

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(8月号)

～円安再開のエンジンと落とし穴

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) ドル円レートについては年末にかけて円安が再開するとみている。そのメインエンジンとなるのは米長期金利だ。直近1年間の53週について米長期金利とドル円レートの関係性を調べると、方向性に強い関係が確認できる。今後は米利上げの足音が意識されやすくなることなどから米金利が徐々に上昇することで円安を促すだろう。また、本邦貿易赤字拡大や国内投資家の内外証券投資活発化、日銀の追加緩和観測再台頭なども円安再開をサポートする“補助エンジン”になり得る。一方で円安再開を阻害するリスク、すなわち“落とし穴”も結構ある。とりわけ、米長期金利低下と米株価下落が同時発生するときのドル円下落の確度はかなり高い。この同時発生を起こすシナリオとしては、地政学リスクの超緊迫化や米景気の失速、新興国経済の失速といったものが考えられる。また、米利上げ観測が米景気の腰折れや投資環境への不安、新興国からの資金流出懸念などを誘発すれば、たとえ米金利が上昇したとしても、ドル円の上昇は阻害されるだろう。国内要因ではアベノミクスへの期待剥落という円高リスクもある。従って、円安再開の蓋然性は高いと考えているが、なかなか一筋縄には行きそうにない。一時的にはドル円が不安定な展開になることを覚悟しておく必要があるようだ。
2. (日米欧金融政策) 7月の金融政策は、日欧が現状維持、FRBが量的緩和の追加縮小を決定した。当面は日銀とECBが様子見スタンス、FRBは粛々と量的緩和縮小を進める方針とみられ、サプライズが起き難いが、引き続きFRBの出口戦略に注目が集まる。
3. (金融市場の動き) 7月は円安ドル高、ユーロドルは急落、長期金利もやや低下した。ドル円は引き続きドルのじり高を予想するが、ユーロドルは方向感が出なさそう。本邦長期金利は横ばい圏内の膠着した展開が続くと見る。

ドル円の上昇回数(直近1年の週次ベース)

	米長期金利 上昇	米長期金利 低下	計
米ダウ平均 上昇	17	7	24
米ダウ平均 下落	4	3	7
計	21	10	31

(資料)Bloombergより筆者作成

ドル円の下落回数(直近1年の週次ベース)

	米長期金利 上昇	米長期金利 低下	計
米ダウ平均 上昇	2	5	7
米ダウ平均 下落	2	13	15
計	4	18	22

(資料)Bloombergより筆者作成

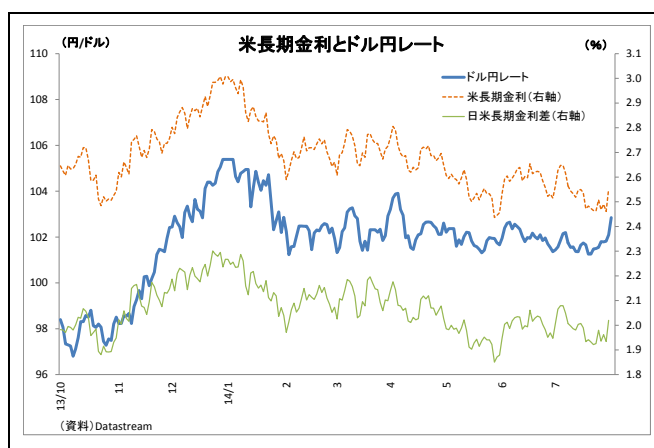
1. 為替：円安再開のエンジンと落とし穴

7月末に発表された米GDPの上振れを受けてドル円レートはやや上昇したが、依然としてレンジ推移の範疇を出ていない。しかしながら、現時点で今後の円安ドル高シナリオが崩れているわけではなく、筆者は年末にかけて円安が進展するとみている。この先、円安再開のエンジンとなる材料と落とし穴（リスク）を点検する。

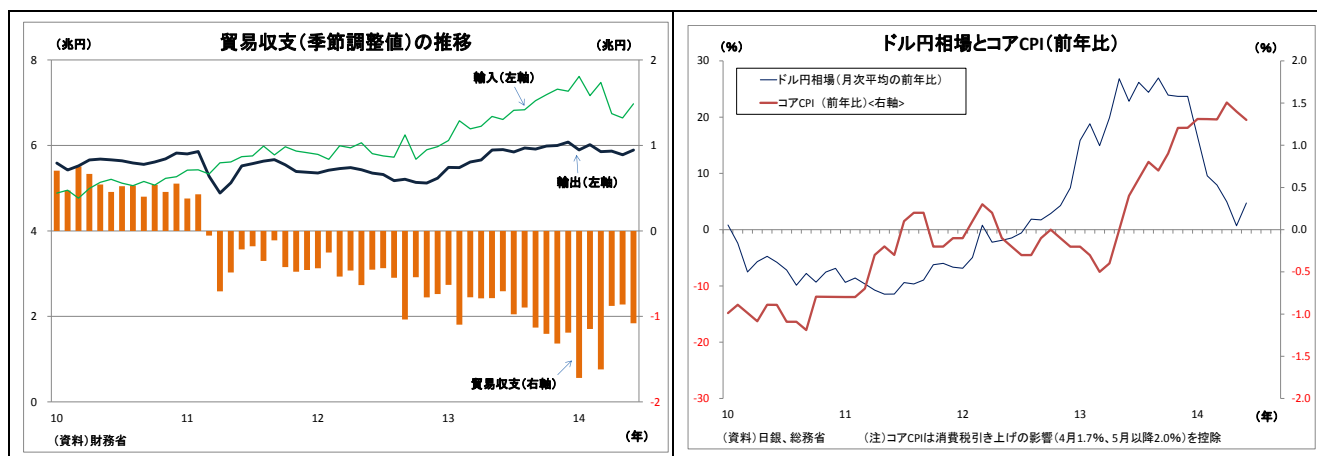
（円安再開のエンジン）

まず、ドル円レートにおいて、最も重要な決定要因であり、コアとなるのは米長期金利だ。直近1年間の53週について米長期金利とドル円レートの週次での関係を調べると、方向性にかかなり強い関係が確認できる（表紙図表）。米長期金利が上昇した25週のうち21週でドル円レートは上昇（円安ドル高が進行）している。また、逆に米長期金利が低下した28週のうち18週でドル円レートが下落（円高ドル安が進行）している。

この分析は、単に上昇・下落で分類しており、上昇率・下落率を考慮していないが、率を考慮すると、この関係がより顕著になる。例えば米長期金利が週間で0.05%超上昇した13週のうちドル円が上昇したのは12週、0.05%超低下した16週のうちドル円が下落したのは15週になる。米長期金利が上昇（低下）すると、日米金利差が拡大（縮小）することでドルの円に対する相対的な魅力が高まり（低下し）、円安ドル高（円高ドル安）になりやすい。



従って、今後の米長期金利の動向が重要になってくるわけだが、筆者は上昇を見込んでいる。現在の米長期金利低迷の理由には諸説あり、主なものでは、①米緩和長期化（ゼロ金利長期化）観測、②欧州金利低下による米債への資金流入、③地政学リスクによる米債券需要の増加、④米潜在成長率の低下観測、などがある。しかし、このうち最も重要と考えられる①に関しては、米景気回復が続く下で時間が経過することで、利上げの時期は確実に近づいてくる。また、既に米量的緩和の10月終了が見えているため、今後はその後のステップである米利上げの足音が意識されやすくなる。これらによって、現状のような米低金利は正当化されなくなり、徐々に水準を切り上げていくだろう。従って今後は米長期金利上昇が円安ドル高再開の“メインエンジン”になる可能性が高い。



また、円安再開をサポートする“補助エンジン”も多い。一つは日本の貿易赤字の再拡大だ。春は輸出が横這うなか、消費増税による内需減少で輸入が縮小したため貿易赤字が一旦縮小したが、反動減が緩和し輸入が持ち直すにつれて、再び貿易赤字は拡大するだろう。そうなれば、春に比べて実需筋の円売りドル買いが増えることになる。

また、国内投資家の内外証券投資拡大も補助エンジンにカウントできる。秋には GPIF のポートフォリオ変更の発表（内外株式等の比率上昇）が予想されるうえ、年末にかけては低稼働に留まっている NISA 枠消化のための個人投資家の内外証券投資活発化が期待される。これらが海外証券に向かえば直接的に円安を促すほか、国内株に向かったとしても株高に伴うリスクオンの円売り（もしくは海外投資家の円売りヘッジ比率維持のための追加円売り）が予想される。

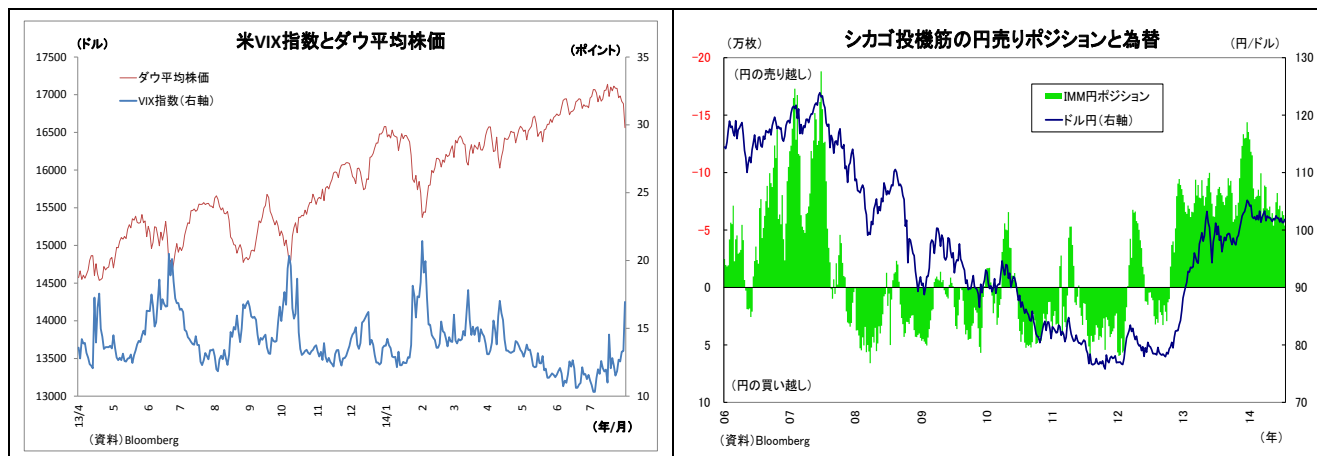
さらに、晩秋以降は日銀追加緩和観測の再拡大も有り得る。日銀は秋以降の物価上昇率再上昇を見込んでいるが、そのシナリオとのずれが表面化すれば、現在ほぼ剥落している追加緩和観測が盛り上がることで円安効果が生まれるだろう。これまでは円安による物価押し上げ効果が効いてきたが、足元のドル円は前年比で見るとほぼイーブンになっている。今後のコア CPI 上昇率（増税の影響除き）が 1 % 台をキープできるかが焦点であり、1 % を割り込むような動きが出れば追加緩和期待が高まる。

（円安再開の落とし穴）

次に円安再開を阻害するリスク、すなわち円安シナリオの“落とし穴”を考えてみると、こちらにも結構ある。まずは、米長期金利の低下だ。上記のとおり、直近 1 年間で米長期金利が低下した 28 週のうち 18 週でドル円レートが下落（円高ドル安が進行）している。

なお、この際は米株の動向も重要になる。米株の下落はリスク回避地合いを生み、リスク回避通貨の筆頭格である円が買われやすくなるためだ。直近 1 年間でみると（表紙図表参照）、ダウ平均株価が下落した 22 週のうち 15 週でドル円は下落している。とりわけ、米長期金利低下と米株価下落が同時発生するときのドル円下落の確度はかなり高い。そして、この同時発生を起こす具体的なシナリオとしては、地政学リスクの超緊迫化や米景気の失速、新興国経済の失速といったリスクシナリオが考えられる。

また悩ましいのが、今後台頭するとみられる米利上げ観測がこれらリスクシナリオを誘発する可能性があることだ。米利上げによる米景気の腰折れや米投資環境への不安、新興国からの資金流出が懸念されると、たとえ米長期金利が上昇したとしても、米株の下落によるリスク回避の動きでドル円の上昇が阻害されるという展開が有り得る。



また、国内ではアベノミクスへの期待剥落というリスクがある。海外投機筋はアベノミクス開始以降、

巨額の円売りポジションを構築し、これが円安実現の一つの原動力になってきた。最近の円売りポジションはピークから見ると半分以下に減っているが、まだ影響力は大きい。この円売りポジションが、仮にアベノミクスの実行力への不満などから解消に向かうと、円高圧力になる。安倍政権の支持率は低下傾向にあるが、支持率は政策の実行力に影響を与えるだけに、楽観は出来ない。

以上のように、円安シナリオ再開のエンジンは多い一方で、落とし穴もあちこちに開いている状況にある。従って、円安再開の蓋然性は高いと考えているが、なかなか一筋縄には行きそうにない。全面的なリスクシナリオへの移行の可能性は低いと見るが、一時的には市場の不安を背景とする米株安などによって、ドル円も不安定な展開になることを覚悟しておく必要がありそうだ。

2. 日米欧金融政策(7月)： 日欧は維持、米は量的緩和の追加縮小を決定

(日銀) 維持

日銀は7月14～15日にかけて開催した金融政策決定会合において、従来の金融政策を維持した(全員一致)。引き続き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、長期国債・ETF 等の資産買入れを継続する。

声明文における景気判断も、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている」と前月の判断を据え置いた。一方、先行きに関しては、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいく」と前回の「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていく」から変更されたが、内容的には大差ない。

また、今回は展望レポートの改定(中間評価)が実施され公表されたが、その内容は実質成長率について前回(4月時点)から0.1%下方修正したのみであった。従って、「2014年度から16年度までの見通し期間の中盤頃に(物価上昇率が)2%程度に達する可能性が高い」(総裁会見)との見方を維持している。これまでのところ、景気・物価が日銀の事前の見通しに沿った動きを示していることが、今回の修正が軽微に留まった理由と考えられる。

総裁会見では、足元の反動減について、前回同様「概ね想定範囲内」との判断を示すとともに、増税に伴う実質所得低下の影響についても、賃金や雇用の改善、夏のボーナス増加を理由に挙げて、「消費の実勢は基調的に底固く続く」との見方を示した。

物価上昇率(消費税の影響除き)については、総裁から「当面1%台の前半で推移した後、年度の後半にかけて伸びが加速」と従来同様の見通しが示されたが、下限について「1%を割るような可能性はない」と新たに明言した点が注目される。このことから、先行きの焦点は、「秋以降の物価上昇率が再び高まっていくか」、「絶対水準として1%をキープできるか」という2点となる。これらを否定するような事象が出てくれば、再び追加緩和観測が高まることになるだろう。

展望レポート(14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)
14年度	今回	1.0%	(1.3%)
	前回	1.1%	(1.3%)
15年度	今回	1.5%	(1.9%)
	前回	1.5%	(1.9%)
16年度	今回	1.3%	(2.1%)
	前回	1.3%	(2.1%)

(注) 前は14年4月時点の見通し、
コアCPIは消費増税の影響除き
(資料) 日本銀行

ただし、その成否が判明するのはまだだいぶ先の話になると考えられる。

（FRB）量的緩和の追加縮小を決定

FRB は 7 月 30～31 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）において、量的緩和策における資産買入れ規模の追加縮小を決定した。従来の月 350 億ドル（米国債 200 億ドル、MBS150 億ドル）の買入れ規模を、各 50 億ドル減額する。縮小決定は 12 月 FOMC 以降 6 回連続となるが、イエレン議長は、先だって 7 月中旬に行われた議会証言において 10 月の会合での量的緩和終了決定を示唆しており、それに沿った動きと言える。

今回は議長会見が設定されていないため、声明文への注目が集まった。声明文での景気判断は、「経済活動は持ち直した」とし、前回の「上向いた」から上方修正された。また、インフレ率についても「FRB の長期目標に幾分か近づいた」とし、その先行きについても「（目標である）2%を下回り続ける可能性はやや後退した」と評価を前進させた。しかし一方で、「幅広い労働指標は未活用の労働資源が著しく残っていることを示している」との文言を新たに盛り込み、タカ派色を出しすぎないようにバランスをとっている。

なお、フォワードガイダンスについては前回から変化なし。すなわち、「雇用情勢や物価上昇圧力、インフレ期待、金融情勢など幅広い情報を考慮」し、「特にインフレ率が長期目標である 2%を下回り、長期のインフレ期待が抑制されている限り、資産買入れプログラム終了後も相当の期間において現行の政策金利を維持するのが適当だろうと見込んでいる」としている。

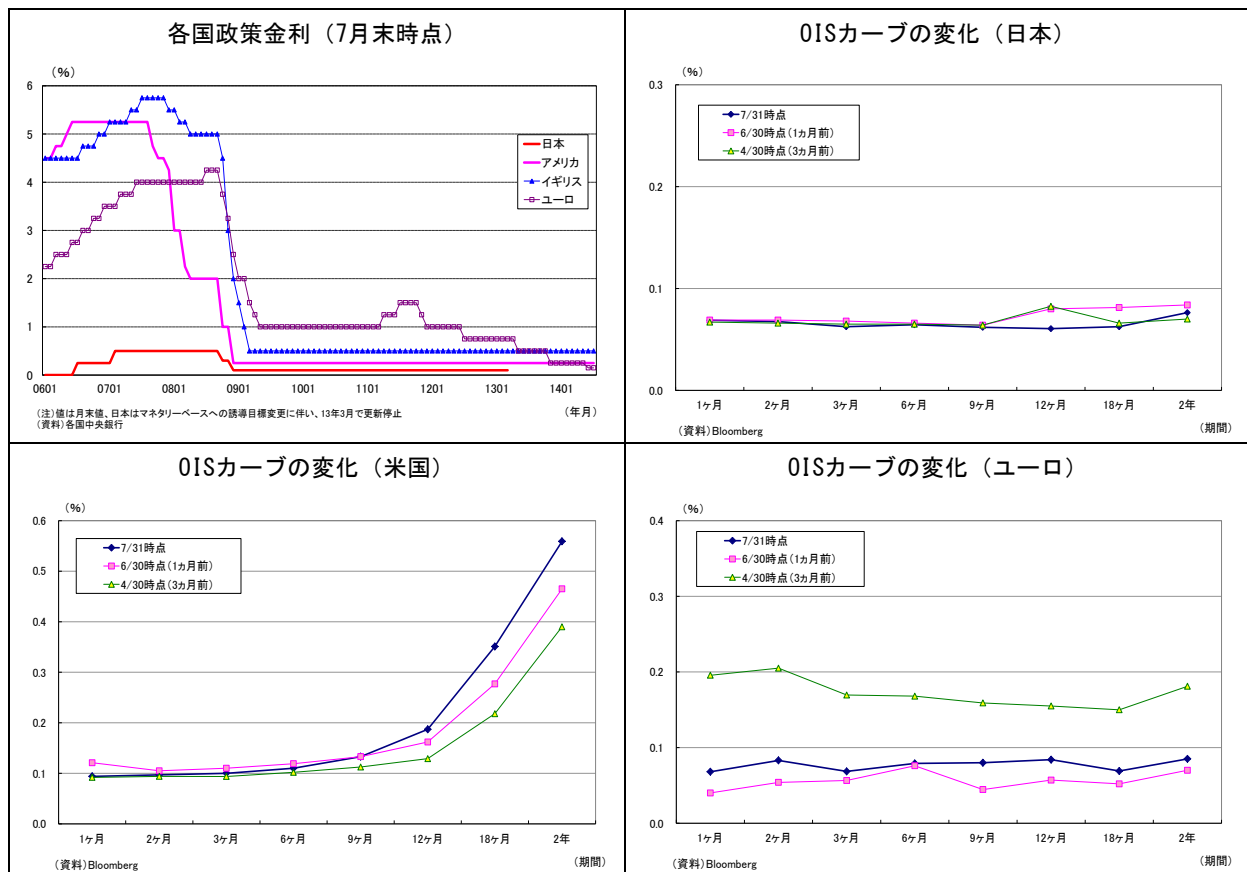
（ECB）維持

ECB は 7 月 3 日に開催した定例理事会において従来の金融政策の維持を決定した。政策金利であるリファイナンス・オペ金利は 0.15%、預金ファシリティ金利は▲0.1%で据え置かれた。

声明におけるフォワードガイダンス、すなわち「ECB の主要金利は長期にわたり現在の水準に留まる」とする文言も前回同様であった。一方、今回新たに「今後数ヵ月に行われる金融政策で緩和の度合いが増し、銀行貸出を後押しする」「我々の政策が経済に浸透することで、インフレ率の 2%付近への回帰に貢献する」との文言が加えられた。ECB としては、前回決定した各種追加緩和策の効果をしばらく見極めるスタンスであることを示している。

また、今回は前回決定した追加緩和策の一つである長期流動性供給オペ（TLTRO）の詳細が公表されたほか、来年からの同理事会の開催頻度変更（6 週間に 1 回へ）と議事録発表方針も公表されている。

理事会後の会見では、ドラギ総裁が「我々の仕事が終わったとは全く考えていない」「理事会は非標準的手法も用いる決意で一致していると再表明する」と発言。さらなる追加緩和についても含みを持たせることで、政策の打ち止め感が出ないように配慮している。



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、日本と欧州は前月末から殆ど変化なし。曲線の形状もほぼ水平となっており、2年以内の金融引き締め観測は見られない。

一方、米国については、12ヵ月以降のゾーンで上方シフトが見られるが、このシフトはイエレンFRB議長の議会証言のあった7月中旬頃から生じている。証言内容は総じてハト派的であったとはいえ、底堅い米景気を背景に、それほど遠くない将来の利上げが意識され、徐々に織り込まれている可能性がある。

3. 金融市場（7月）の動き：円安ドル高、ユーロ急落、長期金利はやや低下

（10年国債利回り）

7月の動き 月初0.5%台前半からスタートし、月末は0.5%台前半に。

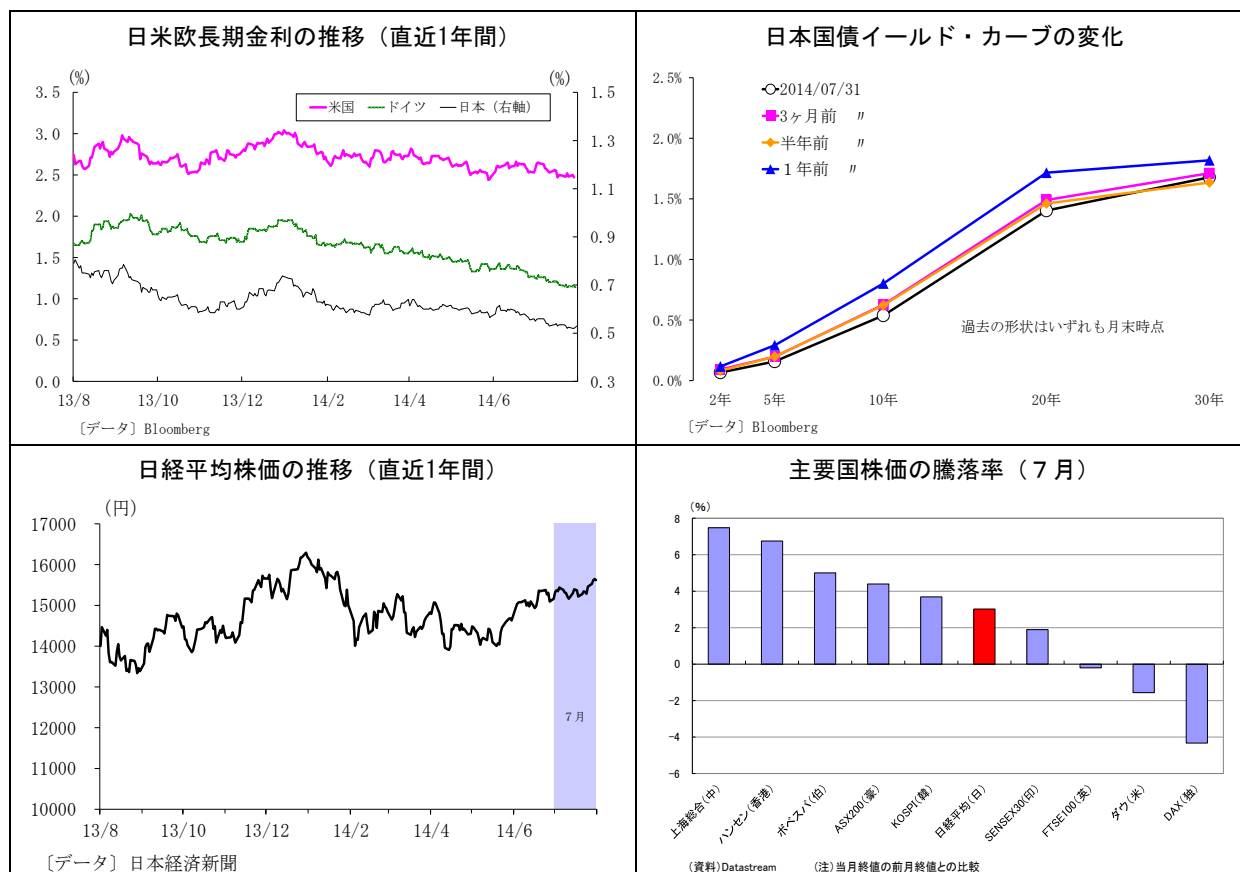
月初、米金利上昇を受けて一旦0.5%台後半へとやや水準を切り上げたが、良好な需給環境や欧米金利低下を受けて、9日には0.5%台前半へと低下。その後膠着した推移をしばらく続けた後、好調な入札や日銀オペでの需給引き締めを受けて、下旬にはさらにやや低下した。月終盤には株価が上昇したが債券は殆ど反応せず、米金利の低迷と良好な需給環境を背景に、月末まで0.5%台前半での推移が継続。

当面の予想

足元も0.5%台前半で推移している。6月中旬以降、0.6%割れの状態が続いているが、さすがに

¹ 日銀は2013年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。

現状の超低水準に追随できる投資家は限られてくるため、低下余地を探る展開にはなりにくい。一方で、日銀が大量に国債買入れを継続する中で、金利が大きく上昇する要因も見当たらないため、しばらく 0.5%台～0.6%付近での膠着した推移を予想する。米金利上昇につられる形で、上方への小幅な水準調整が入る可能性も。



（ドル円レート）

7月の動き 月初 101 円前半からスタートし、月末は 102 円台後半に。

月初、米雇用統計への期待からドルが上昇、実際に好調な雇用統計結果を受けた 4 日には 102 円台前半を付ける。しかし、その後は FOMC 議事録などを受けた米長期金利低下によりドルが下落基調を強め、ポルトガルの銀行不安によってリスク回避の円買いが強まった 11 日には 101 円台前半となる。その後はややドルが持ち直したが、ウクライナでのマレーシア航空機撃墜を受けたリスク回避で 18 日には再び 101 円台前半に。以降、膠着した推移となる。月終盤には GDP をはじめ良好な米経済指標を受けてドル高圧力が強まり、月末は 102 円台後半で着地した。

当面の予想

7 月末の 2 日間でドル円は約 1 円上昇。FRB の意図もあり、米緩和の長期化観測が浸透しているとはいえ、米経済の回復力が確認されればやはりドル高になることを示す事例となった。今後も、米経済の堅調さが示されることで、米長期金利は緩やかに上昇し、ドル円も緩やかに上昇するとの見方を維持する。ただし、引き続き米株の動向には注意が必要。未だに最高圏に近い水準にあるだけに、思いのほか米金利が急ピッチで上昇したり、地政学リスクが急拡大したりすると、一時的とは思われるが、米株の調整を通じたりリスクオフの円買いが発生する可能性が高い。

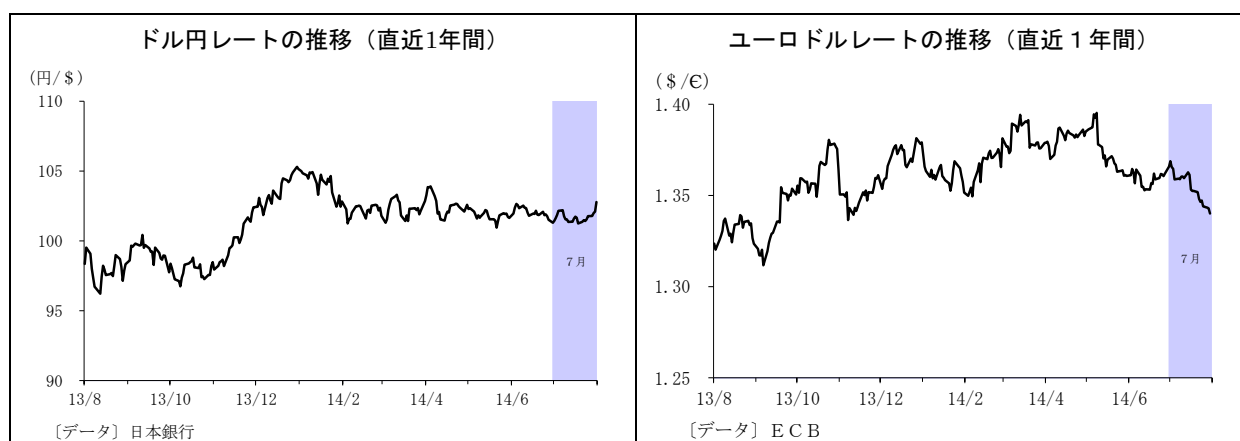
(ユーロドルレート)

7月の動き 月初 1.36 ドル台後半からスタートし、月末は 1.33 ドル台後半に。

月初、1.36 ドル台後半でスタートした後、好調な米雇用統計や独経済指標の下振れから、4日に 1.36 ドル台を割り込む。以後、1.36 ドル付近での推移が続いたが、ポルトガルの金融不安後退を受けて 14 日には 1.36 ドル台前半に上昇。しかし、その後は欧州の景気回復の鈍さが嫌気され、16 日には 1.35 ドル台前半へと急落。ウクライナ情勢の悪化もあってユーロ売りが加速し、25 日には 1.34 ドル台前半に下落。月末は米 GDP の上振れを受けたドル高圧力の高まりで 1.33 ドル台後半に。

当面の予想

先月は主に追加緩和に伴う欧州金利の低下とウクライナ情勢の悪化がユーロ売りを後押しする材料になってきたが、主要欧州金利については既にかなり低下しているだけに、足元では一服感が見られる。また、投機筋のユーロ売りポジションも相当溜まっていることから、ユーロ売り圧力はそろそろ弱まりそう。一方でドルも上昇圧力が徐々に強まることで、ユーロドルでは当面方向感が出ないと予想している。



金利・為替予測表 (2014年8月1日現在)

		2014年			2015年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
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)	2.6	3.0	3.1	3.2	3.4
ドル円	(平均)	102	103	105	107	108
ユーロドル	(平均)	1.37	1.35	1.34	1.33	1.32
ユーロ円	(平均)	140	139	141	142	143

(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。