている。資源は豪州の輸出の過半を占め、また中国が最大の輸出先であることから、価格と量の両面で悪影響を受けやすい。実際には最近の輸出には底打ち感が出ているのだが、市場は期待で動くため、最近も続く中国景気低迷を示唆する経済指標は豪ドル売りを誘発する。また、市況悪化を背景とする交易条件悪化やこれまでの豪ドル高の影響から豪実体経済が悪化しているのも響いている。実質GDPの伸びは鈍化し、失業率はじり高基調にある。この対策として、中銀であるRBA（オーストラリア準備銀行）は2011年の終わりから断続的に計2.0%の利下げを実施。現在の政策金利は過去最低水準の2.75%にまで下がり、“高金利通貨”の側面が薄れてしまっている。



そして、二つ目の逆風は欧州危機沈静化に伴う投資家のリスク回避姿勢後退だ。2009年以降、同危機は長らく市場の警戒感を高めてきた。国の信用力が問われる中で、財政状態が比較的健全でAAAの格付を持つ豪州通貨への逃避需要が高まった。

しかしながら、昨年後半以降はECBの危機対応が奏功する形で危機が沈静化。以降、市場のリスク回避姿勢を示すスペインやイタリア国債の利回りも大きく低下しており、“逃避先通貨”としての豪ドル需要を減退させたと考えられる。

主要国の格付分布			
ムーディーズ		S&P	
豪州、米国、ドイツ、カナダ	Aaa	AAA	豪州、英国、ドイツ、カナダ
英国、フランス	Aa1	AA+	米国、フランス
	Aa2	AA	
日本、中国	Aa3	AA-	日本、中国
	A1	A+	
	A2	A	
	A3	A-	
ロシア	Baa1	BBB+	アイルランド
イタリア、ブラジル	Baa2	BBB	イタリア、ブラジル、ロシア
スペイン、インド	Baa3	BBB-	スペイン、インド
アイルランド	Ba1	BB+	
	Ba2	BB	ポルトガル
ポルトガル	Ba3	BB-	

(注)ムーディーズは外貨建て発行体格付、S&Pは外貨建て長期価格付を表示(本日時点)
(資料)ムーディーズ、S&P、Bloomberg

最後の逆風は米 QE3 縮小観測の高まりだ。FRB が大量のマネーを供給する QE はリスク資産である株や商品市場へのマネー流入を促す。逆に QE の縮小・停止は押し下げ要因となり得る。現に FRB のバーナンキ議長が QE3 の年内縮小を示唆した 5 月下旬以降、豪ドルは下落ピッチを速めており、「QE3 縮小→商品市況下落→豪ドル下落」という警戒感が高まった可能性がある。また、QE3 の縮小観測の高まりにより、新興国からの資金流出懸念が高まっており、「QE3 縮小→新興国経済にダメージ→資源需要減→豪ドル下落」という連想が働いた可能性もある。

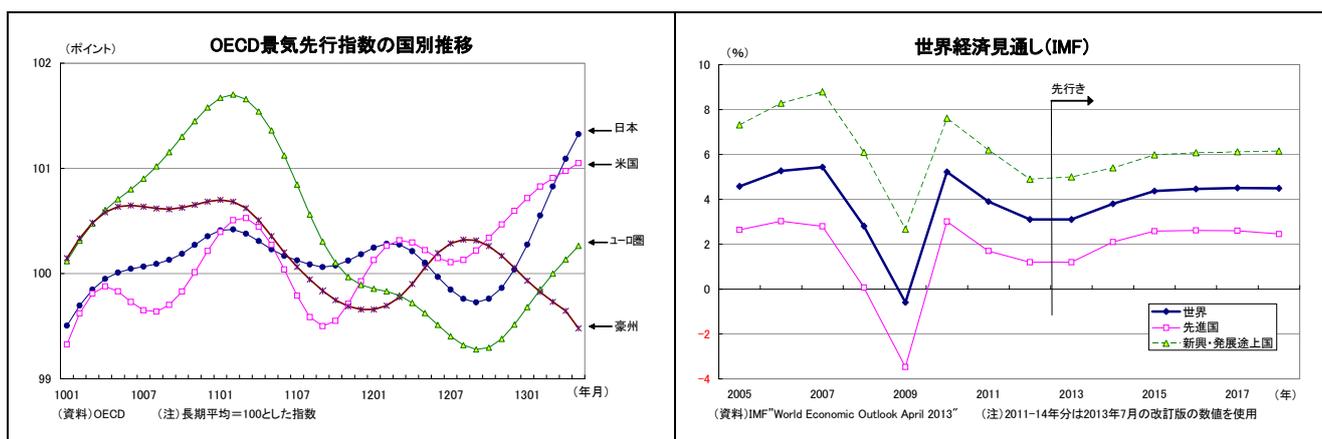
(今後の方向性は時間軸に依存)

豪ドルの対ドル相場の今後の展開を考えると、当面は下値を模索する動きが続きそうだ。直近の RBA 議事録でも「豪ドルの水準は未だに高い」との指摘がみられ、追加利下げに対して含みを残している。また、OECD の景気先行指数を見ると、他の先進国の指数が上昇トレンドにあるのに対し、豪州は下落トレンドが続いており、景気が加速する兆候は見えていない。

一方、時間軸をより長期に延ばした場合はどうだろうか。この際は上記の 3 つの逆風の行方にかかってくる。まず、QE3 縮小はほぼ既定路線だろう。米経済は堅調に推移しており、時期の前後は多少あるにせよ、縮小は時間の問題と思われる。欧州債務危機については、根本にある危機国の財政赤字が解決されていないだけに再燃しないとは言えないが、ECB の OMT (危機国の国債を買い入れる枠組み) による危機抑止力が効いているため、昨年と比べると再燃リスクはかなり低下していると考えられる。従って、この 2 つの要素が豪ドルの上昇に寄与する可能性は低い。

残る要素である新興国経済の低迷については、いずれ解消が期待できる。IMF の経済見通しを見ても、新興国ならびに世界全体の成長率のボトムは去年から今年にかけてであり、来年以降は緩やかな回復シナリオが描かれている。世界経済の回復期待が高まることで、現在豪ドルの逆風になっているこの要素が追い風になる可能性が高い。

ちなみに、豪ドルの対円レートについては、今後 QE3 縮小をはじめとする米出口戦略の進展などから、円もドルに対して弱含むと考えられるため、対ドルレートよりも堅調な推移が期待される。



ただし、上記のシナリオはあくまで世界経済の回復という前提に立っている点には注意が必要だ。中国のシャドーバンキング問題や QE3 縮小が実際に米経済や世界経済に与える影響など、世界経済にはまだまだハードルが多い。これらの悪影響から世界経済の失速というリスクシナリオへ移行する場合には、豪ドルに対して強い逆風が吹く可能性が高い。一方でこの際には低金利通貨の円は買われるとみられ、対円レートでも豪ドル安が起きることになるだろう。

2. 日米欧金融政策（7月）：日米欧ともに現状維持

（日銀）維持

日銀は7月10～11日にかけて行われた決定会合において、金融政策を「現状維持」とした（全員一致）。今後もマネタリーベースが年間60～70兆円に相当するペースで増加するよう、国債等の資産買入れを継続する。

なお、最近は毎回のことであるが、現在「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としている2%の物価安定目標について、木内委員より、「（同目標の実現は）中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置づける」との議案が提出され、1対8の反対多数にて否決されている。

声明文における景気判断は「緩やかに回復しつつある」とし、6月の「持ち直している」から上方修正された。上方修正はこれで7ヵ月連続であり、景気判断に「回復」という表現を使うのは2年半ぶりとなる。

また、今回は同時に展望レポートの中間評価が行われた。

政策委員の大勢見通しの中央値を見ると、前回4月時点と比べて、成長率が13～15年度の各年度において0.1%の下方修正、コアCPI上昇率も13・14両年度において0.1%の下方修正となったが、15年度のコアCPI上昇率は1.9%で据え置かれ、「2年で2%」の目標達成シナリオは維持されている。

会合後の総裁会見にて黒田総裁は、「成長率はほぼ以前の見通しどおりの動向」、「消費者物価についても（中略）全体として、ほぼ見通し通りに進んでいる」と評価。「2%の物価安定の目標は十分に達成できると考えている」と、目標達成への自信を示した。

6月のコアCPI上昇率は0.4%と小幅のプラスに転じており、しばらくは展望レポートとの乖離がはっきりとは出なさそう。従って、当面は現状維持で様子見を続けるとみられるが、日銀の見通しはそもそも楽観的なだけに、いずれ乖離が発生し、追加緩和を行うことになると予想。また、下振れリスクが顕在化し、株価が底割れする事態になった場合も同様だ。

（FRB）維持

7月も引き続きQE3の行方を見定めるべく、FRBの一挙手一投足に対して世界中が注目する状況が続いた。

6月FOMC後の議長会見において、条件付きとはいえ「年内のQE3縮小開始、来年半ばの停止」というスケジュールが示され、早期縮小観測が高まった中で行われた10日のバーナンキ議長講演では、議長が「米国経済は極めて緩和的な金融政策を必要としている」と発言した。さらに17日から18日にかけて行われた米議会証言でも議長は「量的緩和の年内縮小は既定路線ではなく景気次第」という主旨の発言を行った。市場で高まりすぎた早期縮小観測を沈静化させ、フリーハンドの部分を確認しようとしたものと筆者は理解している。

その後、7月30日～31日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）でも、現行金融政策

展望レポート(13年7月)
政策委員の大勢見通し(中央値)

		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
13年度	今回	2.8%	0.6%
	前回	2.9%	0.7%
14年度	今回	1.3%	(1.3%)
	前回	1.4%	(1.4%)
15年度	今回	1.5%	(1.9%)
	前回	1.6%	(1.9%)

(注) 前回は13年4月時点の見通し
14年度以降のCPIは消費増税の影響を除
(資料) 日本銀行

の維持が決定された。政策金利を据え置くとともに、MBS と長期国債合わせて月額 850 億ドルの資産買入れも継続。「失業率が 6.5%を上回る（かつインフレ見通しが 2.5%以下）間は継続」としている超低金利の時間軸にも変更はなかった。

今回はもともと議長会見が行われない回ながら 9 月 FOMC の直前の FOMC にあたる。従って、「9 月 QE3 縮小の有無」についての手掛かりを探るべく、声明文への注目度が高かった。

声明文の内容を確認すると、経済活動については「上半期に緩やかな (modest) ペースで拡大した」との見方を示した。この表現は前回用いられていた「緩やかな (moderate)」よりもやや弱いトーンとされ、下方修正されたとの見方が一般的である。

また、新たに「住宅ローン金利は幾分上昇した」、「委員会は物価上昇率が 2%の目標を下回って推移していることが経済動向のリスクになり得ることを認識している」という文言が付加されたことから、全般的にどちらかと言えばハト派（緩和継続的）な内容と見られる。

米金融市場でも、声明文の発表を受けて長期金利が一旦低下した。

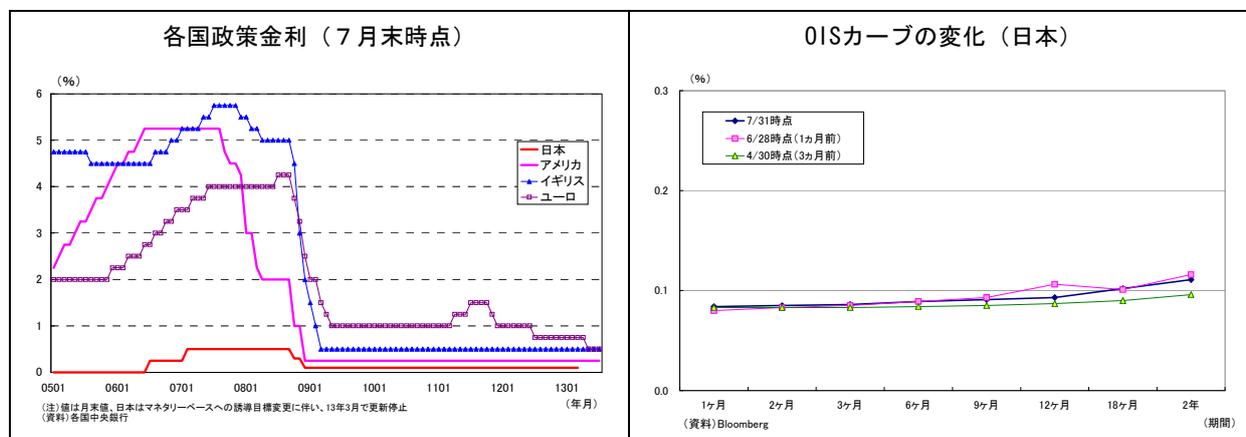
(ECB) 維持

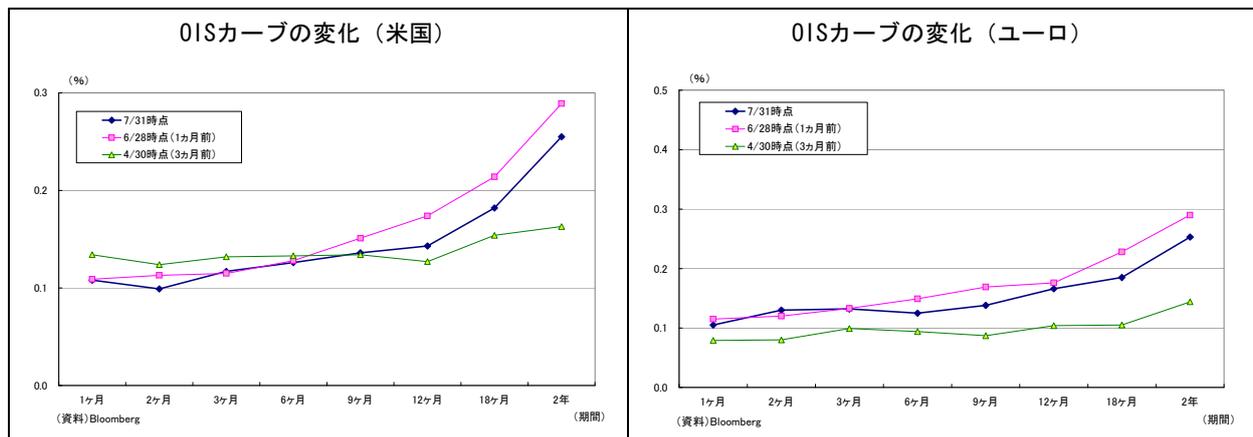
ECB は 7 月 4 日に開催された定例理事会において、金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は 0.5%に、下限金利である預金ファシリティ金利は 0.0%に据え置かれた（マイナス金利導入は見送り）。

ただし、ECB の政策スタンスには大きな変化が見られた。理事会後の議長会見において、「主要金利は現状もしくはそれを下回る水準で長期にわたり据え置かれると予想される」ことが表明された点である。ECB も日米に続いてフォワードガイダンス（将来の政策指針）を導入したことになる。また、利下げについても広範な議論が行われたことが総裁会見にて明らかにされている。

その後、今月に入り 1 日に開催した定例理事会においても、金融政策は現状維持となった。景気認識については、「最近の景況感データは低水準からの一定の回復を示しており、経済活動が安定に向かうとの予想を暫定的に裏付けている」とやや前向きに評価しつつも、「見通しをめぐるリスクは引き続き下向き」との警戒感も示した。

総裁会見では、前月導入したフォワードガイダンスについて、前回と同様の表現で改めて表明。この決定が全会一致であったことも明らかにされている。





政策金利¹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、日本は前月から（というか、ここ数ヵ月）殆ど変化がない。一方、欧米については、利回り曲線全体が前月からやや下方にシフトしている。ユーロ圏については 7 月の ECB 理事会にて低金利政策の長期化が言及されたこと、米国についてはバーナンキ議長が 7 月 10 日の講演や 17～18 日の議会証言において従来よりもハト派的なスタンスを表明したことなどで、低金利の長期化観測がやや高まったとみられる。

3. 金融市場（7 月）の動き：ドル安進行、長期金利は低下

（10 年国債利回り）

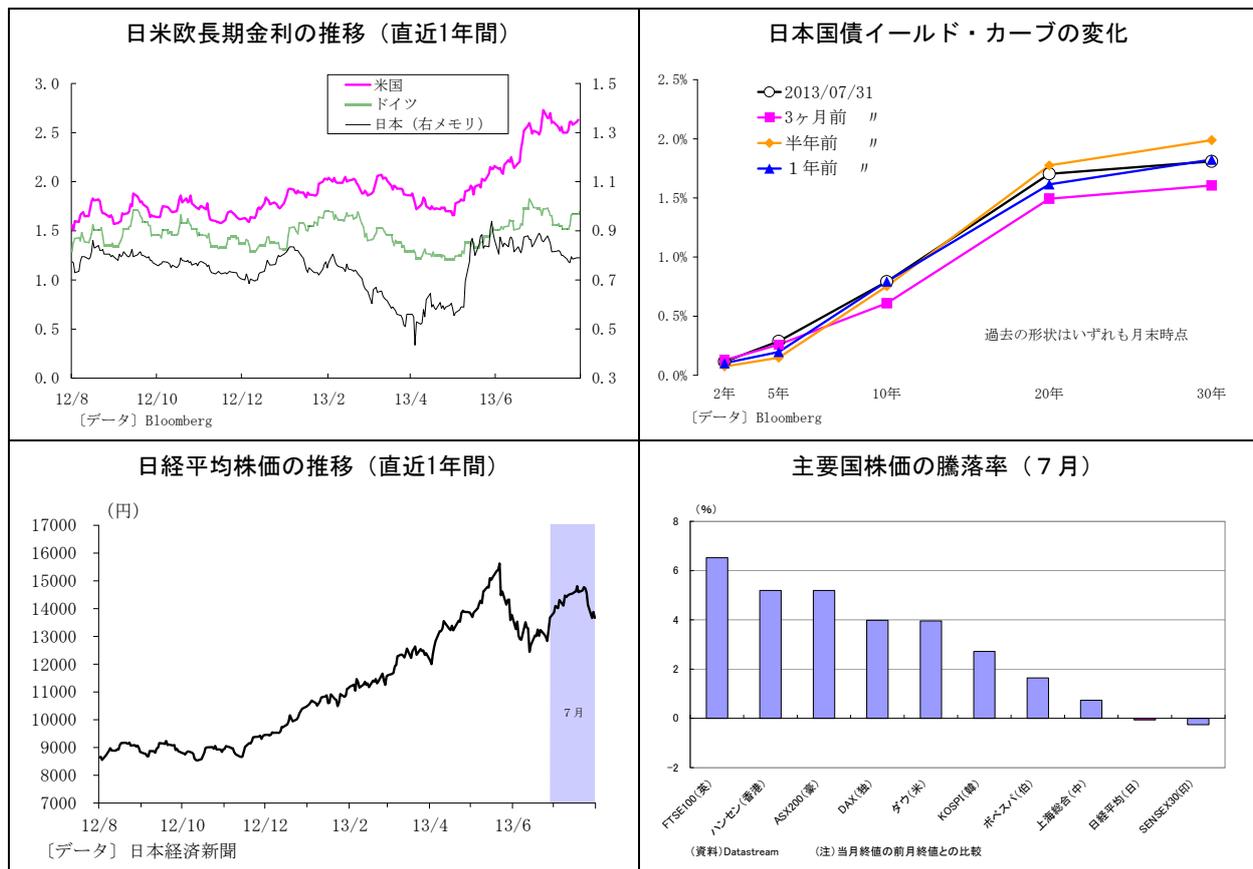
7 月の動き 月初 0.8% 台後半からスタートし、月末 0.7% 台後半に。

月上旬に 0.8% 台後半で一進一退した後、FOMC 後のバーナンキ議長発言に伴う円高を受けて 11 日には 0.8% 台前半となる。しばらく 0.8% 台前半で推移した後、日銀の国債買入れによる需給タイト化もあって、22 日には 0.7% 台へと低下。月末にかけて、米長期金利の反転上昇を受けた上昇圧力と日本株下落に伴う低下圧力が拮抗する形で、0.7% 台後半での推移が続いた。

当面の予想

足元はやや上昇し、0.8% 台前半。長期金利のボラティリティは落ち着きを取り戻しており、0.8% 前後が現在の市場にとって居心地のいい水準であることがうかがわれる。先行きも市場の安定に伴う債券需要回復や日銀の国債買入れという金利抑制要因と、QE3 の年内縮小観測に伴う米長期金利上昇という上昇要因が並存する形で、本邦長期金利は横ばい圏内の推移を辿ると予想する。ただし、消費増税を巡る動きにはそろそろ注意が必要。決定はまだ先だが、先送り観測が高まると市場の不安が喚起され、金利上昇として現れることになるだろう。

¹ 日銀は 4 月 4 日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。



（ドル円レート）

7月の動き 月初99円台半ばからスタートし、月末は98円台前半に。

月初、予想を上回る日銀短観や好調な米雇用関連指標を受けて100円付近までドルが上昇。6月米雇用統計の堅調な結果を受けて米景気回復とQE3早期縮小が意識された8日には101円台に乗せる。その後、11日にはFOMC議事録の内容やその後のバーナンキ講演を受けてQE3早期縮小観測が後退し、100円を割り込んだ。しばらく99円～100円での膠着した地合いが続いたが、月末には米低金利時間軸の延長観測が高まり、29日に97円台へと円高が進行、月末も98円台前半で着地した。

当面の予想

今月に入り、中国PMIや米ISM製造業指数の改善等に伴って円が売られ、足元は99円台半ば。依然QE3に関する思惑に揺れる面は残るが、市場は「年内のQE3縮小」、「開始時期は経済情勢次第」、「緩和状態は長期に継続」というメッセージを織り込みつつあるため、警戒感に伴う急激な円高リスクは後退。今後は、米景気回復に伴う緩和縮小を意識した円安ドル高基調となる可能性が高い。ただし、参院選を終えて日本側の円安材料に一旦出尽くし感があるため、ドルの上値もそう軽くはなさそうだ。目先の焦点は本日の雇用統計。結果の良し悪しが素直にドルに反映しそう。

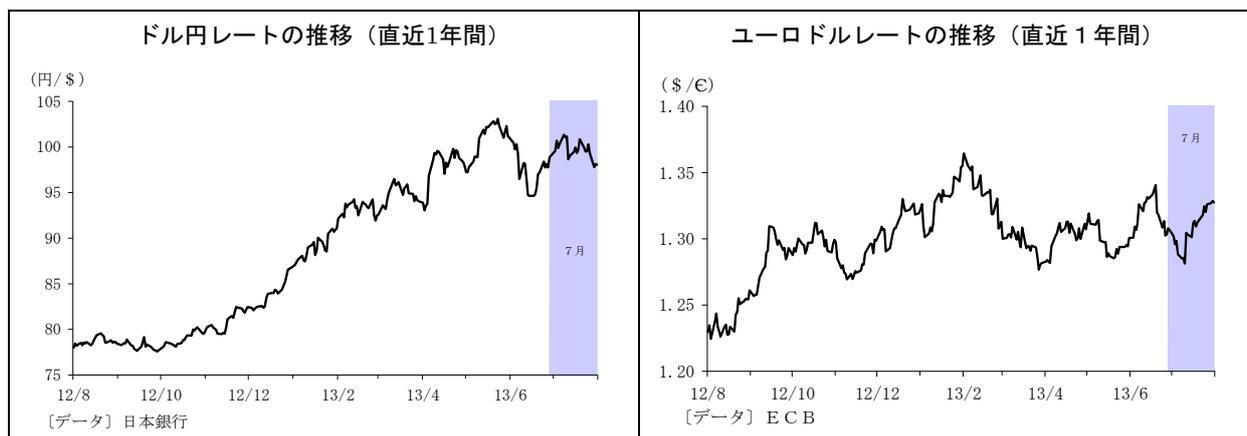
（ユーロドルレート）

7月の動き 月初1.30ドル台前半でスタートし、月末1.32ドル台後半に。

月初、1.30ドル台を挟んだ展開となった後、ECB理事会後にドラギ総裁が長期の緩和継続を表明したことを受けて5日には1.28ドル台へとユーロが下落した。その後、バーナンキ議長講演等を受けて一転ドル安地合いとなったことでユーロは11日に1.30ドル台を回復。バーナンキ議長の議会証言を控えた16日には1.31ドル台へと上昇した。しばらく一進一退となったが、月終盤には欧州の景況感改善を受けて一段高となり、1.32ドル台での推移となった。

当面の予想

ユーロドルはユーロ側の材料不足に伴うドルの裏返しの色彩が強く、先月末以降のユーロ高もユーロを積極的に評価したものとは思えない。今後もドル側の動向次第だが、現状のユーロは過大評価とみられるため上値は重く、ドル高圧力の発生に伴って弱含みそう。一方、ECBのOMT（危機国の国債を買い入れる枠組み）による危機抑止力と経常収支の黒字によって、下値も限られるだろう。なお、あえてユーロ側の材料を探すと中旬発表の4-6月期GDPが注目される。マイナスが予想されるが、実体経済に対する期待がもともと低いため市場の反応が読みにくい。



金利・為替予測表(2013年8月2日現在)

		2013年			2014年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.7	0.8	0.9	0.9	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)	2.0	2.6	2.8	2.9	3.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.4	1.8	2.0	2.1	2.3
ドル円	(平均)	99	101	103	105	106
ユーロドル	(平均)	1.31	1.31	1.29	1.29	1.30
ユーロ円	(平均)	129	132	133	135	138

(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。