

9月の為替を予想する

マーケット エディターズ・吉田 恒

◆欧州問題と米金融政策の影響をどう読むか

9月が始まりました。9月の為替相場の特徴は、「夏枯れ相場」から一転、数か月にわたって一方向へ大きく動く相場の起点になることが多かったということです。《資料1》のように、9月から11、12月にかけて3-4か月ドル高・円安、またはドル安・円高が続くといったケースが珍しくなかったことがわかるでしょう。

《資料1》

＜参考ドル円の騰落状況および月間値幅＞														
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年間値幅	
1995	x	x	x	x	○	x	○	○	○	○	○	○	7勝5負	24.95
1996	○	x	○	x	○	○	x	○	○	○	x	○	8勝4負	12.21
1997	○	x	○	○	x	x	○	○	x	○	○	○	8勝4負	20.69
1998	x	x	○	x	○	○	○	x	x	x	○	x	5勝7負	33.83
1999	○	○	x	○	○	x	x	x	x	x	x	x	4勝8負	23.4
2000	○	○	x	○	x	x	○	x	○	○	○	○	8勝4負	
	6.15	4.61	8.3	5.45	4.05	5.19	4.52	3.86	3.7	2.26	4.74	4.92	4.81円	13.68
2001	○	○	○	x	x	○	○	x	○	○	○	○	9勝3負	
	6.33	3.61	9.34	5.89	5.54	6.69	3.45	6.76	7	3.92	4.89	8.82	6.02円	18.51
2002	○	x	x	x	x	x	○	x	○	○	○	x	5勝7負	
	4.31	3.13	7.52	6.19	6.16	7.55	5.25	5.07	7.41	4	4.09	7.43	5.67円	19.7
2003	○	x	x	○	○	○	○	x	x	x	x	x	5勝7負	
	3.22	4.93	5.52	3.38	4.54	3.08	3.99	4.54	7.63	3.62	3.98	3.3	4.31円	14.55
2004	x	○	x	○	x	x	○	x	○	x	x	x	4勝8負	
	2.47	4.68	8.94	7.57	6.57	4.46	4.93	3.34	2.39	5.71	5.15	4.37	5.04円	13.07
2005	○	○	○	x	○	○	○	x	○	○	○	x	9勝3負	
	3.52	3.51	4.02	4.29	4.38	4.49	3.86	3.6	4.85	3.45	3.52	5.88	4.11円	19.73
2006	x	x	○	x	x	○	○	○	○	x	x	○	6勝6負	
	4.64	3.72	3.7	5.24	5.2	5.39	4.43	3.53	2.72	3.22	3.2	4.8	4.15円	10.91
2007	○	x	x	○	○	○	x	x	x	○	x	○	6勝6負	
	4.22	4.6	3.71	2.47	2.92	3.37	5.65	8.24	3.88	4.7	8.71	5.1	4.8円	16.92
2008	x	x	x	○	○	○	○	○	x	x	x	x	5勝7負	
	7.15	4.92	8.43	5.24	3.31	4.72	4.53	3.39	5.69	15.74	7.01	8.52	6.55円	24.97
2009	x	○	○	x	x	○	x	x	x	○	x	○	5勝7負	
	7.55	10.13	6.14	5.82	5.95	4.46	5.27	5.25	5.22	4.32	6.52	6.9	6.12円	16.6
2010	x	x	○	○	x	x	x	x	x	x	○	x	3勝9負	
	4.64	3.61	5.5	3.18	7.04	4.6	3.2	3.31	3.07	3.62	4.2	3.56	4.13円	14.78
2011	○	x	○	x	○	x	x	x	○	○	x	x	5勝7負	9.92
	2.77	2.88	6.69	4.45	2.67	1.86	4.56	4.29	1.74	3.95	2.39	1.29	3.3円	
2012	x	○	○	x	x	○	x	○					3勝4負	
	2.11	5.61	3.59	3.54	2.4	3.02	2.03	1.73					3.00円	
	10勝8負	7勝11負	10勝8負	8勝10負	9勝9負	10勝8負	11勝7負	6勝12負	9勝8負	10勝7負	8勝9負	8勝9負		
	4.57円	4.60円	6.25円	4.81円	4.67円	4.53円	4.28円	4.37円	4.59円	4.87円	4.87円	5.41円		

*注「○」はドル高、「x」はドル安。2000年以降の下段は月間値幅
出所:BloombergよりMarket Editors作成 (単位:円)

9月は夏休み明けとなります。そして、重要な国際会議などが行われることも多く、政治的にも大きく動き始めるタイミングとなるため、為替相場もトレンドを伴った大きな動きになりやすかったということではないでしょうか。

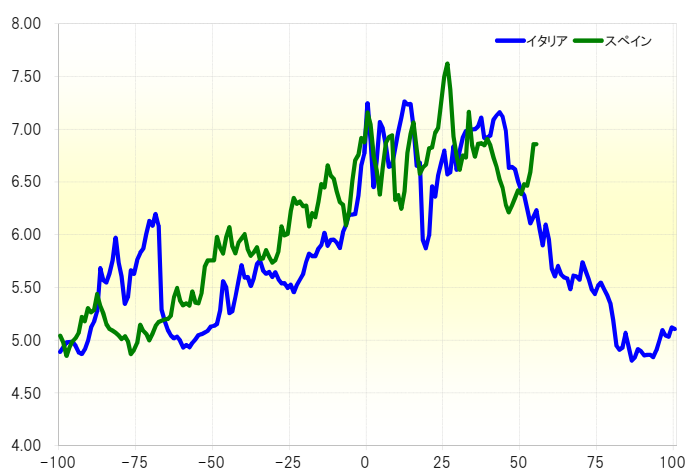
では、今年の9月も大相場の始まりとなるのでしょうか。かりになるとしたら、その方向

は円安でしょうか、それとも円高でしょうか。それを考える手掛かりは、先月から引き継いだ形となっている欧州債務問題、また米追加緩和などの影響をどう読むかということになるでしょう。

まずは欧州債務問題について。7月下旬に、ECB ドラギ総裁が「ユーロを守るためには何でもやる」と宣言しましたが、それが6日のECB理事会以降、いよいよ具体化される見通しとなっています。このため、そのECB対策が成功するか、それとも失敗する懸念はあるのが最大の焦点ということになるでしょう。

ECBが成功するか、失敗するかを考える上で、私がこの間最も参考にしてきたのは《資料2》でした。これは、現在の欧州債務問題の主役であるスペイン国債(10年金利)と、今年初めにかけて主役だったイタリア国債(10年金利)の利回りの推移を重ねたものです。イタリア危機が回避に向かったパターンを参考にすると、スペイン危機も回避に向かう段階に入っているようです。

《資料2》



もちろん、イタリアとスペインでは違いもあります。ただその割には、国債利回りが「危険ライン」とされる7%前後に達するタイミングを合わせてみると、これまでの動きはよく似ています。なぜ、そもそも違うイタリアとスペインで国債利回りの動きがこのように似てきたかということが興味深い点ではないでしょうか。

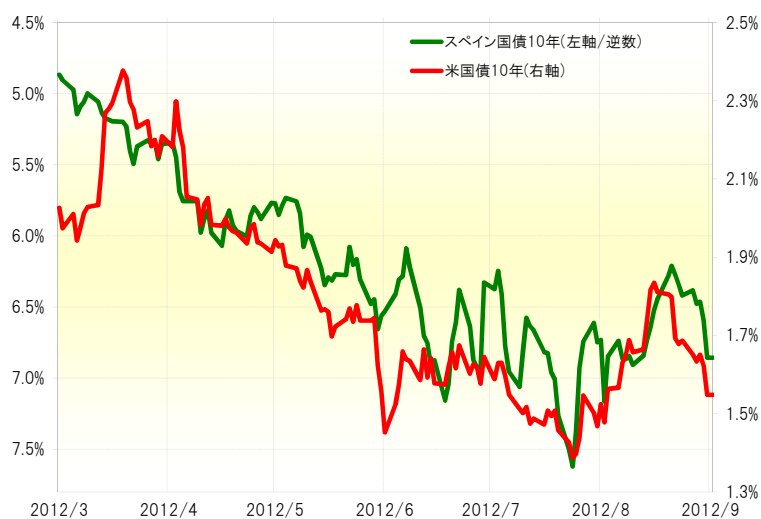
要するに、イタリア、スペインの違い以上に、欧州債務問題を反映した相場の動きは似た傾向を辿りやすいというふうに考えるなら、スペイン金利は、この先も以前のイタリア金利と似た動きが続く可能性があるわけです。

そうであるなら、そもそもECB対策が成功するか失敗するかというより、「成功」しそうなタイミングでECBが対策を具体化する段階を迎えている可能性があるということではないでしょうか。

さて、「成功」、「失敗」といった言葉を使ってきましたが、現在の局面で「成功」とはスペイン危機が一段落に向かうということであり、それはスペイン金利が「危険ライン」7%から大きく低下に向かうということになります。《資料2》からすると、スペイン10年金利はこの9月中に6%を大きく下回っていく見通しになるわけです。

ところで、そんなスペイン金利は、春以降、米金利と逆相関となってきました《資料3参照》。その関係がまだ変わらないなら、スペイン10年金利が上述のように6%を大きく下回っていくということは、米10年金利は逆に2%を大きく上回っていくといった意味になります。

《資料3》



ただ、FRBは9月中旬のFOMCで追加緩和、とくに量的緩和の第3弾、QE3に踏み切るとのり見方が少なくない中で、それでも米金利は低下しないどころか、むしろ上昇へ向かうのでしょうか。ただ、少なくともQE2を行った前後では、米金利はそれほど低下せず、むしろQE2実施を確認する形で大幅上昇へ向かったのです。

《資料4》は、2010年11月にQE2が始まった前後の米10年金利の動きです。このQE2を、当時のバーナンキ議長は8月末のジャクソンホール講演で示唆したという理解になっています。

ところで、この「ジャクソンホール発言」前の米10年金利は2.5%程度でした。「発言」で、QE2の可能性が高まったためか、米10年金利は低下に向かいましたが、それは2.3%程度への小幅な低下にとどまりました。そして、同年11月初めにQE2が始まると、その後1か月余りで米10年金利は2.5→3.5%といった具合に大幅上昇となったのです。

このQE2後の米金利大幅上昇は、景気が回復に転じていたためだったと思います。その意味では、今回の場合も、景気が回復傾向にあるなら、QE3をやってもやらなくても、米

金利は上昇に向かうのではないのでしょうか。

《資料4》



最初に述べたように、9月は大相場が始まるといった特徴があります。では今年もそうなるなら、問題はその方向ということで、欧米の重要課題を検証してきました。その結論としては、リスクオン、そして米金利上昇、ドル高・円安へ向かうのではないかと私は考えています。

ただ一般的には、とくに欧州など、まだまだ難問山積で警戒感は根強いようですから、今回述べてきたようなリスクオン、金利上昇といった見方はむしろ少数派といったところでしょう。それは意識した上で、これまでの小動きから、徐々に相場が動き出した場合への備えは必要ではないのでしょうか。(了)