

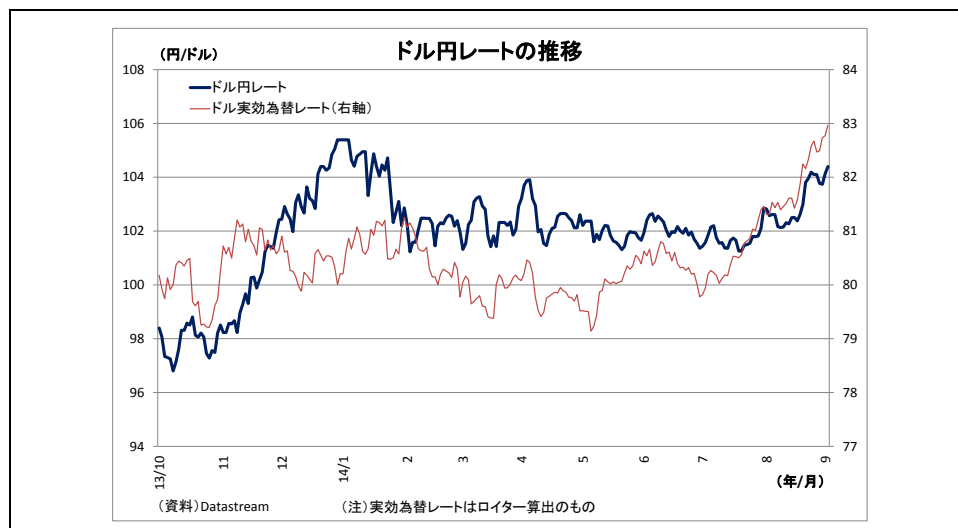
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(9月号)

～円安再開、その持続性を考える

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) ドル円レートは、8月下旬以降急ピッチな円安ドル高となり、昨年末の水準をほぼ回復している。この間、米サイドでは、堅調な経済指標が続いているという点では従来と変わりがないが、QE3終了までのカウントダウンが残り僅かとなる中で、ジャクソンホールでのイエレン議長講演がそれほどハト派的でなかったことが加わり、米利上げに市場の意識が向かった。米2年債利回りが明確に上昇し、ドル高圧力になっている。また、日本サイドでは、内閣改造によってGPIFへの思惑が高まったことが円安に効いた。つまり、事実としては従来から特段の変化はみられないのだが、先行きへの市場の期待の変化が8月下旬以降に大きく動いたと考えられる。今後の展開としても、基調としての円安ドル高は続くと考えているが、一本調子とはいかないだろう。現状の円安ドル高は投機筋主導の色彩が強いうえ、利上げは米株式市場にとっては逆風になるため、一時的にリスク回避的な円買いが発生する可能性が高い。また、早ければ今月にも発表される見込みのGPIFの運用変更については、円安材料ながらも既に国内株と外国証券の比率引き上げはかなり織り込まれてしまった。ポジティブ・サプライズを起こすハードルは上がっており、予想の範囲内と受け止められた場合は一旦巻き戻しの円買いも有り得る。
2. (日米欧金融政策) 日銀は8月、9月の金融政策決定会合で現行の政策維持を決定した。増税後の景気は弱含みが目立つ状況だが、日銀の強気のスタンスに変わりはない。
3. (金融市場の動き) 8月は円安ドル高、ユーロ続落、長期金利はさらに低下した。当面のドル円は緩やかな円安ドル高、ユーロドルは下値を探った後、方向感を欠く展開になると予想。長期金利はボックス圏内の動きを予想する。



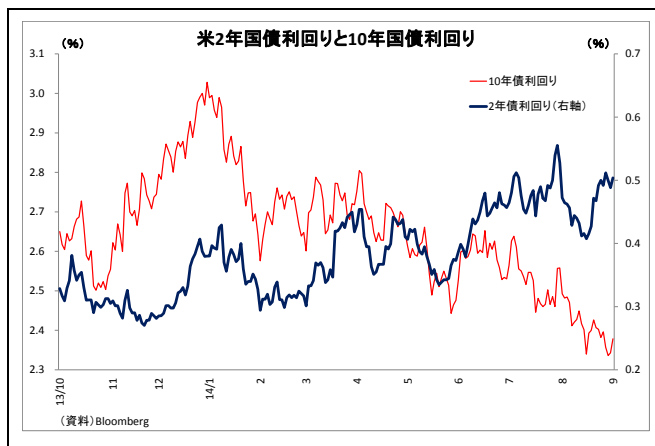
1. 為替：円安再開、その持続性を考える

8月中旬まで102円台で推移していたドル円レートは、以降急ピッチな円安ドル高基調となり、9月上旬には105円の壁を突破、昨年末の水準をほぼ回復している。

(円安再開の持続性)

この円安ドル高の起点となったのは8月下旬だが、従来と何が変わったのか、改めて整理してみると、日米両サイドに変化が見られる。

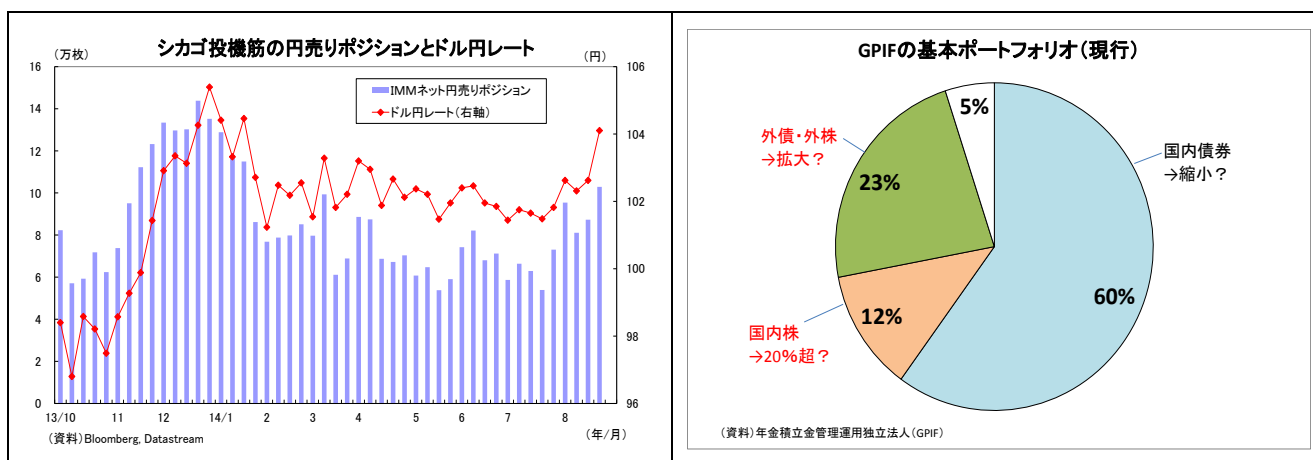
米国サイドでは、全体として堅調な経済指標が続いているという点では従来と変わりが無いが、10月に予定されるQE3終了までのカウントダウンが残り僅かとなるなかで、8月22日のジャクソンホールでのイエレン議長講演の内容がそれほどハト派的でなかったことが加わり、米利上げに市場の意識が向かったことが大きい。



米長期金利は地政学リスクや欧州金利低迷の余波で低迷が続いているが、先行きの政策金利を織り込みやすい2年債利回りは8月下旬以降に明確に上昇しており、これがドル高圧力になっていると考えられる。

また、日本サイドの円安要因としては、公的年金の運用を担うGPIFへの思惑の高まりが挙げられる。GPIFは現在、運用ポートフォリオ変更を議論しているが、9月初旬に行われた内閣改造で積極改革派と目される塩崎氏が所管の厚生労働大臣に決まったことで、外債投資が活発化するという思惑が強まった。また、消費増税後の国内景気が大方の当初予想よりも弱含んでいるので、日銀の将来の追加緩和期待が一部で台頭し始めた可能性もある。

つまり、事実としては従来から特段の変化はみられないのだが、先行きへの市場の期待の変化が8月下旬以降に大きく動いたと考えられる。



今後の展開としても、基調としての円安ドル高は続くと考えている。米景気回復が続くことで、米国の利上げは今後ますます織り込まれるだろう。米長短金利が徐々に押し上げられ、ドル高が促されるのが基本メカニズムとなる。

ただし、一本調子とはいかない。最近、シカゴ投機筋の円売りポジションが再び急ピッチの積みあがりを見せているように、現状は投機筋主導の色彩が強く、触れやすい面がある。また、利上げは米景気回復の証である反面、米株式市場にとっては逆風になるため、利上げ観測の高まりによって、たびたび調整局面を挟むだろう。その際は一時的にリスク回避的な円買いが発生することになる。

また、GPIF 絡みの動向にも注意が必要だ。上記のとおり、早ければ今月にも正式発表される見込みの GPIF の運用変更については、円安材料ながらも既に国内株式と外国証券の比率引き上げは市場でかなり織り込まれてしまった。従ってポジティブ・サプライズを起こすハードルは上がっており、市場で予想の範囲内と受け止められた場合は一旦巻き戻しの円買いも有り得る。

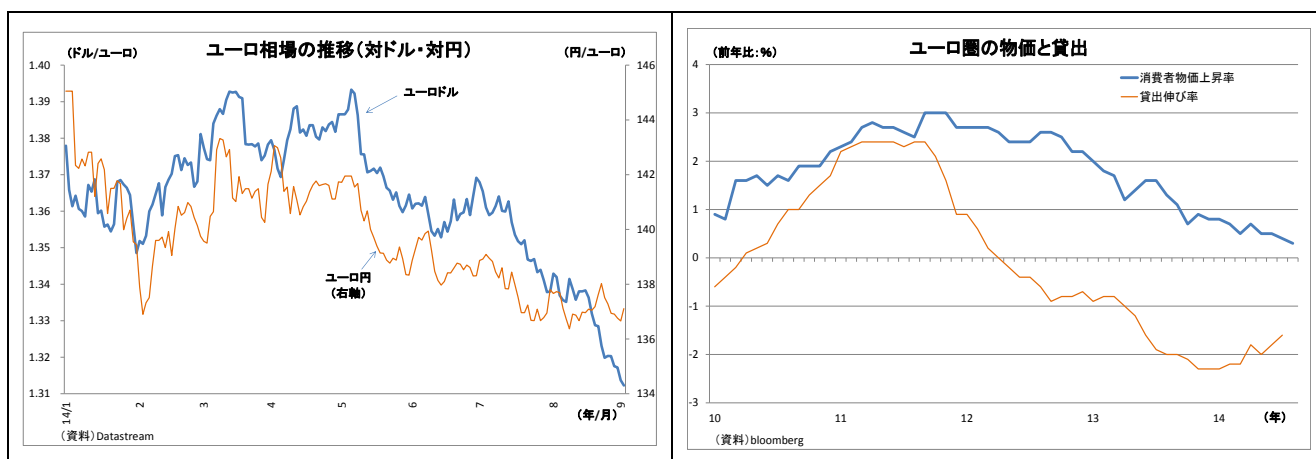
(試金石を迎えるユーロ)

ユーロはこれまで対ドルで急ピッチな下落が続いており、対円でもやや弱含んできた。さらに、昨日の電撃的とも言える ECB の利下げと ABS 買入れ決定を受けて、足元はさらに低下しており（対ドルで 1.29 ドル台前半、対円で 136 円台前半）、3 大通貨の中では最弱の様相にある。

この要因となっているのは何よりデフレ懸念だ。ユーロ圏の物価上昇率は前年比 0.3%と、ECB の目標とする「2%以下でその近辺」を大きく下回っているばかりかデフレの瀬戸際にあることが、追加緩和観測に繋がり、ユーロを押し下げてきた。ロシアとの間の相互経済制裁の影響が今後危惧されることで、経済情勢の不透明感が強いことも、物価反転期待を削ぐ要因として、ユーロ売りに拍車をかけてきたと考えられる。

ECB は、銀行への低利長期資金供給（6 月に決定、いわゆる TLTRO）や ABS 買入れ（昨日決定）によって現在マイナスが続いている貸出増加を促し、景気回復を通じて物価を反転させようとしている。そして、今月 18 日には、いよいよ TLTRO の第一弾の入札が予定されており、どれだけ規模の応募が集まるのかが目先の試金石となる。多額の入札に至り、とりあえず ECB の目論見どおりになるのか否かが注目される。

今回の低利長期資金供給が実際にユーロ圏内の貸出増加に繋がるかどうかは別の問題として残るが、そもそも前段階である入札が集まらない場合は、さらなる追加緩和、とりわけ大規模国債買入れへの期待が高まる可能性がある。その際はユーロ相場にさらなる下方圧力が加わるだろう。



2. 日銀金融政策（8月）：日銀は強気のスタンスを維持

（日銀）維持

日銀は8月7～8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は、「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7月会合の判断を据え置いた。ただし、個別項目では、輸出、生産について、それぞれ「弱めの動き」（前は各「横ばい圏内の動き」、「緩やかな増加」としていた）へと下方修正している。

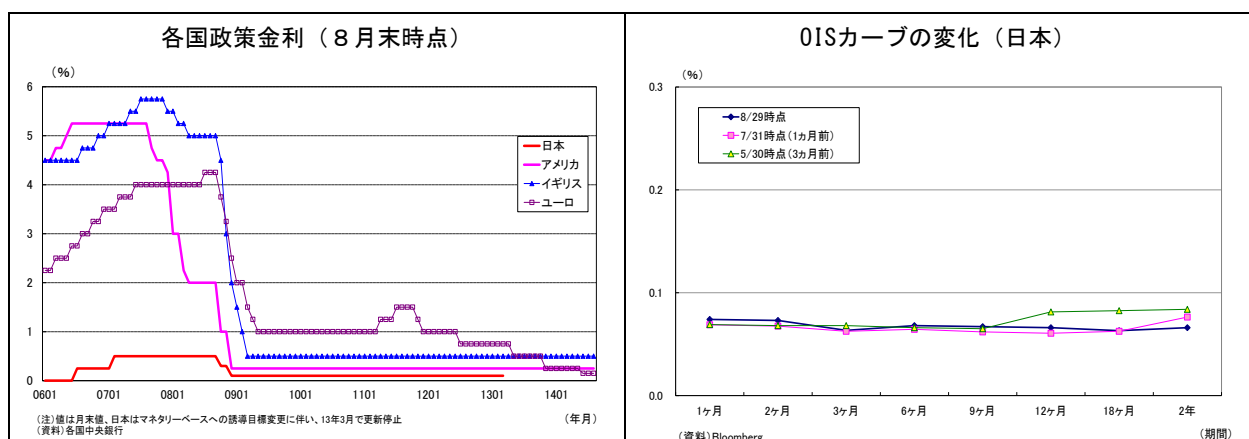
なお、先行きについては、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいく」と前回の表現を踏襲している。

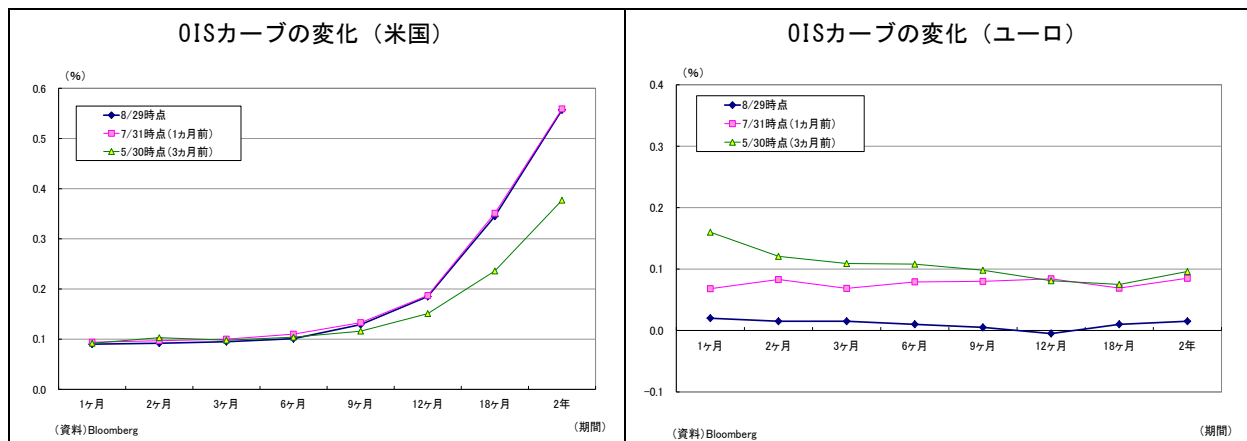
総裁会見では、上記景気判断の根拠として、「雇用・所得環境が着実に改善するも、景気の前向きな循環メカニズムはしっかりと作用し続けている」、「個人消費における駆け込み需要の反動も全体としてみれば徐々に和らぎつつある」など内需の強さを挙げた。また、輸出についても足元の弱さは循環的な要因（海外景気）や一時的な要因が影響しており、今後は世界経済の回復を受けて「緩やかな増加に向かっていく」と述べた。

一方、足元で弱めの経済指標が目立っているとの質問に対して、「（日銀の）第1の政策目標は物価の安定ですので、物価に重大な影響を与える要因に動きがあり、目標達成にリスクが生じることがあれば、当然、金融政策の調整を行う」と表明したが、従来の表現と大差なく、追加緩和への積極性は感じられない。

日銀が「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」と描いている物価上昇率（消費税率引き上げの影響を除く）が果たして、日銀のシナリオ通りの動きを見せるのか、それとも円安効果の減退や景気の鈍化を受けて鈍化を続けるのかを引き続き注目点となる。まだ、判明には時間を要するが、後者の兆しが見えてくれば、市場での追加緩和期待が高まることになりそうだ。

また、9月に入り3～4日にかけて行われて金融政策決定会合においても、日銀は現行の金融政策を維持した。景気判断についても、前月の表現を据え置いている（住宅投資のみ下方修正）。総裁会見では、これまでどおり強気の姿勢を維持した。





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 8 月末時点における利回り曲線を見ると、日本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。欧州については、足元の金利低下を受けて全体的に曲線が下方シフトしたが、日本同様ほぼフラットの形状であり、2 年内の引き締め観測は見られない。米国については、前月末と殆ど変化はないものの、3 ヶ月前との対比ではスティープ化したまま、キープしている。利上げ観測はそれほど大きく揺れ動いているわけではないものの、堅調な景気動向のもとで QE3 終了を間近に控え、将来の利上げを着実に織り込んできたと考えられる。

3. 金融市場(8月)の動き：円安ドル高、ユーロ続落、長期金利はさらに低下

(10年国債利回り)

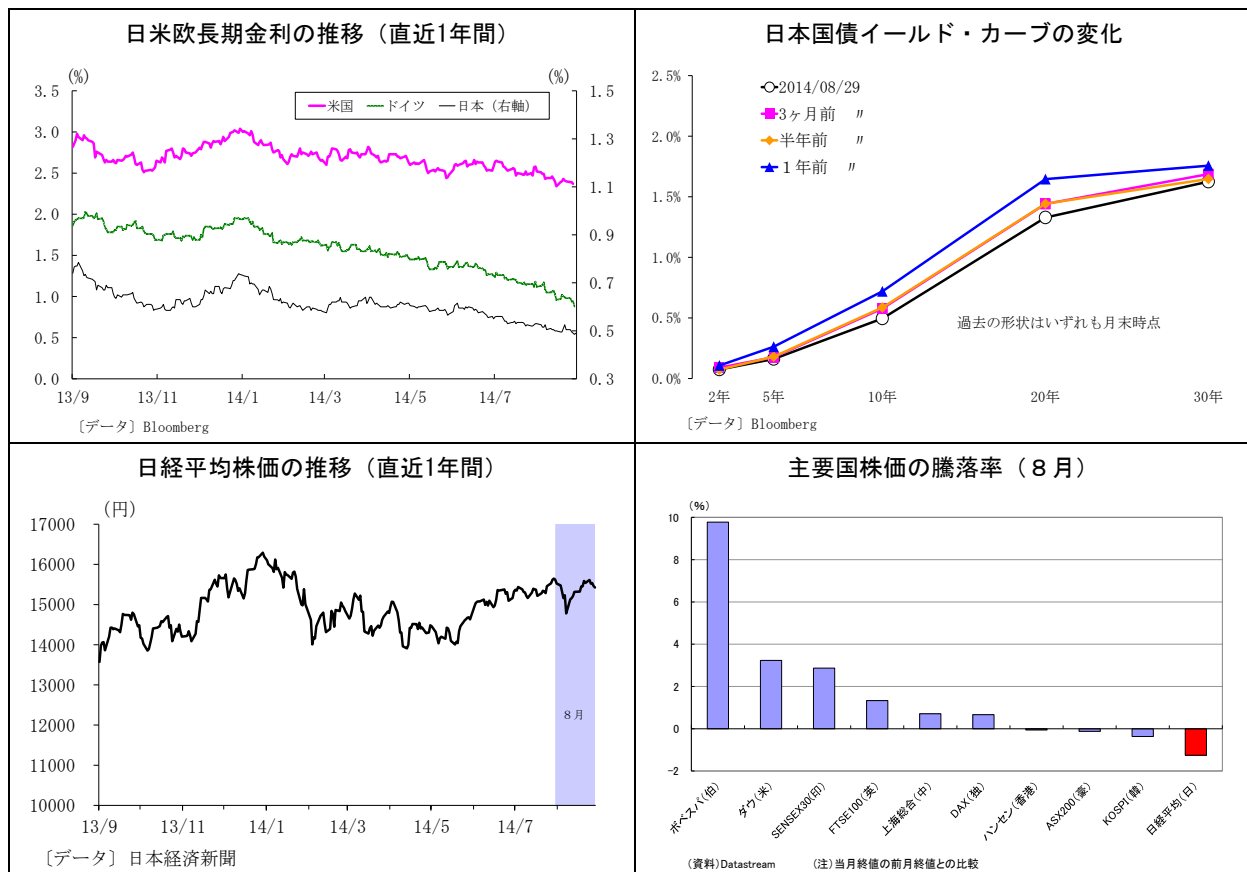
8月の動き 月初 0.5% 台前半からスタートし、月末は 0.5% 割れに。

月初、米金利低下や好調な入札結果を受けてじりじりと金利水準を切り下げる展開となり、さらに米国のイラク空爆による地政学リスクの高まりで、8 日には 0.5% ぎりぎりまで低下。以後しばらくは高値警戒感もあって膠着した推移となったが、欧米の金利低下に引きずられる形で 18 日には 0.5% を割り込む。その後は、円安・株高に伴って一旦 0.5% 台前半に戻ったが、円安一服に伴う利益確定の株安や欧米金利の低下を受けて 26 日には再び 0.5% を割り込む。月末も 0.5% 割れに。

当面の予想

足元は株価上昇や米金利上昇を受けて 0.5% 台前半を回復している。最近では欧州金利低下の波及を受けやすくなっている反面、今後は米長期金利上昇や GPIF の運用方針変更発表（国内債券の比率は低下とみられる）によって金利上昇圧力が強まる局面も予想されるため、しばらく 0.5% 付近～0.6% でのボックス圏内での推移を予想する。

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。



（ドル円レート）

8月の動き 月初102円台後半からスタートし、月末は103円台後半に。

月初、米雇用統計が予想をやや下回ったことで早期利上げ観測が後退し、ドルがじりじりと下落。ウクライナ情勢への警戒が高まったことで7日には102円台前半まで下落した。その後はしばらく102円台前半から半ばでの一進一退が続いたが、好調な米住宅指標を受けた20日には103円間際へドルが上昇、FOMC議事録を受けて利上げ早期化観測が台頭した翌21日には103円台後半へと水準を切り上げた。さらに、イエレン議長講演を受けた利上げ観測の盛り上がりによって25日には一旦104円台前半を付け、月末も103円台後半で着地。

当面の予想

足元はGPIF改革への思惑もあり、104円台後半まで水準を切り上げている。ただし、8月下旬以降の円安ドル高はかなり急ピッチで、期待先行の色彩も強いとみられるため、今後は米経済などで期待に概ね沿う形の実績が続くことでドル円の下値が固まり、徐々に上を目指すイメージ。目先の最重要イベントはもちろん本日夜（日本時間）の米雇用統計。また、早ければ今月にも発表されるGPIFの運用方針発表も重要。既に期待が上がってしまっているだけに円高要因にもなり得る点には注意。

（ユーロドルレート）

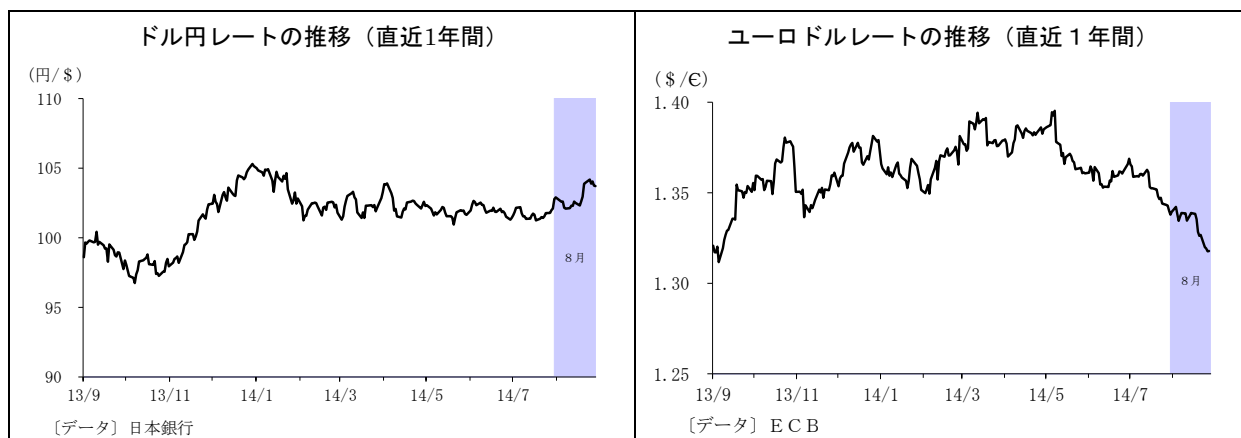
8月の動き 月初1.33ドル台後半からスタートし、月末は1.31ドル台後半に。

月初は1.34ドルを挟む展開となったが、ドイツの経済指標悪化を受けて6日には1.33ドル台前半へとユーロが下落。その後はやや戻し、1.33ドル台後半を中心とする推移が長らく続いたが、好調な米住宅指標を受けたドル買いで20日には1.32ドル台後半へと下げる。さらにドイツの景況感悪化を受けてECBの追加緩和観測が高まったことで26日には1.32ドル台を割り込み、月末にかけ

て 1.31 ドル台後半での推移が継続。

当面の予想

昨日の ECB の追加緩和を受けて、足元は 1.29 ドル台前半にまで下落。米欧の金融政策の方向性の違いは明確であり、ユーロ経済の不透明感やウクライナ情勢の混迷継続から、目先はユーロの下値を探る動きが出そう。一方で、投機筋のユーロ売りポジションは既にかなり溜まっているほか、ECB も今回の措置でしばらく様子見に入ると見られることから、その後のユーロドルは方向感を欠く展開になると予想する。



金利・為替予測表 (2014年9月5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	0.5	0.6	0.7	0.7
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	2.5	2.9	3.2	3.4
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.4	1.0	1.1	1.2	1.3
ドル円	(平均)	102	103	106	107	108
ユーロドル	(平均)	1.37	1.33	1.29	1.29	1.28
ユーロ円	(平均)	140	137	137	138	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。