

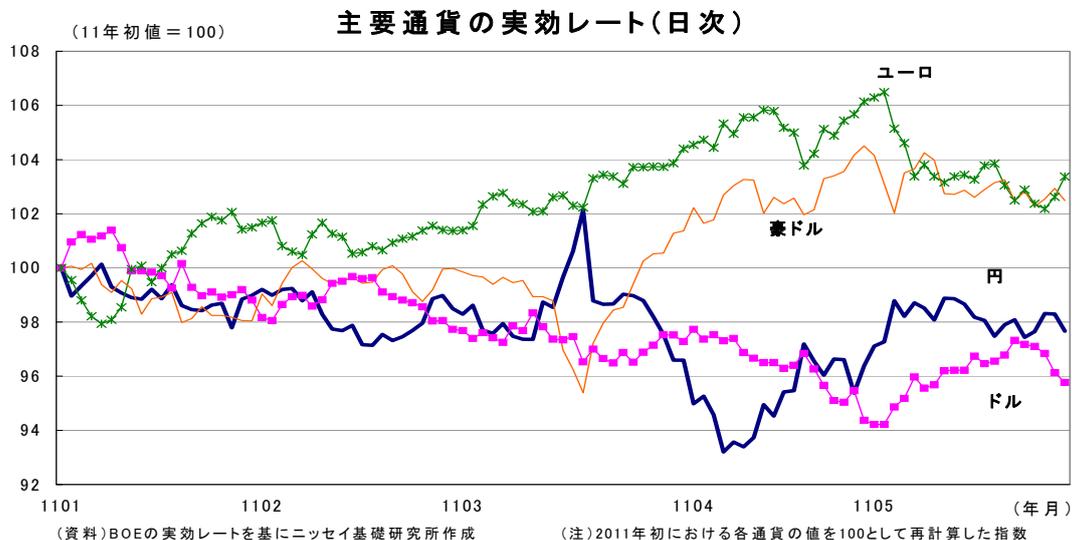
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(6月号)

～長引く「円とドルの弱さ比べ」、米国の自律的回復がカギに

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. (実効レートでは年初から円安に) 通貨の総合力を示す実効レートでは円は年初水準を下回って推移している。ただし、この間ドルも安くなっているため、円からドルを見た円ドルレートは一進一退、「円とドルの弱さ比べ」が続いている。5月は円もドルも実効ベースで持ち直したが、ユーロ急落の受け皿となった側面が強く、他律的な側面が強いと言える。今後の為替を考える場合、ユーロや世界経済への見方がドルや円の実効レートを左右するが、ドルと円の連動性はかなり高い。ドルが円を引き離して持続的に上昇、すなわち円高ドル安が修正されるには、米国の自立的な回復に伴う金利差拡大が条件となるだろう。
2. (日米欧金融政策) 5月は日米欧とも金融政策に変更がなかったものの、既に利上げを実施し追加利上げのタイミングを図っている段階の ECB、時期はまだ先だが出口戦略を具体的に見据えている FRB、追加緩和の可能性を大きく残している日銀、という形で各国金融政策のスタンスには大きな開きがある。この構図は当面続きそうだ。
3. (金融市場の動き) 5月の金融市場は株安・債券高(長期金利低下)・為替ではユーロが急落。相次ぐ弱い経済指標で米国景気への悲観が台頭しており、今後しばらくは長期金利、円ドルレートともに方向感が出にくいだろう。5月米雇用統計の結果が予想以上に悪いと受け止められれば、一時的に長期金利 1.1%割れ、1ドル 80円突破も。



1. 長引く「円とドルの弱さ比べ」、米国の自律的回復がカギに

今年に入ってから円ドルレートをみると、1ドル82円台を挟んだ一進一退の展開となっている。足元は80~81円台で推移と年初の82円近辺を若干上回るため、「年初から円高みになっている」という印象も受けがちだが、円の総合的な実力としては、この間にやや円高の修正が起きている。

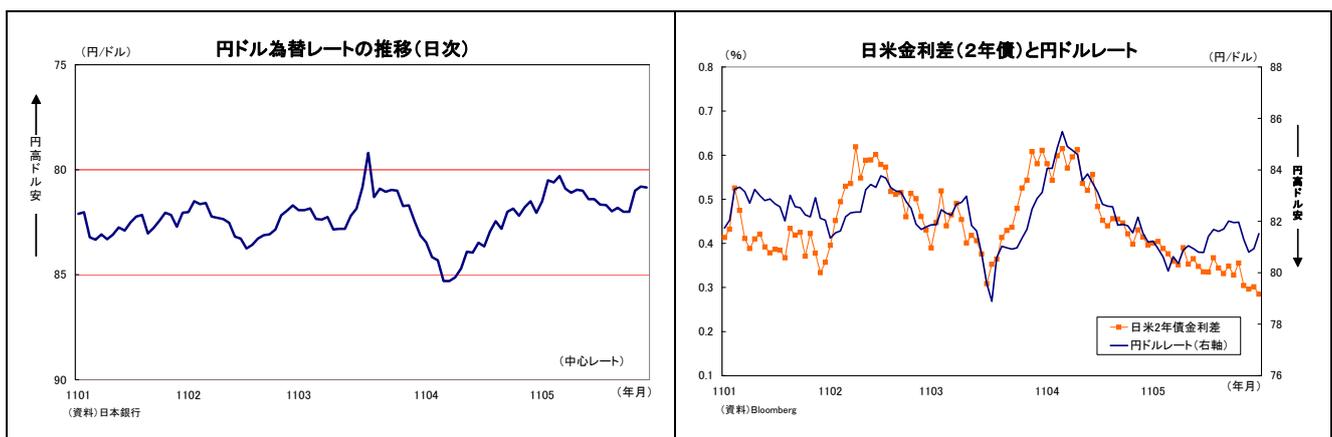
(実効レートで見ると円安)

為替を捉えるとき、「1ドル何円」という2国通貨間の交換レート、特に基軸通貨ドルとのレートを通常使用するが、このほかに「実効為替レート（以下、「実効レート」と記載）」という概念がある。実効レートは、ある通貨の様々な通貨に対する2国間為替レートを貿易シェアで按分し、基準年を100とした指数で表したもので、いわば通貨の総合的な実力を示している（注）。

世界の主要3通貨（ドル、ユーロ、円）と資源国通貨の代表である豪ドルについて、年初からの実効レートのトレンドをみると（表紙図表参照）、円とドルは下落、足元も年初の水準を下回る一方、ユーロと豪ドルは上昇、足元も年初の水準を上回り、対照的な構図となっている。世界経済の回復、利上げなどを背景としてユーロや豪ドルなどが買われる一方で、相対的に景気に勢いのない円とドルが売られたため。特にこの間ドルの弱さが意識されドル安となっているため、円も円安になっているのだが、円からドルを見た円ドルレートは方向感を欠き、「円とドルの弱さ比べ」のような状況が続いている。

一方、5月に入ってから、円もドルも持ち直しの動きがみられるが、これはユーロ急落の受け皿となった影響が大きい。何かの通貨が下がる際には他の通貨が上がらなければならない。ユーロは5月のECB理事会で翌月追加利上げが示唆されなかったこと、ギリシャの債務再編懸念により急落した。この間、日米とも弱い経済指標が続いているのだが、ユーロ売り一色の中で消去法的に買い戻しが強まったと考えられる。また、ドルも円も安全通貨とされ、世界経済への懸念が高まる局面で資金が流入する傾向があるのも一因とみられる。すなわち、この間の両通貨の上昇は他律的な側面が強いと言える。

(注) 中長期の総合的な実力を見る際はさらに各国物価変動の影響を加味した「実質実効レート」を用いるのが適切だが、今回は対象期間も短く、議論を簡略化するため「(名目)実効レート」を使用している。



円とドルの弱さ比べの中で両通貨の関係に戻ると、年初からの円ドルレートは、セオリーどおり日米金利差（2年国債）に沿った推移となっている。米国の景気先行きへの楽観が強まり、早期利上げ観測が高まった3月下旬から4月上旬は日米金利差が拡大し円安ドル高局面となった。その後は、米の実質GDPの減速、失業率の悪化、製造・非製造業景況感の連続悪化など、相次ぐ経済指標悪化が米景気減

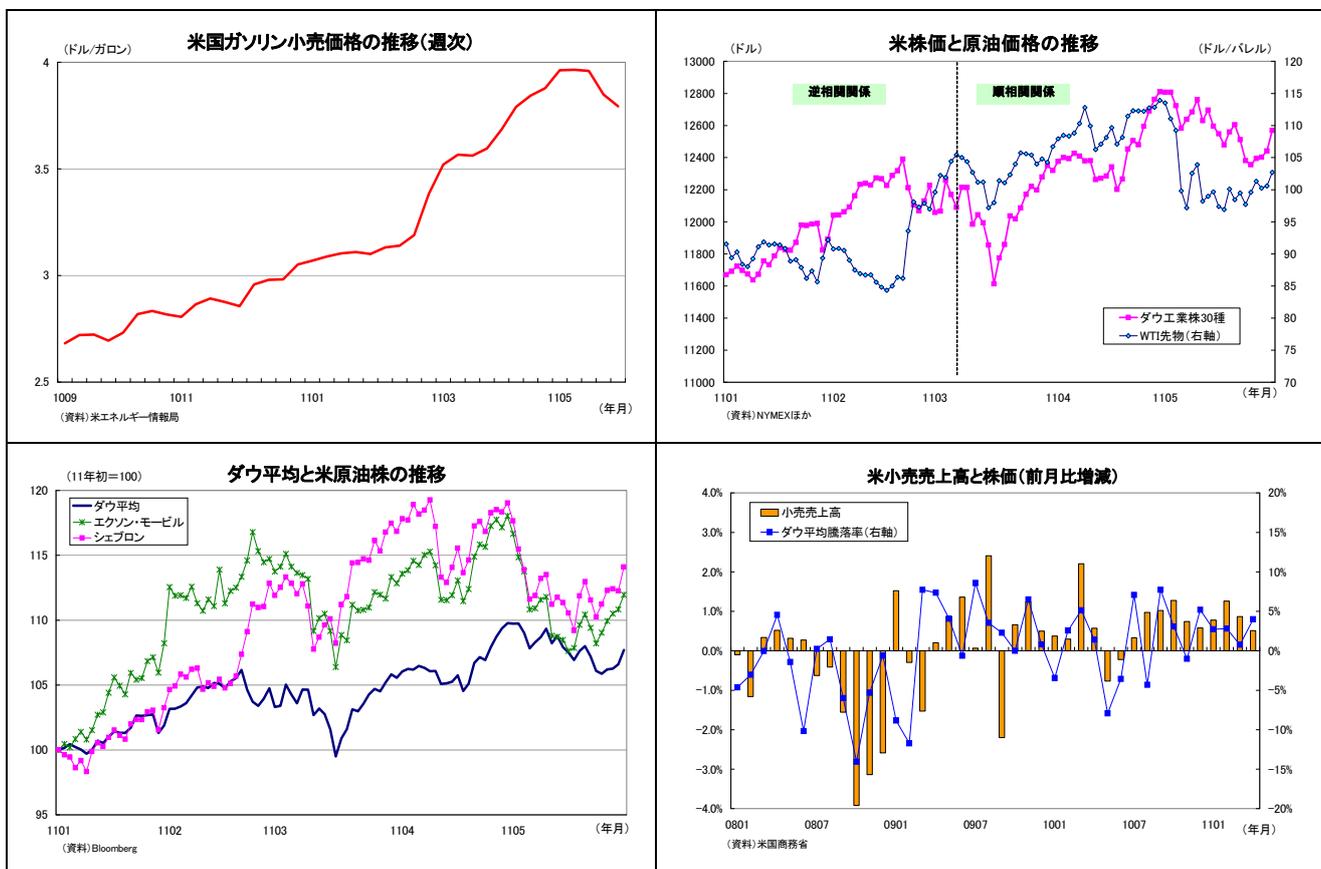
速懸念に繋がり、4月FOMCを受けての早期利上げ期待の後退もあって米金利が低下、日米金利差の縮小を通じて円高ドル安圧力となっている。なお、最近は金利差縮小傾向が続く中で円高が踏みとどまっているが、輸出減による円転需要減や海外M&Aの増加等が影響しているとみられる。

従って、今後の為替を考える場合、ユーロや世界経済への見方がドルや円の実効レートを左右する。ただし、ドルと円の連動性はかなり高いため、ドルが円を引き離して持続的に上昇、すなわち円高ドル安が修正されるには、米国の自立的な回復に伴う金利差拡大が条件となるだろう。

(原油価格とドルの関係にも注目)

5月金融市場の特筆すべき動きとして、原油価格の急落が挙げられる。4月末に1バレル114ドル目前まで上昇したWTI先物は、5月5日に前日比8.6%下落、一気に100ドルを割り込んだ。直接的には証拠金引き上げに伴う銀の暴落や世界経済減速懸念の高まりが引き金を引いた形だが、ドル高との関連性も注目される。原油はドル建てで取引されるため、一般的にドルの為替レートと原油価格には逆相関の関係性がみられる。すなわち、①ドル下落局面では、ドル建て原油価格に割安感が出るため原油価格が上昇、②ドル上昇局面では、逆に割高感が出るため原油価格は下落するという関係だ。今回も5月上旬を境にドルの実効レートは上昇に転じており、原油価格急落のタイミングと一致している。

原油価格下落の米経済への影響は、現在盛んに「原油高はガソリン多消費型の米景気にとって逆風」といわれている観点からすれば、米景気にとってプラス要因になる。これまで原油と歩調を合わせて一本調子で上昇を続けてきた米国のガソリン小売価格には最近ようやく下落傾向が出てきている。原油価格下落＝米景気のプラス要因と考えると、為替への影響としては基本的にドル高材料となる。



ただし、気になる動きもみられる。それは米株価を通じた経路だ。米株価と原油価格の相関関係を見

ると、数ヶ月前はほぼ逆相関（原油安＝株高）の関係にあったが、3月以降は順相関に近い関係にある。その背景として、3月以降の米株高は、原油高に伴う石油メジャー（エクソン・モービル、シェブロン）の株価上昇に牽引されていた側面があるからだ。ダウ平均時価総額に占めるこの2社の割合は1割強に達しており、5月の株価調整局面では、原油安に起因する同原油銘柄の下落が大きく影響している。

資産効果の大きい米国経済にとって株価は非常に重要な要素となる。米小売売上高は10ヶ月連続の前月比プラスだが、この間の株高が大きく寄与していると考えられる。原油安が進んだ場合は、こちらのマイナス経路（原油安→株安→米景気減速）も考えておかなければならない。この際、為替にとってはドル安要因となる。

QE2が6月末に終わった後、現在の過剰流動性に変化が出る可能性があること、中東情勢の先行きも依然不透明であることから、原油価格は今後も不安定な動きを示す可能性がある。その際、米景気への経路のどちらが強くなるかが為替にも大きく影響するだろう。

2. 日米欧金融政策（5月）の動き：日欧は維持、米は開催なし

（日銀）維持

日銀は5月19～20日の決定会合において、政策金利の0～0.1%程度への据え置きを決定、同時に資産買入等基金の規模も従来の総額40兆円で維持した。

景気の現状認識・先行き見通しについては前回から変更なしだが、日銀が下振れリスクを強く意識している姿がうかがわれた。特に総裁は電力需給に関して、「各地の原発の定期点検後の運転再開などを巡っては、不確実性がむしろ幾分増している」との認識を示し、「先行きの経済活動に与える影響について予断を持たずにみていく必要がある」との見解を示した。

前回、4月28日の決定会合において、西村副総裁が基金増額（40→45兆円）の議案を提出、反対多数で否決されたが、今回の会合では追加緩和提案は行われなかった。白川総裁は会見にて「西村副総裁も今回の会合で決定した経済・物価の見通しとリスク評価を共有しており、基金増額の議案を提出されなかったと認識している」と言及した。

気になる西村副総裁のこの動きについて、5月25日に公表された4月28日分の議事要旨では、西村副総裁とみられる一人の委員が基金増額が適当とし、その理由として「原子力発電所の事故が長期化し、津波の被害や電力供給能力の不足とともに複合的な問題となっていることから、企業や家計のマインドが更に悪化し、実体経済への悪影響が強まるリスクが高まっている」ことを挙げたことが明らかになっている。4月末以降の一部マインド統計における下げ止まりの動きを勘案して5月は増額の主張を手控えたとも解釈できるが、現状やや説明不足の感は否めない。また、同議事要旨では、別のある委員も「追加緩和の必要性は高まっている」との認識を示したうえで、リスク性資産の買入余地や包括緩和の効果と副作用などを点検しながら「具体的な措置やタイミングを見極めていくことが重要である」と述べていたことが明らかになっている。

（FRB）開催なし

5月はFOMC（連邦公開市場委員会）がもともと予定されておらず、開催されなかったため、必然的に金融政策に動きは無かった。次回FOMCは6月21～22日に予定されている。

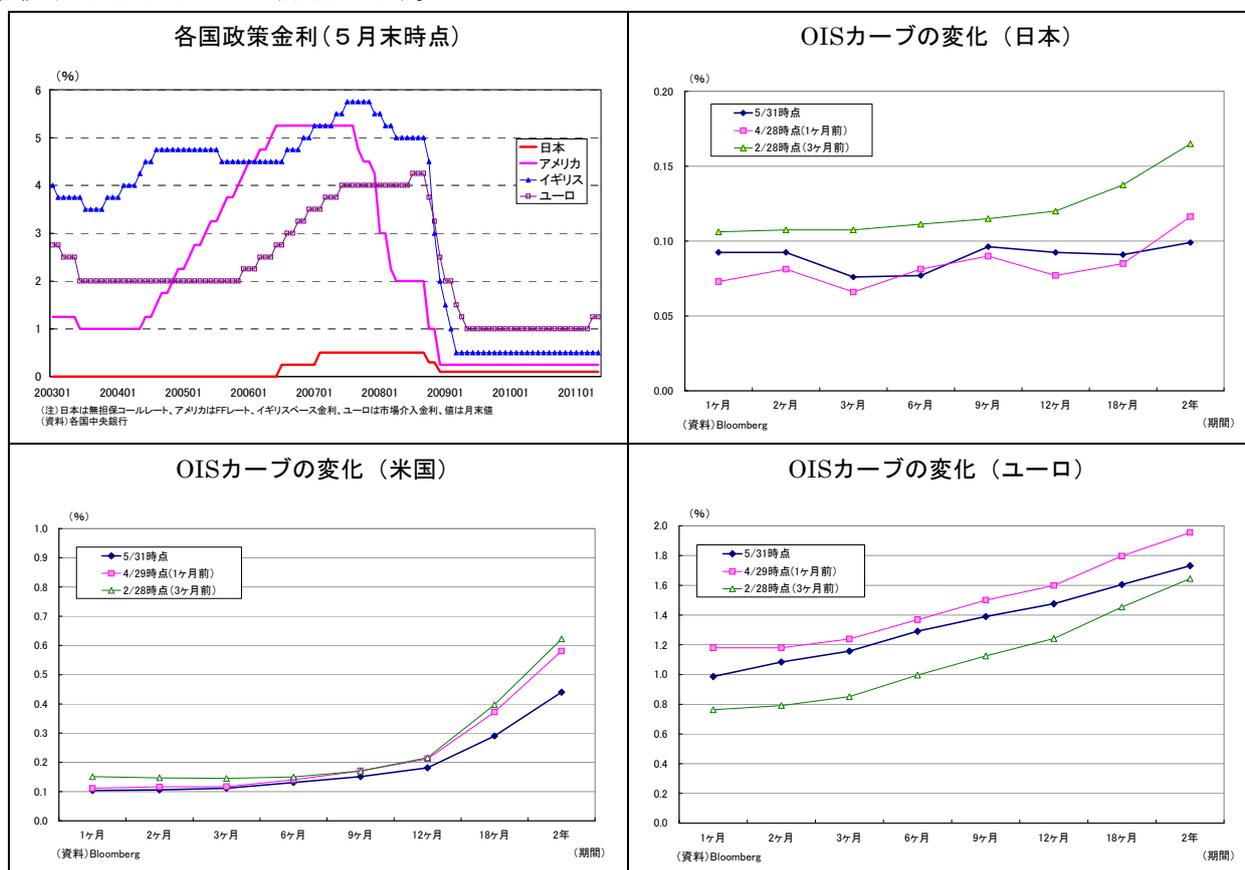
なお、5月18日に、4月FOMC（4月26～27日開催分）の議事録が公表され、従来同様、総じて

物価上昇は一時的と予想されているものの、多くのメンバーが物価上昇の上振れリスクに対する懸念を強めている姿が明らかになった。また同 FOMC において、金融政策の正常化、すなわち出口戦略についての本格的な協議が行われ、出口戦略の最初の一步は MBS 償還金の再投資を止めることとすることで一致。大半のメンバーが「保有資産の売却よりも先に政策金利を上げることが望ましい」という見解を示したことも明らかになった。

(ECB) 維持

ECB (欧州中央銀行) は 5 月 5 日の政策理事会において、政策金利の 1.25% 据え置きを決定した。追加利上げ時期の判断材料となることから注目されていた声明文中の物価上昇リスクについての表現は「非常に注意深く監視していく」に据え置かれ、通常 1 ヶ月後の利上げを示唆する際に用いられるとされる「強い警戒 (Strong vigilance)」という言葉は使われなかった。

従って、6 月は金利据え置きとなる可能性が高いが、現行の金融政策のスタンスについては「依然として緩和的」とされており、前回利上げ局面同様、2~3 ヶ月に一度のペースで追加利上げを継続するとみられる (下図参照)。



金融政策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) の利回り曲線を見ると、この一カ月では米欧で下方シフトが見られ、利上げ期待がやや後退したようだ。

5 月は日米欧ともに金融政策に変更がなかったものの、既に利上げを実施し追加利上げのタイミングを図っている段階の ECB、時期はまだ先だが出口戦略を具体的に見据えている FRB、追加緩和の可能性を大きく残している日銀、という形で各国金融政策のスタンスには大きな開きがある。この構図は当面続きそうだ。

3. 金融市場(5月)の動き: 株安・債券高・為替ではユーロが急落

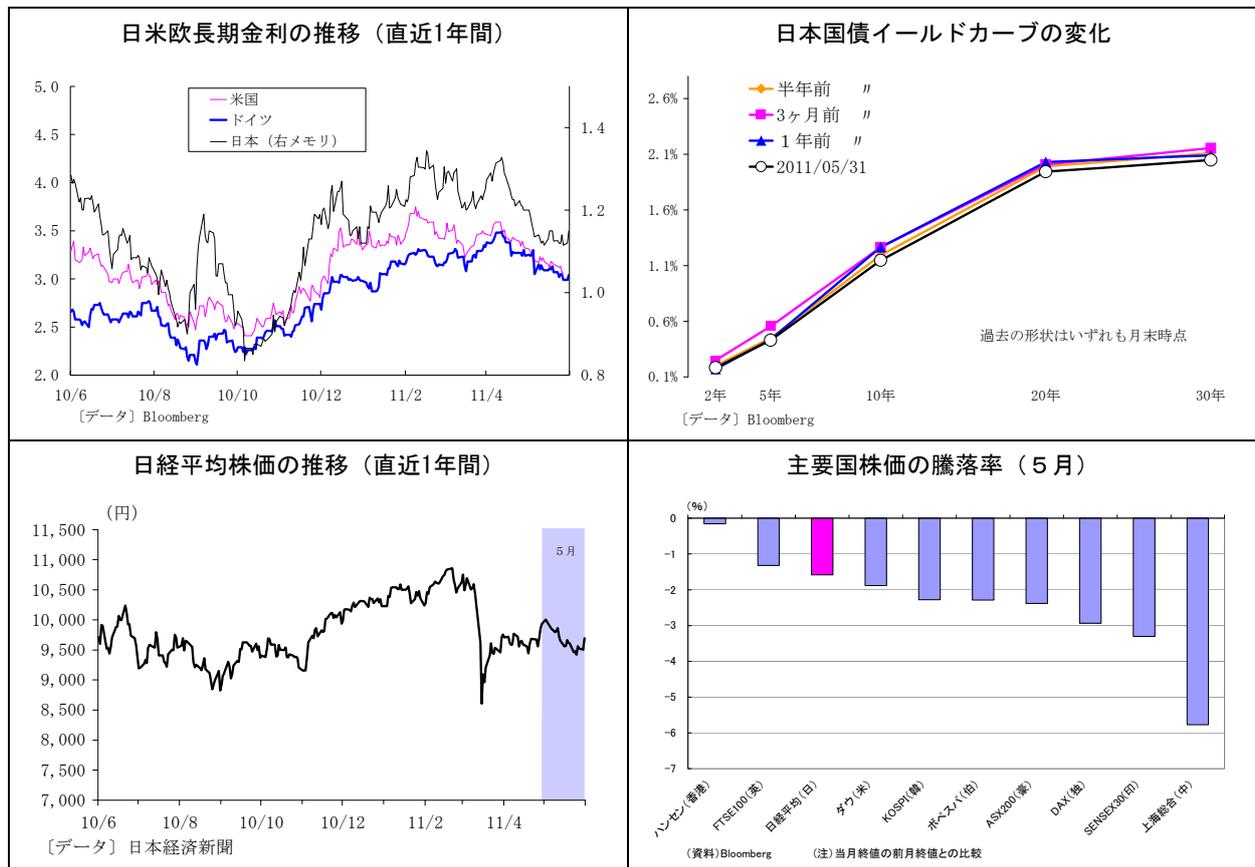
(10年国債利回り)

5月の動き 月初1.2%近辺からスタートし、月末1.1%半ばに。

月初、1.2%近辺をつけた後、米経済統計が相次いで市場予想を下回り米景気への楽観が後退、米長期金利の低下に伴って6日に1.1%台前半まで下げる。高値警戒感から17日には1.1%台半ばまで戻したが、国内景気の先行き不安や米金利低下などから20日に再び1.1%台前半に。月末には生産の先行き指標が予想以上に強かったことから1.1%台半ばに。

当面の予想

最近の低迷は米長期金利の動きに沿った形で1.1%近辺では高値警戒感から下げ止まる傾向。米景気の減速を示す指標が相次いでおり、米長期金利はしばらく力強さを欠く動きを続けるとみられる。従って、日本の長期金利は当面1.1%から1.3%までのレンジでの推移を予想する。ただし5月米雇用統計が予想以上に悪く、米景気減速観測の駄目押しとなれば一時的に1.1%割れの展開も。なお、財政懸念については2次補正予算編成の後ずれにより今はメインテーマにはなっていないが、不安定な政治情勢のもと警戒感は燻っており、波乱要因となる可能性も。



(円ドルレート)

5月の動き 月初81円台半ばからスタートし、月末81円近辺に。

月初から商品相場急落や米株安でリスク回避姿勢が強まり円高ドル安が進行、10日には80円台前半をつける。その後海外株式や商品相場の持ち直しに伴ってリスク回避の動きが緩和、81円前後での推移が続く。下旬にはユーロ売りドル買いの流れが円ドルに波及したことでやや円安ぎみとな

り、19日には81円台後半となる。月終盤は米景気悪化懸念が高まり81円近辺に。

当面の予想

最近では予想を下回る米経済統計が増えており、米景気に対する悲観が台頭している。日米金利差縮小のもと、輸出減による円転減や海外M&Aの増加もあって80円手前で踏みとどまっているが、長期金利同様、5月の米雇用統計が予想以上に悪ければ、一時的に80円割れを試す展開も。円ドルはしばらく方向感が出にくい動きになるだろう。

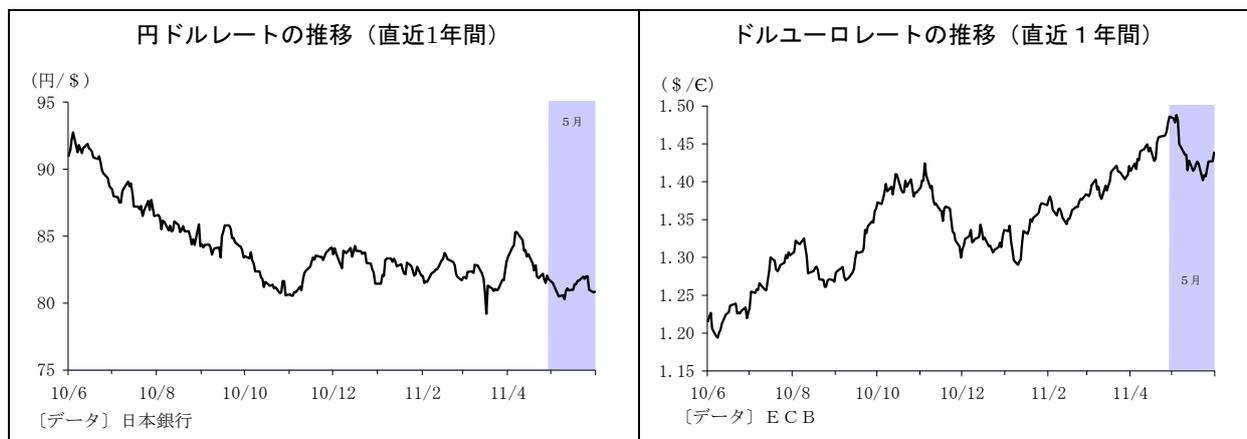
(ドルユーロレート)

5月の動き 月初1.48台前半でスタートし、月末1.43台後半に。

5日のECB理事会後の声明で翌月の利上げが示唆されなかったことから急落し、10日には1.43台半ばに。その後はギリシャの債務問題への懸念がまたも高まり一段安となり、16日には1.41台前半へ。その後一旦やや戻すが、イタリアの格付け見通し引下げやスペイン地方選での与党敗北など悪材料が相次いだことで23日には1.40台前半まで下落。その後は中国の欧州債購入観測などから買戻しが入り、月末は1.43台後半に。

当面の予想

最近のユーロのテーマは「追加利上げ」と「財政懸念」の2つ。従って、利上げ観測が高まればユーロ高に、財政懸念が高まればユーロ安に振れやすい。周辺国の財政懸念は熾り続けることから、ユーロのトレンドは弱含みと考えるが、当面の注目は9日に開催されるECB理事会。同理事会で今後の利上げ継続が強く示唆されれば、ユーロは利上げを織り込む形で一旦上昇する可能性が高い。



金利・為替予測表(2011年6月3日現在)

		2011年				2012年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			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)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50
	10年金利 (平均)	3.4	3.2	3.0	3.3	3.5
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	3.2	3.2	3.1	3.4	3.6
円ドル	(平均)	82	82	83	86	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.37	1.43	1.43	1.40	1.35
円・ユーロ	(平均)	113	117	119	120	122

(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。