



市場営業統括部 チーフ・エコノミスト 山下えつ子

トピックス (1)「日本経済ウォッチ」、(2)「欧米中銀のスタンスの違い」 p.3

足元のマーケット動向、及び来週の見通し

<来週の予想ポイント>

ドル/円	横這い	<ul style="list-style-type: none"> 米Fedはハト派主流。 日本要因では引き続き、円安。
ユーロ/円	上昇	<ul style="list-style-type: none"> ECB利上げ実施で、ユーロ底固い。

	今週のレンジ	本日正午	来週の予想レンジ	今後3ヶ月の予想レンジ
ドル/円	83.42-85.53円	85.23円	84.00-86.00円	81.00-87.00円
ユーロ/ドル	1.4061-1.4373ドル	1.4363ドル	1.4250-1.4450ドル	1.3500-1.4500ドル
ユーロ/円	118.23-122.62円	122.42円	120.50-123.50円	110.00-125.00円

(今週のレンジは先週金曜日正午～本日正午、予想レンジは本日正午～来週金曜日正午)

為替相場は今週、円安へ大きく動き、ドル円は85円超え、ユーロ円は122円台後半まで一時上昇した。震災後の日本の金融政策や経常収支黒字の縮小見込みといった中期的な見通しをベースとする円安だが、一方で、ユーロ圏で7日、金融危機後初の利上げが実施されたほか、米国でも6月でQE終了との見通しが強まるなど、内外金利差の拡大も円安の反対サイド(ドル高、ユーロ高)にある。

原油相場は日本の原発事故発生直後のリスク回避で一旦下落したが、その後は買い需要が強まり、再び上昇基調。WTI先物は7日、110ドルを超えた。インフレリスクが高まると同時に、景気のダウンサイドリスクも高まる。米国Fedはどう動くか。Fed高官からのタカ派発言が最近目立つが、5日に公表されたFOMC(3/15開催分)では、QE2縮小、資産売却、年内利上げ開始など、タカ派が出口を急ぎ、慎重なハト派と意見が対立した様子が読み取れた。だが、バーナンキ議長を始めFOMC主要メンバーはハト派であるため、27日に予定されている次回FOMCでも緩和的なスタンスは変わらず継続されるものと考えられる。米国も出口を急ぐのではないかと、との思惑によるドル買いは一服するだろう。

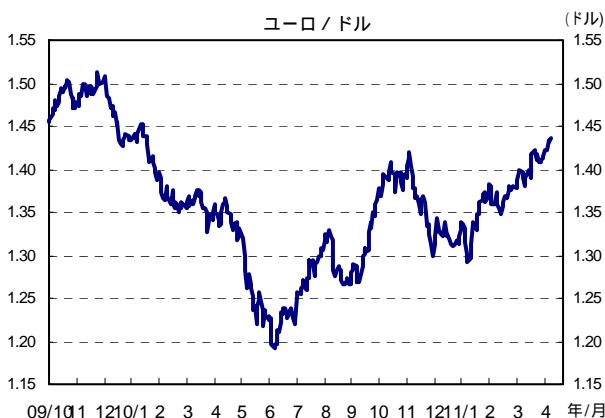
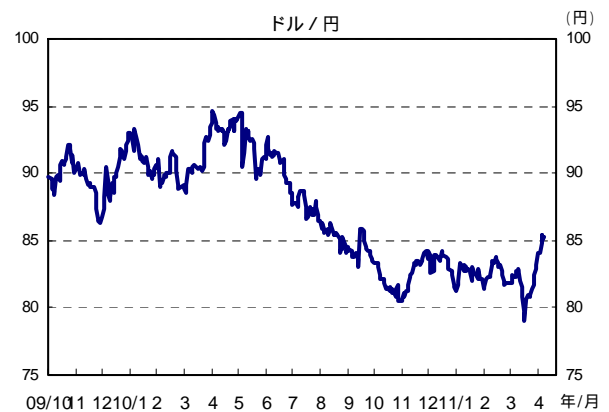
- ・ FOREX WEEKLYに関するお問い合わせは、現在お取り扱い中の営業部/支店にお願い申し上げます。
- ・ FOREX WEEKLY は弊社ホームページでもご覧頂けます。(http://www.smbc.co.jp/ マーケット情報 外国為替情報 フォレックス・ウィークリー)

本レポートは情報の提供を目的としており、何らかの行動を喚起するものではありません。ここに示した意見は本レポート作成日現在の筆者の意見を示すのみです。データや数値の抽出範囲・基準は任意で設定している場合があります。データ・資料等については、数値等の誤りが含まれている可能性があります。本レポートに基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失について当行は一切責任を負いません。投資や資金運用に関する最終決定は、お客さまご自身で判断されるようお願い申し上げます。

ユーロ圏の ECB の方は 7 日の理事会後のトリシェ総裁記者会見で「一連の利上げの始まりとは決めなかった」との発言があり、連続利上げはないと判断される。ただし、利上げは今回 1 回限りではなく、いずれ段階的に行われていくと考えられるため、将来の利上げ観測の後退によるユーロ下落は限定的だろう。

欧米の金融政策を巡るスタンスが判明し、来週はドルもユーロも上昇一服と見るが、ユーロとドルでは、利上げを実施したユーロが、ハト派主流のドルに比べて上昇しやすいだろう。円売りの勢いはやや弱まるだろうが、流れは継続すると見るため、ドル円もユーロ円も、やや円安寄りで推移すると予想する。

日本では日銀が 6 日・7 日の金融政策決定会合で、被災地金融機関対象に、貸付総額 1 兆円の資金供給（低金利融資）を行うことを決定した。日本の震災が海外経済に及ぼす影響は不確実である。米国の FOMC 議事録ではグローバルなサプライチェーンにどのような影響が及ぶのが不透明である、との記述があった。また 7 日の ECB 理事会でも潜在的な経済リスクとの認識が示された。日本国内における影響の実態も復興の見通しも不透明だが、海外に及ぼす影響も未だマイクロベースの個々のニュースでしか把握できない。だが、海外においても日本製の自動車部品、半導体部品など、多くの部品が使用されており、1 カ月分程度と言われる手元在庫を使用した後について懸念が残る。



(データ出所 : Reuters)

トピックス(1)「日本経済ウォッチ」

チーフ・エコミスト 山下えつ子

***東日本大震災で被災された皆様、またご家族の方々へ、心よりお見舞い申し上げます。**

大震災の発生から1ヶ月弱が経過した。被災地域における物流インフラの復旧、仮設ながら住宅の着工、工場操業開始など、一部ではあるが、回復に向けた動きも着実に出ている。また、節電努力や気温上昇に伴う電力需要の減少と停止していた火力発電所の稼働による電力供給増加によって、東電管内の計画停電は今後行われないことが発表された。節電を止めれば電力不足に陥るため、制約は残るが、計画停電による非効率性は当面、排除された。

一方、夏場に予想される最大1500万キロワット程度の電力不足に対しては、企業および家庭において前年比15%~25%の使用削減が求められる予定である。業界ごとの輪番操業の導入など、最大限の経済活動を行うしくみが検討されているが、それでも破損した工場が復旧しても電力供給の制約によって十分に生産できないなど、夏場にかけても電力不足はボトルネックとして残る。

本日までのところ、震災・電力不足の影響や見通しを数値で把握できる統計はないが、センチメント指標ではいくつか参考となる資料がある。日銀が短観(3月調査)のデータを回収日を基準に震災前後に分けた参考計数を発表した(4日)。業況判断DIの「最近」から「先行き」への変化幅を見ると、震災前と後では明らかに違いがあり、震災後に先行き見通しが悪化したことが窺える。

	大企業		中堅企業		中小企業	
	地震前	後	地震前	後	地震前	後
製造業	4	8	4	7	6	12
非製造業	1	11	4	12	7	10
全産業	3	9	4	10	7	10

- (注) 1. 業況判断DI「先行き - 最近」。
 2. 回答者数は地震前の回答が75.3%、地震後が24.7%。
 3. 日銀「全国企業短期経済観測調査の参考計数」より作成。

(なお、このレポートの原稿締め後の発表ながら、本日14:00発表の3月景気ウォッチャー調査(調査期間3/25~3/31)は現状判断が48.4 27.7、先行き判断DIは47.2 26.6、と過去最大の大幅な下げ幅となった。)

震災や原発事故の発生直後は実際に生産や消費が落ち込んだと思われる。このため、今後発表されるハードデータでは3月分の落ち込みは相応に大きなものとなるだろう。問題は今後だが、日銀短観などセンチメント指標の悪化については、震災・原発事故の直後に先行きに対する見通しが悪化するのとは当然である。センチメント指標の悪化幅がそのまま今後の実体経済活動の落ち込みと比例するわけではなく、それほど実態が悪化しないこともあり得る(ただし見込み以上の悪化もあり得る)。

ハードデータでは、28日に発表される3月鉱工業生産指数が震災後の数字を明確に示すだけでなく、

予測指数が企業のある程度現実的な見込みも示すことになるため、最も注目される。類似のセンチメント指標では3月31日に3月製造業PMI（調査期間3/11～3/25）が発表されており、月間低下幅ではリーマン・ショック時を超える悪化となった。内訳では2月の53.9から37.7へ悪化していたことから、28日に発表される鉱工業生産指数も大幅な減少（10%?）となると考えられる。4月以降には生産反動増があるはずだが、電力供給の制約があるため、鉱工業生産予測指数もプラスではなくマイナスとなると予想される。問題はそのマイナスの大きさだろう。

消費動向では、3月の自動車販売台数が、台数ベースでは2月よりは増加しているものの、前年比では35.1%（2月は12.4%）と震災・計画停電の影響があった模様。また、個社ベースでは東京地区の3月の百貨店売上高が減少するなど、影響が散見される。今後は回復を見込む声も、回復しても低水準との見込みも、現時点では様々である。

マーケットでは、原発事故の最悪事態は回避されたとの考え、また、震災直後の日本経済の落ち込みは織り込み済みで、今後の復興を見込んだ日本株買いから株式相場は戻り基調にある。債券相場は補正予算の行方、物価の上振れ警戒、株式相場の上昇などを背景に、金利ジリ高。いずれも、震災の損失の大きさや過去1ヶ月程度のマイナスのニュースではなく、今後、半年あるいはそれ以上の先を見ながら動いている。もし、先行き見込み（センチメントではなく、実際の生産計画、売上高見込み）が想定以上に悪化した場合には、株式相場、債券相場とも、一旦調整があると考えられる。逆に、落ち込みが数ヶ月程度の一時的なものとの見通しが明瞭に立てば、株式相場は上昇し、債券相場にも金利上昇圧力が加わるため復興財源議論の行方がより重要となってくる。

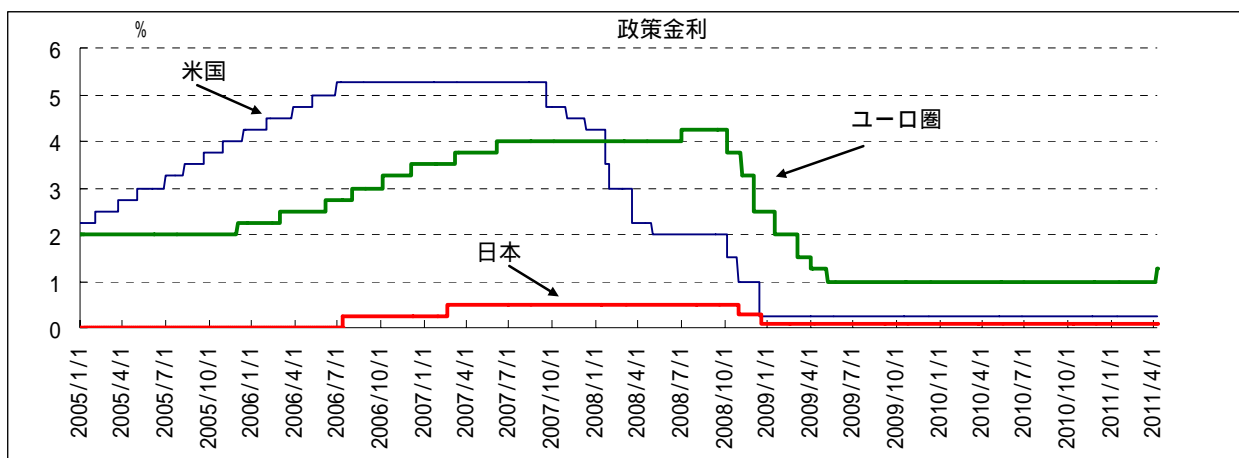
トピックス(2) 「欧米中銀のスタンスの違い」

チーフエコノミスト 山下えつ子

7日にユーロ圏ではECBが金融危機後初の利上げを実施した。政策金利は1.00%から1.25%へと引き上げられた。ECBは2008年9月のリーマン・ショックの前、原油価格高騰を嫌気し、7月に利上げを実施、リーマン・ショック後の金融危機の中で10月には利下げに転じて、4.25%から1年弱で1.00%まで(2009年5月)金融緩和を行った。今回の利上げはそれ以来初の政策変更となるが、今回も原油・コモディティ価格の上昇を受けて、思いがけず早期に利上げ実施、と2008年夏のことを思い出す。

一方、米国Fedは、2008年には利上げ一歩手前まで来たが、原油価格がECBの利上げ直後に急反落し、9月にはリーマン・ショック、と利上げは実施せずに過ぎた。今回もインフレリスクはアップサイドだとの認識はあるが、Fed主流派はハト派であり、QE2の完遂、利上げ年内不要、と出口を急がないスタンス。

こうした欧米中銀のスタンスの違いは為替相場にどう影響するか。2005年以降の欧米の政策金利とドル、ユーロ、円の動きを見ると、欧米の金融政策が決定要因として大きいことが見て取れる。2005年は米国が利上げ先行、ドル円上昇、ユーロ円横這い。2006年は米国の政策金利がピークとなり、ユーロ圏が利上げ継続し、ユーロ円が上昇、ドル円は横這い。2008年のECB利上げとその後の利下げへの政策転換では、ユーロが上昇、急反落、となっている。足元でECBの利上げ実施とFedの利上げ後発がユーロの上昇に繋がっていることが容易に理解できる。



こうした中、今後の展開はどうなるか。ポイントは原油・コモディティ価格にある。考えられるシナリオは次の通り。

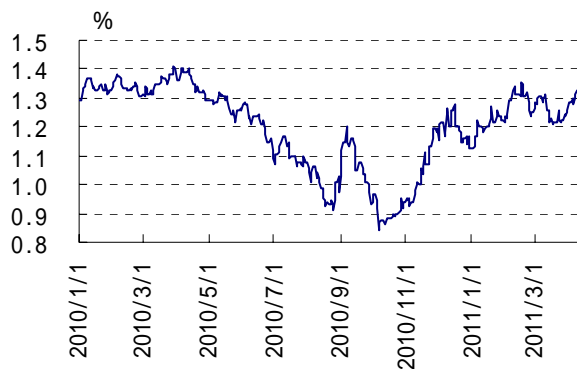
- (1) 原油・コモディティ価格が上昇継続し、ECB も利上げを継続、Fed は出口慎重。
- (2) 同上、Fed も出口を前倒し。
- (3) ECB の利上げが引き鉄となって、原油・コモディティ相場反落。ECB の利上げスタンス緩む。
- (4) 原油・コモディティ価格の上昇が景気を冷やし、ECB 利上げ打ち止め、Fed の出口後ずれ。
- (5) ユーロ高の進行で ECB は利上げ継続不可、Fed は我が道を行く。

どのシナリオが示現するかは、原油・コモディティ相場がどのくらい速いスピードで、どこまで上昇するかによって異なるが、現在、WTI 先物は 110 ドルを超えた。150 ドルまで上昇すると前年比上昇率が 100%、つまり前年対比 2 倍になる。この水準に達すると、インフレのアップサイドリスクと景気のダウンサイドリスクの両方が同時に強く意識される、というのが過去のパターン。こうした場合に、ECB はインフレリスク重視で利上げへ、Fed は景気重視で利上げせず、というのが過去の例である。今年夏にかけて、このまま原油相場が 150 ドルに向かって上昇する可能性があるが、予想されるのは、6 月あるいは 7 月に ECB が 2 回目の利上げを実施、Fed は 6 月で QE2 を終了、このタイミングで原油相場が反落。上記(3)のパターンである。

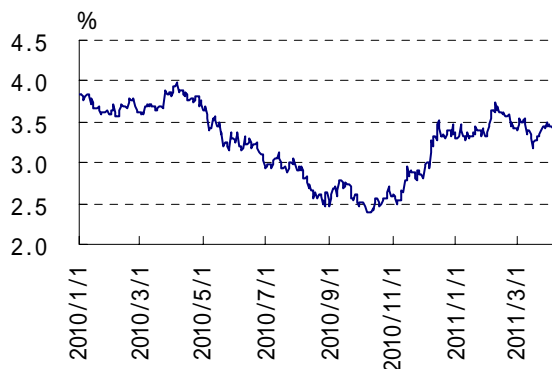
時間軸では、(3)は今年夏に起こりうるが、ダラダラと原油・コモディティ相場が上昇する場合 ((3)以外のシナリオ) は 1 年近い月日をかけて示現することになる。為替相場は ECB の利上げ先行でユーロ上昇が先んじると考えられるが、その相場の持続期間、という点では、原油・コモディティ相場がどのように推移するかによって異なることになる。

各種相場の動き

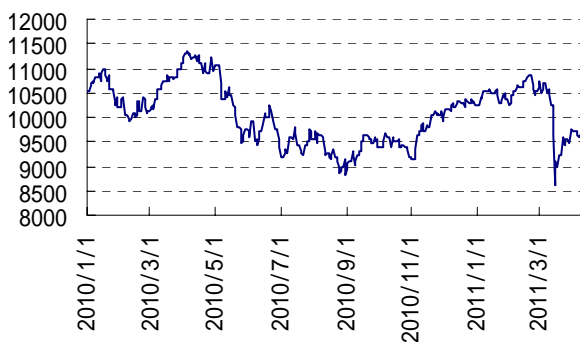
< 債券 (日本国債・10年債利回り) >



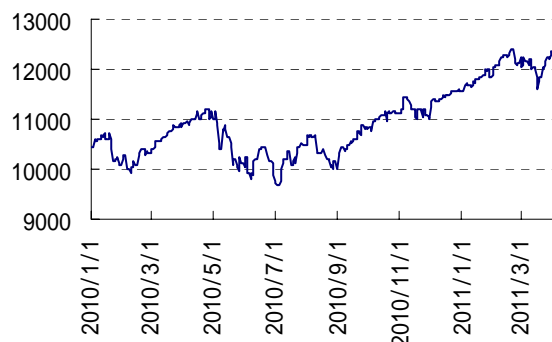
< 債券 (米国債・10年債利回り) >



< 株 (日経平均株価) >



< 株 (米ダウ) >



< 株 (上海総合指数) >



< 原油 (WTI先物(期近物)) >

