

テーマ：金利差からみた円、ドル、ユーロ

発表日：2011年9月30日（金）

～ユーロに下げ余地拡大の一方、円高ドル安余地は縮小～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

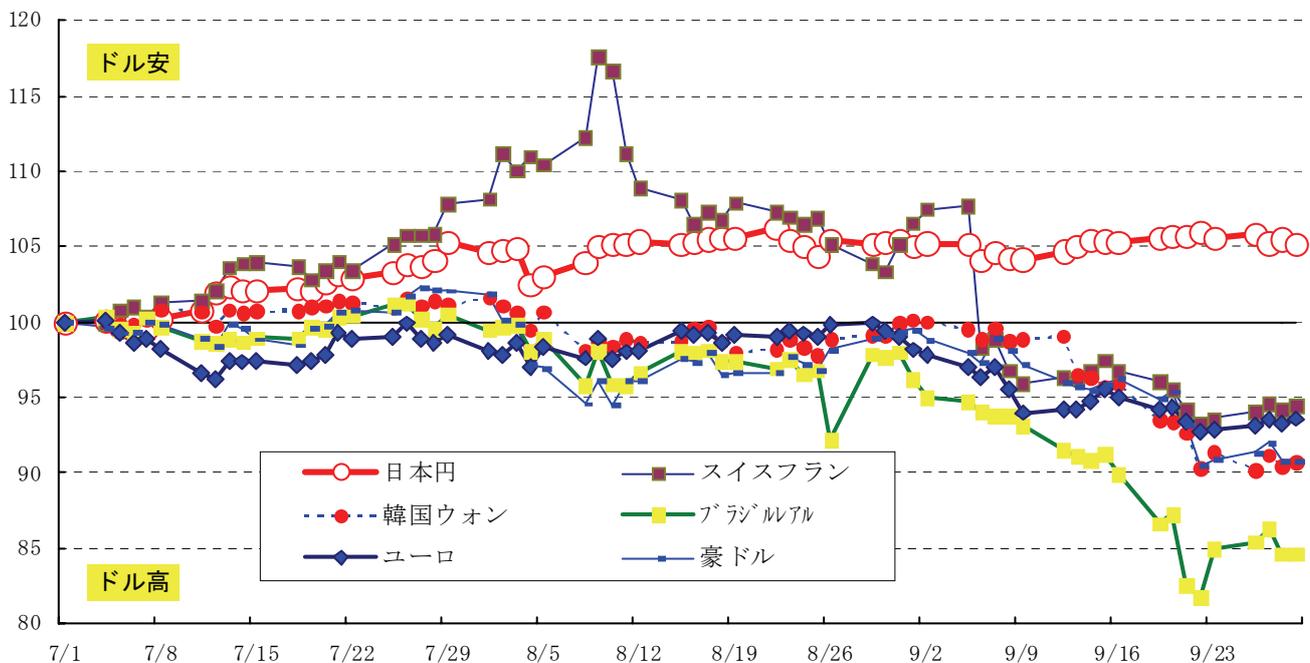
膠着するドル/円相場と軟調な推移のユーロ/ドル相場

1ドル＝77円前後という超円高水準に“慣れてきた”感もあるが、日本当局による円売り介入が実施された8月4日に一時1ドル＝80.24円¹をつけたものの、その後のドル/円相場は再び1ドル＝80円を割り込む水準での推移が続いている。とくに、8月9日以降は1ドル＝76～77円台と上下2円という狭いレンジでの推移が続く膠着状態となっている。

一方、この間欧州財政懸念の高まりを背景にユーロは軟調な推移が続いている。とくに、9月以降は①ギリシャへの追加融資を巡る問題に加え、②域内経済の減速がより明確となってきたことがドイツを含めた域内各国の経済指標から示唆されたこと、③ECBがインフレに対する警戒感を解き、事実上の利上げ局面の終了を打ち出したこと——を背景に、下落基調が強まっている。8月下旬の段階で1ユーロ＝1.45ドル台にあったユーロ/ドル相場は、一時1ユーロ＝1.33ドル台にまで下落した。

その他通貨をみると、新興国や資源国などの所謂“高金利通貨”は8月、ないし9月以降軒並み対ドルで下落基調を強めている。世界経済の減速懸念が高まっているほか、欧州財政問題などの不透明要因などがリスク回避の動きとなって、株や商品などのリスク性資産から債券などの安全性資産へのマネーフローを促しているが、為替市場では高金利通貨から低金利通貨への流れが定着しているようだ。ただし、1ユーロ＝1.2スイスフランを超えるスイスフラン高にならないよう「無制限の介入」方針を打ち出したスイスフランについては、ユーロが対ドルで下落している分対ドルでの下落が続いており、8月以降の為替市場は【2強（ドル、円）・その他弱】といった様相を呈している。

主な通貨の対ドル相場の推移（11/7/1=100：日次）



¹ Bloombergによる。以下、本文中の為替レートに関するデータは、全てBloombergによる。

景気減速懸念による金利観の変化が背景

こうした為替市場における相場の流れは、暫く続く公算が大きい。欧州の財政問題を巡る材料に、為替市場ばかりでなく多くのマーケットが日々振り回されている格好だが、もう一つの問題として米国をはじめとした景気の減速懸念がある。

米国では、引き続き家計のバランスシート調整下であり、低金利政策が家計の資金需要をほとんど刺激せず、消費主導の景気拡大に持続力がない。景気の浮揚には政策面からのフォローが必要とされる状況にあるにもかかわらず、政府債務の増大を背景に8月には初の格下げを受けるなど、財政面からの景気テコ入れ策を行いにくくなっている。加えて、与野党間で財政赤字削減アプローチの違いもあり、来年に大統領選挙を控えるなかで、有効な経済政策が打ち出される期待も小さくなっている。一方、株価の押し上げを通じて需要刺激に寄与したと考えられるFRBによる“QE2”は、商品市況の押し上げを通じてインフレ圧力を高める副作用が世界的に広がったこともあり、今年6月で打ち切られた。その後は、2013年半ばまで低金利政策を維持すると宣言して“時間軸効果”を打ち出したり、短期国債を売却して長期国債を購入することによって長期金利の更なる押し下げをはかる“ツイストオペ”の実施を決定するなど、FRBは様々な手法で金融緩和効果の浸透を図ってはいるものの、QE2に比べるとその効果は限定的にとどまるとみられる。すなわち、米経済低迷の本質は家計のバランスシート調整にあるため、

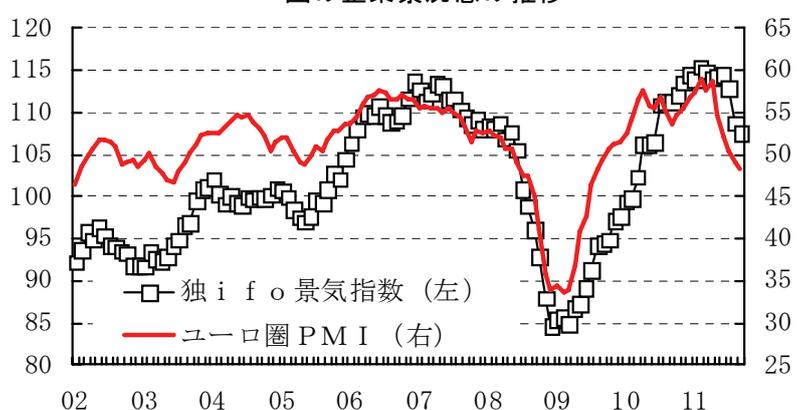
この改善無しには低金利による需要刺激効果は働きにくいからだ。バランスシート改善のための負債の圧縮を待つ猶予がないのであれば資産の拡大を図るしかなく、量的緩和政策のような直接的な流動性供給策以外に有効な手段がないであろうことは、各種マーケットも織り込みは始めている。したがって、景気の減速感が徐々に強まり始めていることを示唆する経済指標が目立ち始めているにもかかわらず、FRBが容易には“QE3”を打ち出せないとの見方が浸透していったことが、米国経済、ひいては世界経済の減速懸念を高める要因の一つになったと考えられる。

ユーロ圏では、ギリシャなど財政状況改善のために極端な緊縮財政政策を余儀なくされている国では景気が失速状況にあるうえ、好調さを維持してきたドイツ経済についても輸出や生産活動に鈍化の兆候が見えてきた。ECBは域内消費者物価上昇率が目標となる『2%を上回らない程度』を超えてきたこともあり、年初来2度の利上げ（計+50bp）を行ってきたが、域内経済全体で見ても減速感が強まり始めたことや、商品市況の調整を背景にインフレ率にもピークアウトの算段ができたとして、9月のECB理事会では物価に対する警戒を解いた。市場では、域内経済に緊縮財政政策という負荷がかかることから今後も減速圧力が強まるリスクが大きいといううえ、インフレ率も鈍化基調に転じる公算が大きいとみており、ECBの次の一手は利下げになると見る向きが多い。こうした金融政策観に加え、財政混乱や景気減速懸念、信用リ

米ISM製造業景況指数の推移



ユーロ圏の企業景況感の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

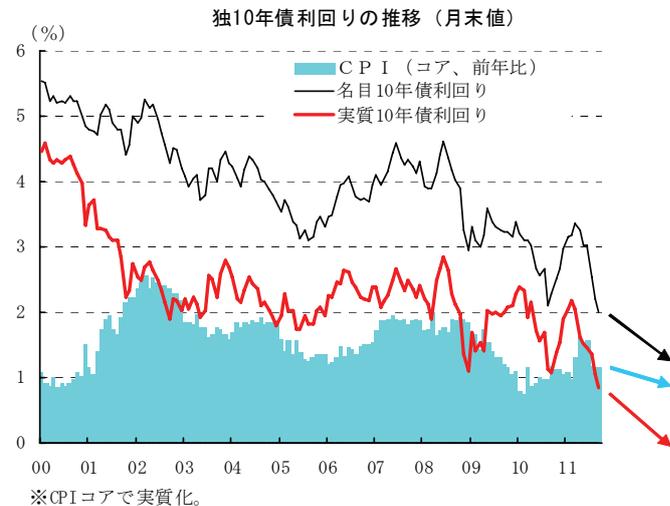
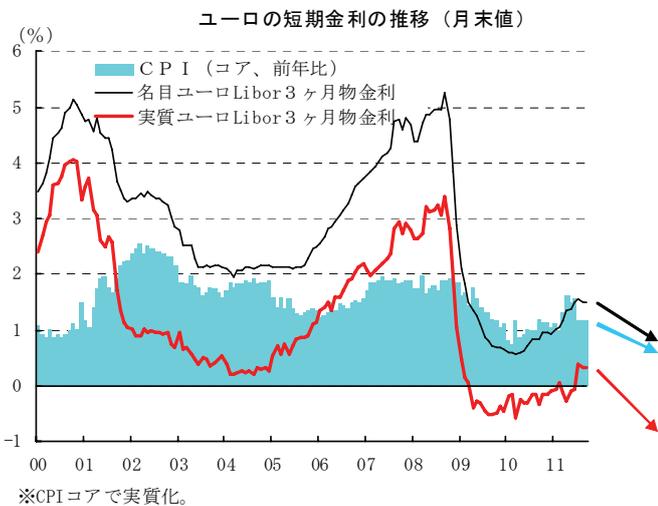
スクを嫌気した資金が、安全な避難先とされるドイツの国債市場へ流入、ドイツ国債利回りの低下基調が続いている。

新興国経済は、好調な内需を背景に引き続き高めの成長が続いてはいるものの、主要国経済の減速を背景に輸出の伸びがピークアウトしており、製造業などでは景況感も減速しつつある。今後については、これまで行われてきた金融引き締めの影響が内需の足を引っ張ることも懸念されている。こうしたなか、ブラジルでは先行きの景気減速懸念が高まったとして、早くも利下げを実施した。一方、インドでは物価上昇率が引き続き高く、鈍化の兆候もないとして追加利上げを実施するなど、各国の対応はまちまちとなっている。ただし、夏場までのように1～2ヶ月おきに利上げを実施するというような状況ではなく、大半の国が利上げを一旦停止、様子見姿勢に入っている。新興国や資源国経済に対しては、景気の失速を予測する向きは少ないものの、主要国経済の減速やこれまで乗り上げの累積的な効果、資源価格の下落などを背景に景気の減速は避けられないとの見方が多い。金融政策に対しても、年半ばまでは利上げ基調は暫く続くともみられていたものの、足元では近い将来に追加利上げが実施されると予想されている国はほとんど無くなっている。

実質金利の低下余地大きいユーロと実質ベースで上昇の可能性あるドル

このように、ギリシャ問題といったリスク許容度の低下を伴う不透明要因に加え、世界的な景気減速懸念を背景とした金利低下の流れが、8月以降の為替相場の変動に結びついていると考えられる。なかでも、それまで利上げを行い金利が上昇基調にあった通貨ほど、足元では下落圧力が高まっていると判断される。

円、ドル、ユーロの主要通貨についても、同様のことが言える。まず、ユーロについては、1.50%まで引き上げられた政策金利が、今後は段階的に利上げ前の水準となる1.00%、あるいはそれ以上の利下げが実施されると見る向きもある。一方、長期金利についてはドイツ10年債利回りは直近2ヶ月で▲100bp程度の急低下を記録している。長短金利それぞれについて、名目、及びインフレを考慮した実質ベースの今後の動向を見通すと²、名目ベースでは長短金利とも一段の低下が見込まれる一方、インフレ率も景気の減速とともに緩やかに鈍化していくと予想される。この結果、実質金利は長短とも低下基調を強めていくと判断される。

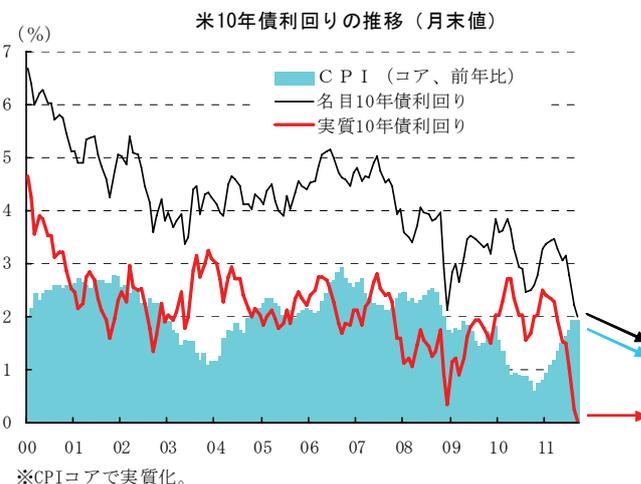
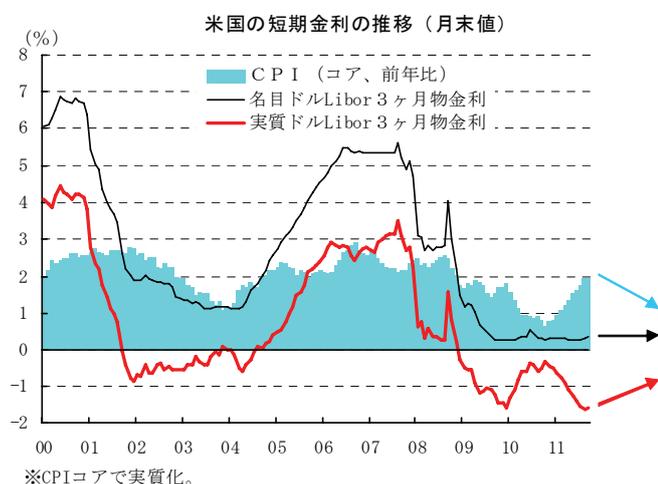


米国については、ユーロ圏ほどの名目金利の低下は見込み難い。政策金利についてはすでに0.00～0.25%となっており、引き下げ余地がない。Liborについては、欧州財政危機から生じている信用不安により8月以降+15bp上昇している。08年のリーマンショック時には、米銀への信用不安、世界的なドル不足が相俟って、ドルLibor 3ヶ月金利はリーマン破綻から1ヶ月で約+200bpもの急騰をみた。足元についても、ギリシャなどの行方次第ではドル金利の急騰はあり得ない話ではないが、すでに主要国中央銀行が無制限のドル供給方針を決

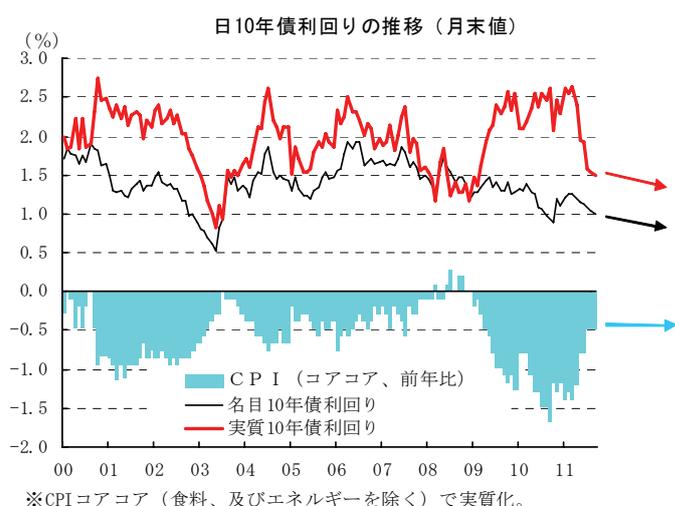
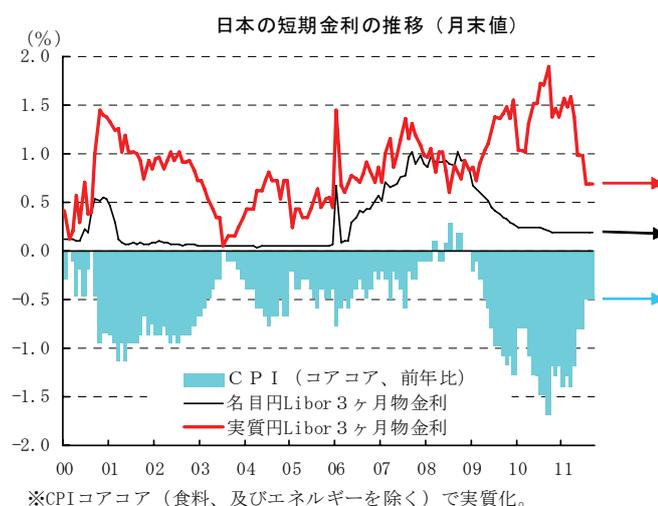
² ここでは長期金利はドイツ10年債利回り、短期金利はユーロLibor 3ヶ月物金利、実質化にはユーロ圏消費者物価 (コア) 上昇率を使用。なお、米国では長期金利に米10年債利回り、短期金利にドルLibor 3ヶ月物金利、日本では長期金利に日本10年債利回り、短期金利に円Libor 3ヶ月物金利を使用。日本金利の実質化には食料品とエネルギーを除く消費者物価上昇率を使用。

定しており、影響は限定的なものにとどまると考えられる。一方、FRBがツイストオペを行っていることから、長期金利には一段の低下圧力がかかっている。ただし、FOMCでの決定を受けたうえで米10年債利回りは足元で2%程度にまで低下しており、現行水準からの低下余地はせいぜい▲20～▲50bp程度にとどまると見込まれる。一方、インフレ率については足元までコアベースの上昇率拡大が止まっていないものの、今後は景気の減速などを背景にピークアウトが期待される。この結果、実質長期金利はほぼ横ばいから緩やかな低下が見込まれるのに対し、短期金利は名目金利に低下余地が無い一方、インフレ率が鈍化するため、実質ベースでは上昇していく可能性が高い。

日本については、米国同様に短期金利には引き下げ余地がない。円Libor 3ヶ月金利についても、米国同様



にリーマンショック時には一時的に上昇しているが、上昇幅は+30bp程度にとどまった。今局面においてはユーロやドルのLiborが上昇しているのに対し、円Liborはほぼ無反応であることから、今後についてもほぼ横ばい圏での推移が見込まれる。また、長期金利については景気の減速懸念や円高が押し下げ圧力になるものの、すでに1%前後での推移が続いており、短期金利同様に低下余地はほとんど無いと見ていい。一方インフレ率については、所謂“コアコア”（食料品とエネルギーを除いた欧米ベースのコア物価）ベースでは依然として下落基調が続いており、このベースで算出した実質金利水準は名目金利水準よりも高くなっている。今後も同物価は前年比でみて小幅マイナスの伸びが続くと予想される。この結果、実質短期金利はほぼ横ばい、実質長期金利は名目長期金利が低下した分だけ僅かに低下余地がある程度で、ほぼ横ばい圏にとどまると予想される。



ユーロ下げ余地ある一方、ドル/円相場は暫く横ばい圏か

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

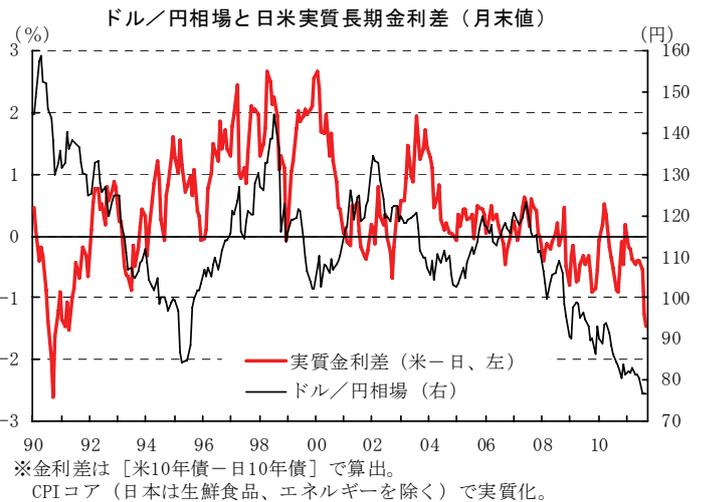
以上の結果から、主要通貨の実質金利については

- ① ドルは実質短期金利は上昇、実質長期金利はほぼ横ばい
- ② ユーロは実質短期金利、長期金利とも低下
- ③ 円は、実質短期金利はほぼ横ばい、実質長期金利は僅かな低下

が予想される。

これを元にすれば、ユーロは対ドル、対円でも下落圧力が生じることになる。今後、ECBが金融緩和のタイミングを計るような局面に入れば、1ユーロ=100円割れもあり得よう。さらに、欧州財政問題について極端に混乱が高まるような事態（たとえば、ギリシャの債務不履行によって、混乱がポルトガルなど他の国へ波及、欧州を中心に金融機能が著しく低下するなど）となれば、それはユーロ不安となってユーロの急落に繋がる恐れがある。現状では、ファンダメンタルズについても財政問題についても事態が短期間のうちに大きく好転することは期待し難く、年末にかけてユーロは急落のリスクを孕みながら安値余地を試す展開が続こう。

一方、円とドルの関係は実質金利差が小幅ながらも縮小することから、これまでの一方的な円高には歯止めがかかり、場合によってはドル高にやや振れる余地もあると解釈できる。ただし、ドル/円相場に関しては以下の点から一段の円高リスクはかなりの程度縮小したとはいえ、明確にドル高に振れるとは考えにくい。すなわち、比較的短期的な相場の変動をもたらす実質長期金利差については、ほとんど縮小が見込めない一方で、長期的なトレンドに繋がる傾向のある実質短期金利については日本の方が高い現象が当分の間は継続すると見込まれることだ。FRBは、2013年半ばまでは現行の超低金利政策を続ける旨FOMCで決定している。一方で、日本がデフレから脱却できるメドはついていないため、日本の方が米国よりも実質短期金利が高い状態は長期化すると見込まれる。このため、円安ドル高トレンドに転換するには1年以上かかる公算がある³。



円安トレンドに入るためには、世界経済が回復に向かう、あるいは欧州問題が抜本的な解決に向かうなどして、リスクマネーが回復することがまず必要となろう。この場合、為替市場では再び低金利通貨から高金利通貨へと流れが変わることにより、円は資源国通貨や新興国通貨に対して減価が見込まれる。これまで、リスク志向が高まるような局面では円相場は対ドルでも下落傾向を辿ることが多かったが、米国の低金利政策が長期化することを勘案すれば、円安方向に振れたとしても大幅なものになるとは考えにくい。円高トレンドの終焉を確認するには、米国家計のバランスシート調整が進展し、低金利政策からの脱却時期が見えてくるまで待つしかないだろう。

³ もっとも、円高が更に進展するリスクは否定できない。たとえば、金融市場が極端に混乱した場合、一時的にせよ円高が急伸するリスクはある。