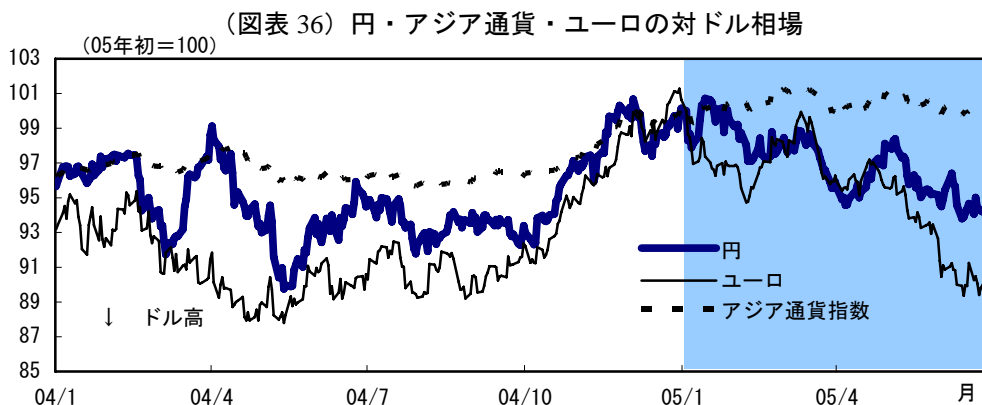


5. 為替市場

為替市場では、昨年秋から年末にかけてドルが主要通貨に対して大きく下落したが、05年入り後、米国の相対的な景況感の強さや日欧との短期金利差の拡大を背景に、ドル高方向の動きとなった（図表36）。円の対ドルレートは、04年末時点の103円の水準から6月にかけて110円まで下落した。7月入り後も、中国人民元の切り上げ（7月21日）を受けて一時円が高くなる場面もあったが、円安方向の動きとなっている。

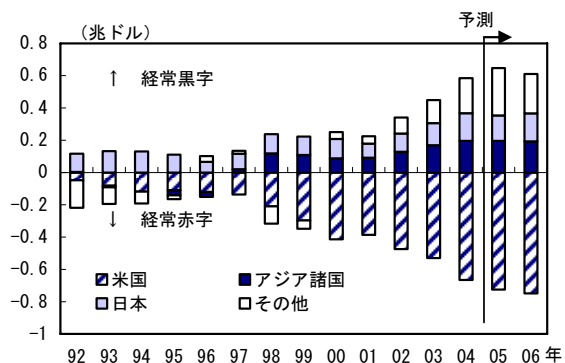
ユーロは、域内の景況感の弱さに加えて、EU憲法批准がフランス・オランダ両国の国民投票で否決されたことを受けて、5月下旬以降大幅に下落した。このため、円は対ユーロでは、04年末の139.18円から6月末の134.28円に上昇した。

アジア通貨は、各国で総じて景気拡大が維持されたほか、引き続き多額の対米黒字と外貨準備の存在が意識される展開のもとで、中国人民元の切り上げ観測の高まりもあって、強含みで推移した（図表37・38）。その後、7月には、中国人民元制度の見直し（通貨バスケットによる管理変動相場への移行、対米ドルレートの切り上げ等）が実施された。



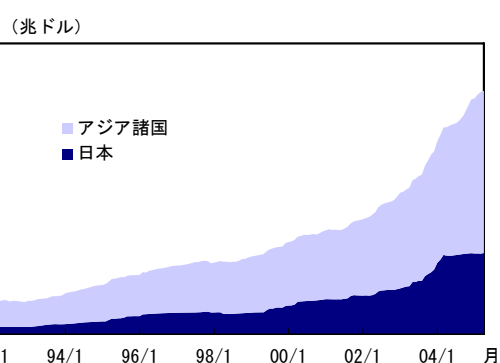
(注) アジア通貨指数は、JP Morganによる。アジア10通貨（中国人民元、香港ドル、韓国ウォン、マレーシアリンギ、フィリピンペソ、シンガポールドル、台湾ドル、タイバーツ、インドルピー、インドネシアルピア）の対米ドル相場について、貿易量や通貨の市場流動性をウェイトとして指数化したもの。
(出所) Bloomberg, JP Morgan

(図表37) 経常収支の不均衡



(注) IMF加盟国を対象とし、IMFによる推計・予測を含む。アジア諸国は、中国、インド、NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）、ASEAN4（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）の10カ国。
(出所) IMF World Economic Outlook 2005年4月版

(図表38) アジア諸国の外貨準備



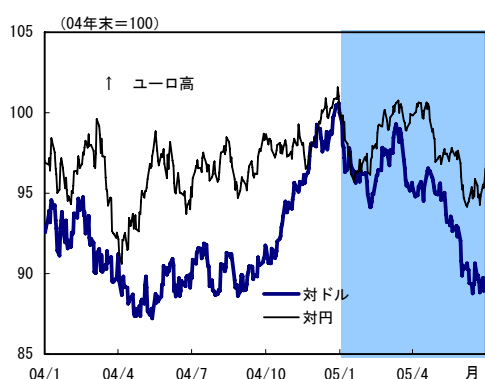
(注)1. アジア諸国は、中国、インド、NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）、ASEAN4（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）の10カ国。
2. 直近は05/4月。
(出所) IMF, Bloomberg, The Central Bank of China, CEIC

本年前半の為替市場における特徴的な動きとしては、①ユーロの下落傾向と②中国人民元の切り上げ観測の高まりが挙げられる。

(ユーロの下落)

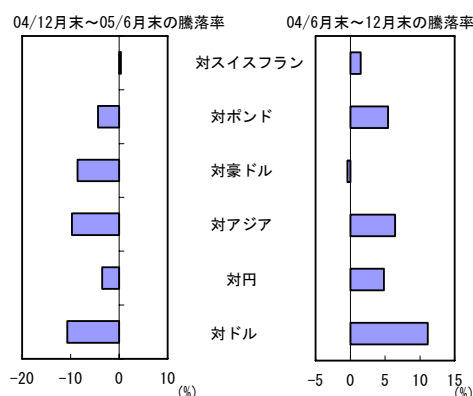
ユーロは、04年後半には、米国の対外不均衡問題が意識されるもとの、ドルからの分散投資対象としてユーロ資産の比率を高める動き等を背景に上昇した(図表39)。もっとも05年に入ると、①景気の減速懸念が強まったこと、②主要国における財政赤字拡大が見込まれるなかで3月の欧州財務相理事会において安定・成長協定の緩和が合意されたり、5月末から6月初にかけてはフランス・オランダの国民投票でEU憲法批准が否決され、EUの政治・経済政策を巡る不透明感が強まったことなど、ユーロ売り材料が重なった。この結果、ユーロは、04年中の上昇分がほぼ剥落する形で主要通貨に対して下落した(図表40)。6月末のユーロの対ドルレートは04年9月と同水準に戻っている。

(図表39) ユーロの対ドル・円相場



(出所) Bloomberg

(図表40) 04年後半と05年前半の対ユーロ騰落率



(出所) Bloomberg

(人民元の切り上げ観測を巡る動き)

中国人民元は、97年以来、対米ドル相手を8.28元程度に維持する事実上の固定相場制のもとで運営されてきた。本年前半に切り上げの思惑が強まったきっかけとしては、繊維品輸出の急増から欧米で対中貿易赤字の拡大が政治的焦点の一つとなり、そうした場で、為替相場による調整を求める声が高まったことが挙げられる。この間、より中長期的な視点から、世界経済に対する影響力を強めつつある中国の健全な成長維持に向けて、為替制度の柔軟化を通じて市場メカニズムを生かした経済システムの模索や経済政策の自由度向上を図っていくことが望ましいとの考え方が、中国政府関係者および日米欧当局から示されたことも、市場の切り上げ観測を強める一因となった。

こうしたなかで、人民元の差金決済型対ドル・フォワード（NDF）市場では、海外の投機筋等による活発な売買を背景に、G7 等のイベントの前後を中心に米ドルの対人民元ディスカウント幅が拡大し、5月初には、1年後までに5%を越える切り上げ実施を織り込むレートに上昇した（図表 41）。

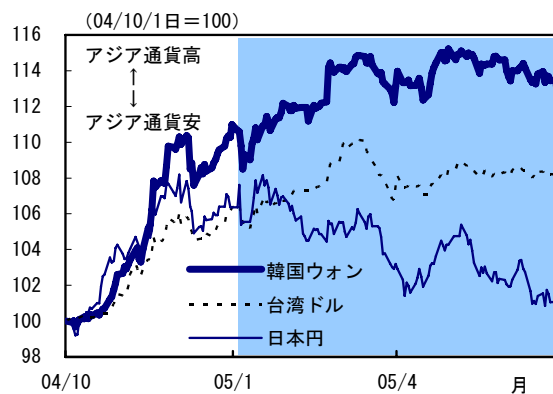
人民元切り上げの思惑が強まったなかで、他のアジア通貨買いの流れに拍車がかかる局面がみられた点も本年前半の特徴である（図表 42）。人民元相場と長期的に安定的な関係を有することが期待される通貨を「代わりに買う」（proxy trade）という側面に加え、人民元制度の柔軟化がアジア諸国の輸出競争力を高めるといった見方が背景とみられる。また、人民元制度の見直し、他のアジア各国の通貨制度の見直しに繋がるのではないか、との思惑が市場で強まったこともこうした流れを加速した。

もともと、6月以降は、対主要通貨でのドル高が意識されるなか、原油価格上昇を映じたアジア諸国の経常収支悪化懸念などから、アジア通貨の対ドル相場は全般にやや弱含みで推移した。こうしたなかで、7月21日に人民元の切り上げ等が実施された。これまでのところ、各国金融市場への影響は総じて限定的であるが（7月26日現在）、新しい制度の具体的な運営や各市場への影響については引き続き注視していく必要がある。

（図表 41） NDF レートに織り込まれた人民元相場



（図表 42） アジア通貨の対ドル相場



（出所）日本銀行（日本円は東京 17 時時点、アジア通貨は東京 20 時時点）、Bloomberg

6. おわりに

以上みてきたように、本年前半の金融市場は、わが国景気の踊り場状態が続くもとで、基本的には、先行きの回復ペースに対する慎重な見方を反映した相場動向となった。こうしたなかで、長期金利は幾分低下したほか、株価はいったん上昇したが、その後は下落に転じ、6月末は昨年末とほぼ同水準に止まった。この間、短期金融市場では、量的緩和政策の下、極めて緩和的な環境が維持されたほか、クレジット市場では引き続き良好な調達環境が続いている。

先行きについても、引き続き景気の踊り場脱却を睨みつつ、原油高や海外経済の動向を含めて、景気や物価などのファンダメンタルズに対する見方が市場動向を左右する状況が続くとみられる。7月入り後は、やや強めの経済指標が続いたほか、海外株価が上昇したことなどから、長期金利、株価とも6月末に比べ小幅上昇しているが、いずれも3月の年初来ピークを下回って推移している（7月26日現在）。

この間、やや中期的にみると、①企業部門における高水準のキャッシュフローと有利子負債の返済傾向、②株式保有構造の変化（国内投資家による株式保有の削減と海外投資家による取得増加）、③内外金利差を前提とした対外債券投資の増加（低水準の対内債券投資）、④金利水準の低さに対応した利回り追求の動き、といった要素が、わが国金融市場の基調を形成してきている。総じてみれば、こうした基調的な動きに大きな変化はないと考えられるが、本年前半は、これらの要素が幾分変化していることを示唆する動きも窺われた。

第一は、企業の財務行動にみられる変化である。企業は、近年、潤沢なキャッシュフローを抱えるもとで、これを主として有利子負債の返済に充ててきており、このことがクレジット市場や銀行貸出における需給環境を形成する背景の一つとなってきた。ただ、足許においては、有利子負債の返済ペースが鈍化する一方で、設備投資や配当といった形でのキャッシュフローの活用を増加させる動きもみられている。こうした足許の企業行動の変化が持続的なものとなっていくのかどうか注目される。

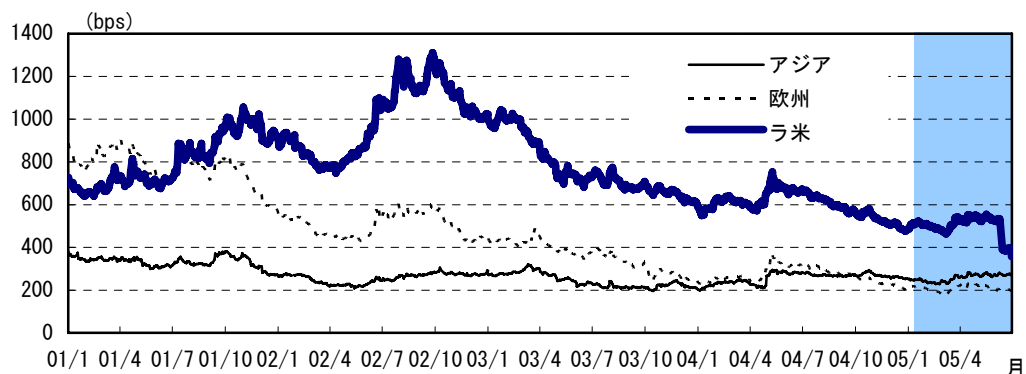
第二は、主体別の株式投資動向にみられる変化である。本年前半、とくに春先以降は、近年一貫して本邦株式の中心的な買い手であった海外投資家の買いが、GMの格下げ等をきっかけに過去2年間と比較してかなり鈍化する一方、近年株式削減傾向にあった国内投資家の売却傾向がやや一服している。海外投資家による株式投資がこれまでの勢いに復するのかどうか、一方で国内投資家のアセット・アロケーションが再び株を積み増す方向へ変化していくのかどうかは、今後の株価形成にも需給面から影響を及ぼすとみられる。

第三は、海外長期金利の低下に伴って内外債券投資にみられる変化である。昨秋以降、欧米長期金利がわが国を上回るペースで低下し、足許では欧米の長短金利差はわが国を下回るようになっている。こうしたなかで、対外債券投資に大きな変化はみられないものの、従来

極めて低水準に止まっていた海外投資家の対内債券投資が増加するなど、資本フローに近年の傾向とはやや異なる動きもみられている。

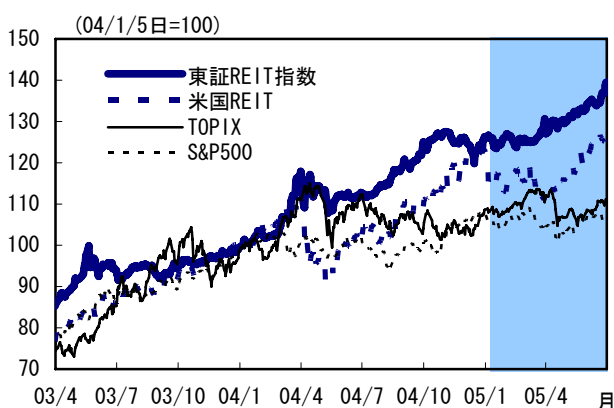
また、世界的な長期金利の低下傾向が続く中で、海外では投資家が分散投資や投資手法の高度化を進めつつ、少しでも厚めの利回りが得られる投資対象を探す動きを強めており、クレジット市場やエマージング市場（図表 43）におけるスプレッド縮小が幅広く見られた。こうした流れの中で、わが国でも、クレジット市場において低格付債に対する投資が徐々に広がってきているほか、規模的にはまだまだ小さいが、REIT（図表 44）や新興株式市場等（図表 45）への活発な資金流入もみられている。こうしたことから、世界的な長期金利低下の行方、それが国際的な資本フローや内外金融市場の価格形成に及ぼす影響について、引き続き注視していく必要がある。

（図表 43） エマージング債券スプレッド



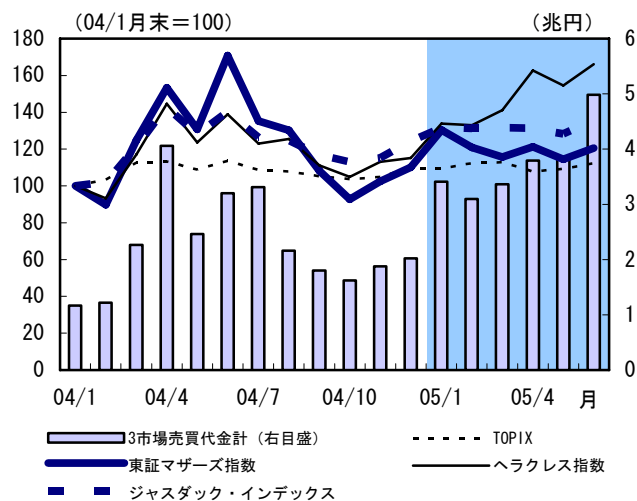
(注) EMBI 指数。米国債利回りとのスプレッド。
(出所) JP Morgan

（図表 44） 東証 REIT 指数等



(注) 東証 REIT 指数は、東証市場の REIT 全銘柄を対象とした時価総額加重平均指数。米国 REIT については、National Association of Real Estate Investment Trusts 発表の全米 REIT 価格指数を使用。
(出所) 東京証券取引所、Bloomberg、National Association of Real Estate Investment Trusts

（図表 45） 新興株式市場



(注) 売買代金は、東証マザーズ、ジャスダック、大証ヘラクレスの合計。
(出所) 大阪証券取引所、Bloomberg