

みずほマーケットインサイト

2007年1月9日発行

07年のドル・円・ユーロ相場見通し

～金利差・マネーフローから見た為替相場～

- 2006年の為替市場
- 金利差と為替相場
 - ・ 米国の金利動向
 - ・ 日本の金利動向
 - ・ ユーロ圏の金利動向
 - ・ 金利差からみる為替相場
- マネーフローと為替相場
 - ・ ドル円相場と「双子の赤字」
 - ・ 円キャリートレード
 - ・ ユーロ相場とマネーフロー
- 2007年の経済イベントと為替相場
- ドル円相場・ユーロ相場の見通し

調査本部 経済調査部

シニアエコノミスト 吉田 健一郎

(03-3201-0505)

kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

1. 2006年の為替市場

2006年は対欧州通貨を中心にドル安が進行

2006年は米日金融政策変更の年

為替市場は3極の金融政策の状況に素直に反応

2006年の為替市場を振り返ると、ドルは対円では5~6月の一時期を除いてレンジ内でのみみ合い推移となった。一方、ユーロや英ポンドなど対欧州通貨に対しては年を通じてドル売りが進んだ(図表1)。2005年は一方的にドル高が進んだ年であったことと比較すると、総じて方向感がつかみにくい一年であったと言えるだろう。

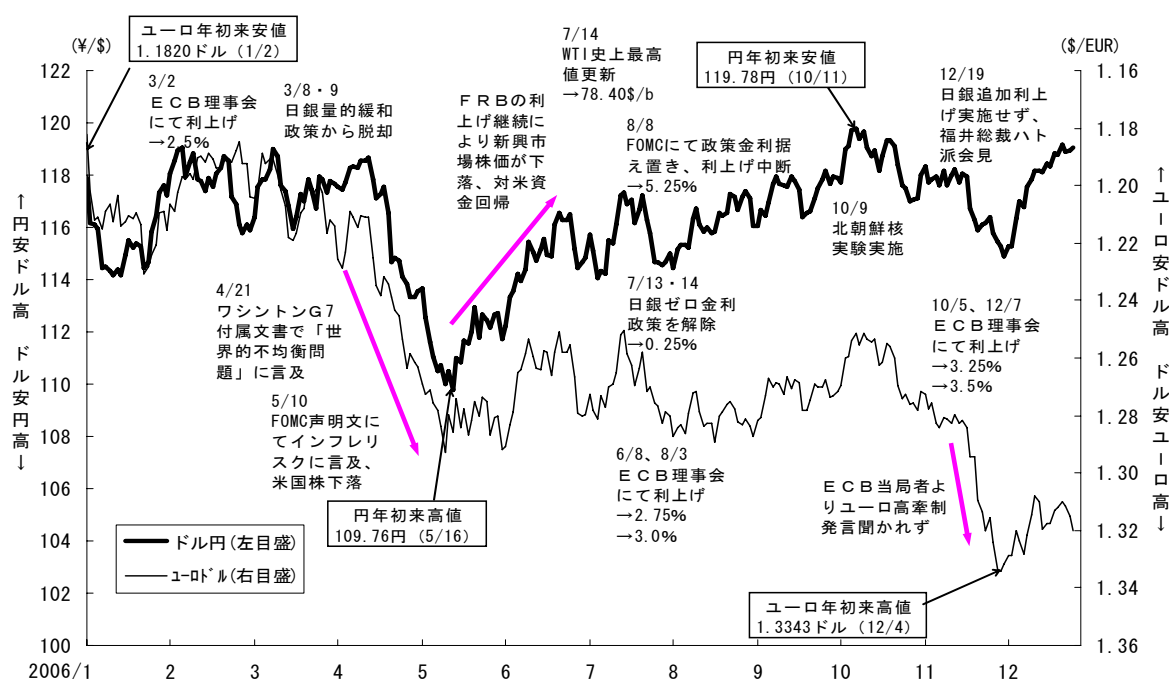
前年との比較で相場の方向性が見られにくかった原因としては、日米の金融政策の転換が行われた年であったということが挙げられる。米国では2004年から続いてきた政策金利の引き上げが8月には中止され、その後は利下げ観測が煽る中で政策金利が据え置かれた。一方、日本では3月に量的緩和政策の解除、7月にゼロ金利政策からの脱却が行われ、追加利上げの実施時期に関しては現在も見方が分かれている。一方、この間欧州では断続的な政策金利の引き上げが実施された。

為替市場はこうした3極の金融政策の状況に比較的素直に反応した。米日の金融政策の不透明感の高まりがドル円相場の方向性を見えづらくしたのに対して、金融政策の先読みが比較的容易であったユーロは対ドル・対円で上昇した。

ユーロ相場は、対ドルでは年末にかけて1ユーロ=1.3ドルを上抜けした後にユーロ高のペースが加速した。対円では、ユーロ導入後の最高値となる1ユーロ=156円台後半までユーロ高が進むこととなった。

では、2007年の為替市場はどのような展開が予想されるのだろうか。以下では、金利差やマネーフローの観点から、年間のドル・円・ユーロ相場の先行きについて考察を加える。

【図表1：2006年の為替相場の推移】



(注)高値・安値はブルームバーグのNYクローズベース
(資料)みずほ総合研究所

2. 金利差と為替相場

(1) 米国の金利動向

2007年の米国の金利は、油価の下落や企業部門を中心とした景気鈍化により、期待インフレ率・実質金利ともに年前半は上昇し難い展開となり、年後半にかけては米景気が立ち直りの兆しを見せるなか実質金利主導で上昇に転じる展開を予想している。

2007年の米経済は年前半に減速し、その後回復軌道に

2006年後半の米景気は住宅市場の調整を契機に減速し、実質GDP成長率も潜在成長率(年率3%近傍)を下回るところまで伸びが鈍化した(図表2)。2007年も住宅市場の調整や設備投資の循環的な調整局面入りにより、年前半は緩やかな減速が続く展開を予想している。しかし、米経済の柱である個人消費は底堅い推移が続き、年後半にかけては住宅市場調整の一巡もあり米景気は回復基調に戻るとみている。

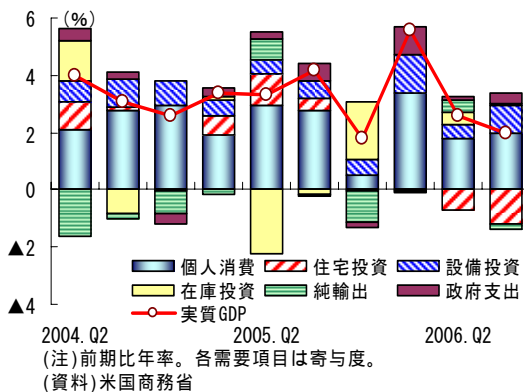
米景気の先行きを考える上で注目すべきは個人消費の動向だ。何故ならば、足元の個人消費が底堅さを維持すれば最終的に企業の生産調整も小幅なものに留まり、景気は底堅さを持続する可能性が高くなるが、住宅価格の更なる下落などにより個人消費の減速感が強まれば景気が失速するリスクがある。

現在住宅価格下落の悪影響が表面化していない理由としては、株価の好調、ガソリン価格の下落などの要因が挙げられる。この要因とともに現段階では状況に急変の兆しは見ておらず、米国の個人消費は2007年も底堅く推移する可能性が高まっている。

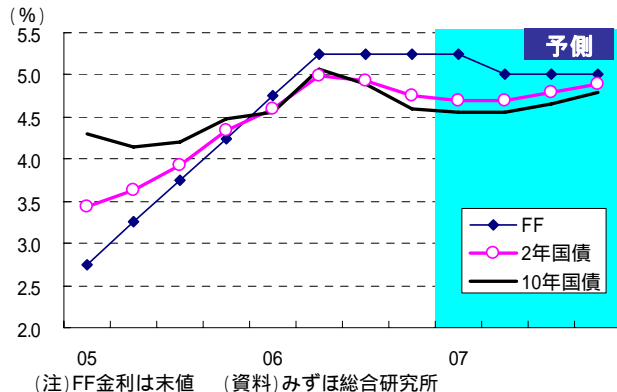
4~6月期に調整的な25bpの利下げを予想

FRBの金融政策については、インフレ率の落ち着きと共に、4~6月期に調整的な小幅利下げが行われると予想している。現在、金利先物市場では2007年に50bpの利下げを織り込んでいるものの、個人消費の強さなどから考えると、その織り込み度合いはやや大きすぎるのではないかとみている。従って、年央にかけて利下げが行われた後は、むしろ先行きの利下げ観測が後退していくなかで、米金利には短期ゾーンを中心として上昇圧力がかかると予想している(図表3)。

【図表2：米国のGDPの推移】



【図表3：米金利の推移と見通し】



(2) 日本の金利動向

日本の金利は、2007年を通じて緩やかに上昇していく展開が予想される。しかし、金利の上昇のペースは政策金利の引き上げ同様に緩やかなものに留まるだろう。

日本経済は2007年前半に「踊り場局面」へ

日本経済は、2007年前半にかけては、在庫積み上がりに伴う生産調整や海外需要の鈍化等により今次景気回復局面で3度目となる「踊り場局面」入りするだろう。しかし、個人消費が底堅い推移となることから生産調整は小幅なものに留まり、年後半にかけては自律的な回復基調に戻る展開を予想している(図表4)。

個人消費は底堅さを維持する公算

内需の柱である消費動向については、7~9月期の個人消費が前期比マイナスとなるなど、足元で弱さが見られる。しかし、消費の源泉となる雇用・所得環境についてみると、まず雇用は順調に改善が続いており、先行きも拡大が続くと予想される。所得についてはこのところ所定内給与に弱さが見られるものの、ボーナスが好調に推移しており、先行きは企業業績の回復に遅行しつつ給与面でも改善していくとみられる。結果的にマクロで見た雇用者報酬は底堅さを維持し、個人消費は底堅さを維持するものと思われる。

生産調整は軽微なものに

企業の生産動向については、IT・デジタル分野の在庫調整が2007年前半の生産調整に繋がり、踊り場局面入りの主因となるであろう。もっとも、薄型TVが依然として販売好調であることや、新型OSの発売など明るい材料もあり、国内の雇用所得環境が大きく崩れない中であって財全体で見た場合の生産調整は軽微なものとなるだろう。

物価動向は足元ではまだ模様だ。原油価格や耐久消費財など上昇圧力が鈍い費目がある一方で、賃金やサービス、家賃などは今後緩やかな上昇が見込まれる。コアCPIは石油製品価格に振らされる展開が予想されるものの、総じて緩やかな上昇基調が続くと見られる。

日銀の金融政策は年初と年央以降の二つの見方が並存

日銀の追加利上げ時期については現状2007年初と年央以降の二つの予測が並存している状況であるが、当社では1~3月期での利上げを予想している。

昨年12月の金融政策決定会合後の記者会見において福井総裁が消費や物価の弱さに言及したことで、日銀の利上げへのハードルは高まった。しかし、金融市場では3月までの利上げをほぼ10割織り込んでおり(図表5)また日銀内ではタカ派的意見も根強いと見られる。

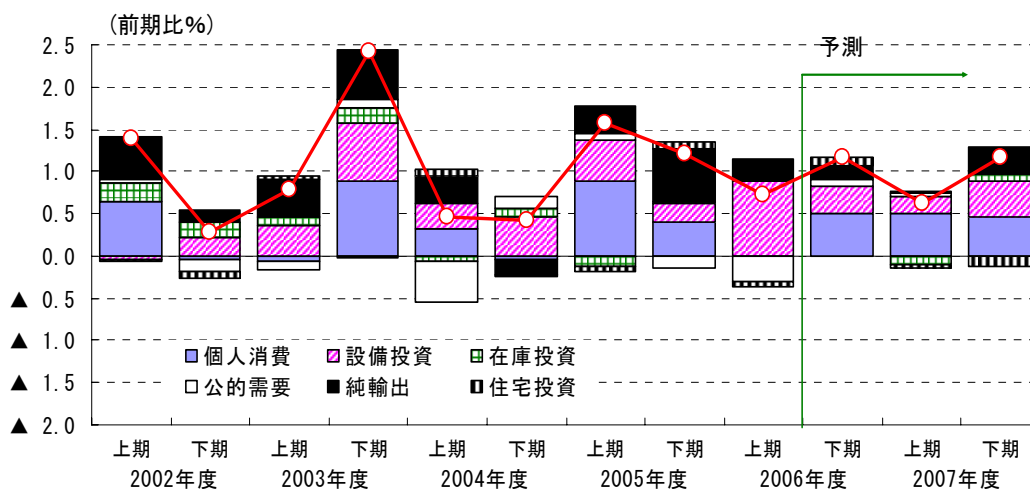
米国の利下げや日本の景気減速が進む前に先手を取って利上げに踏み切る可能性はあろう。10~12月期本邦GDP(2/13~16頃)では、前期の反動もあり個人消費はプラス寄与に再び転じる見込みだ。GDP発表後の2月会合(2/21)で日銀が利上げに踏み切るという可能性を排除することは現段階では出来ない。

もっとも、物価の上昇や個人消費の持続的な回復傾向を経済指標から確実に見極めようとするならば、新年度入り後の賃金やサービス価格の

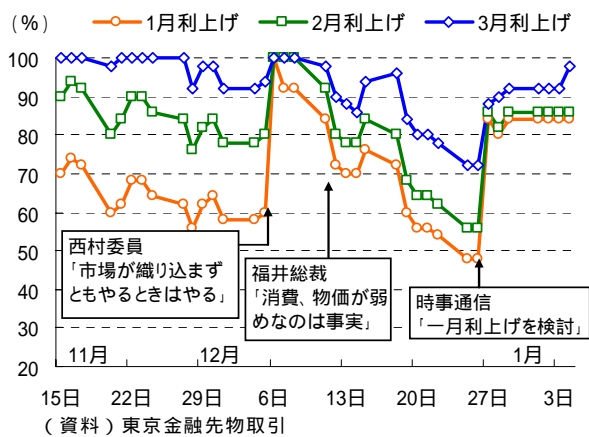
上昇、あるいは家計調査の推移をしばらくは確認する必要がある。更に、米国の利下げや欧州の景気鈍化が予想される年前半よりは、年央以降の方が利上げし易いということもある。政府からの圧力の高まりも予想され、サブシナリオとしての年央以降の利上げの可能性は依然残る。

こうした二つの見方が拮抗する中で、利上げ実施時期に関する金融市場の思惑には二つの山場が出来ている模様だ。現時点では、当社は前者の1~3月期利上げシナリオを軸に考えており、日本の短期ゾーンの金利は、緩やかに上昇していく展開を予想している（図表6）。

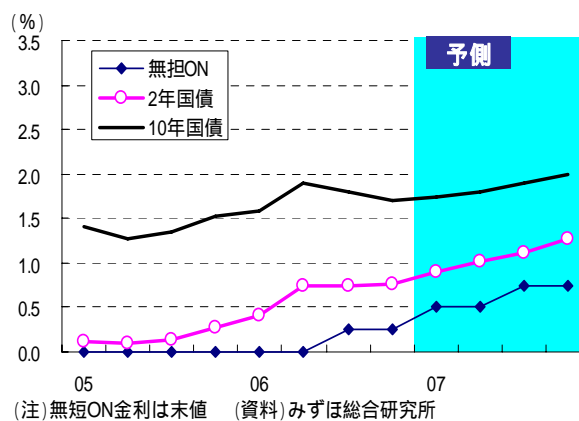
【図表4：日本経済の見通し】



【図表5：円金利先物相場の推移】



【図表6：円金利の推移と見通し】



(3) ユーロ圏の金利動向

ユーロ圏の金利は年前半に小幅低下し、その後反転上昇を予想

ユーロ圏の金利は、年前半にかけて低下傾向に転じ、年央以降は再び緩やかに上昇していく展開を予想している。

ユーロ圏経済については、足元で好調な状態が続いている。主要国であるドイツのifo景況感指数は2006年入りして以降も上昇を続け、米国の製造業ISM指数が低下傾向を辿ったのと対照的である(図表7)。好調な内需を背景として旺盛な生産活動が行われていたことが、2006年の欧州経済を支えていたと見ることができるだろう。

2007年のユーロ圏経済は年前半にかけて鈍化する公算

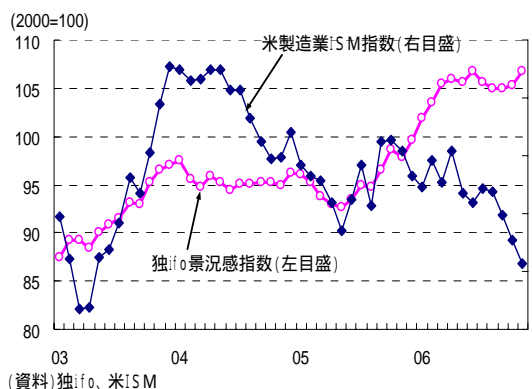
しかし、当社ではユーロ圏の経済状況は2007年に入り転換の兆しを見せ始めると予想している。まず懸念されているのはドイツにおける付加価値税率変更(16→19%)の影響である。同国の消費が年前半にかけて打撃を受けた場合は、ユーロ圏経済も悪影響を受ける可能性があるだろう。更には、年前半の海外経済の減速がユーロ圏の輸出を抑制することも想定される。

ECBもこれまで続けてきた利上げを停止し、2007年には据え置きに転じる展開を予想している。当社がテイラールールを用いて行った試算では、現在の政策金利(3.5%)は既に引き締めすぎの水準に入りつつある模様だ(図表8)。欧州債の短期ゾーンの利回りについても、ECBの追加利上げ期待が剥落してくる年前半にかけては緩やかに低下してくる可能性があるだろう。

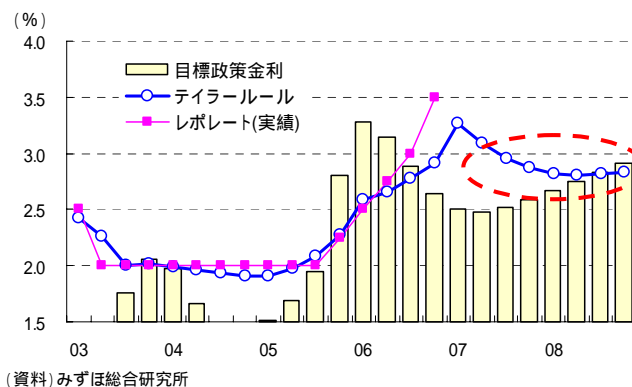
2007年後半には景気は持ち直し

もっとも、2007年後半については、海外経済回復に伴う輸出の持ち直しや、付加価値税率引き上げによる消費減速の一服などに伴ってユーロ圏経済は再び拡大傾向に復する展開を予想している。ドイツ債券利回りも再び上昇に転じる展開が見込まれるものの、短期ゾーン利回りの上昇ペースは、米国と比較して緩やかなものに留まると予想している。

【 図表 7 : 米独景況感指数の推移 】



【 図表 8 : テイラールールによる政策金利の推計 】



(4) 金利差からみる為替相場

米日金利差は年前半に縮
小し、後半は横ばい

前述した、日米欧の 2007 年の短期ゾーン金利状況の先行きから、米日（米 - 日）、独米（独 - 米）金利差の先行きを予測すると以下ようになる（図表 9）。米日金利差については、2007 年前半は縮小傾向を辿るものの、年後半にかけては米金利の持ち直しに合わせて横ばいに近い推移となる。独米金利差については、ECB の利上げ観測後退による独金利の低下や、2007 年後半の米金利上昇によって、総じて独米金利差のマイナス幅が拡大する。

金利上昇局面にある通貨
は買われやすい状況

2005 年以降は、各国の金利差と為替相場は相関の強い動きをしている模様だが、金利差を構成する二国間の金利は、両者とも同程度の影響を為替相場に与えているのであろうか？以下では金利差を分解して、各国金利がそれぞれ為替相場に与える影響について簡単に分析を行った。

結論としては、各国の金利は同時に同程度、為替相場に影響を与えているわけではなく、為替相場は金融政策にダイナミズム、特に金利上昇傾向が見られる国の金利変動に引きずられやすいということだ。

次頁図表 10・11 は、各国個別金利および金利差と為替相場の関係の散布図である。ドル円相場、ユーロドル相場ともに金利差については為替相場と相応の正の関係があることが分かる。しかし、各国金利に分解して為替相場との関係を比較すると違いが見えてくる。

日本の量的緩和解除以降
は、円金利とドル円相場
の間にも相関関係がみら
れ始めている模様

ドル円相場については、2005 年以降、米金利はドル円相場と比較的強い正の相関関係（米金利上昇 = ドル高）を持っている。一方で、円金利の動きを詳しく追ってみると、2006 年 2 月までは散布図がほぼ垂直に伸びて、金利に関係なく為替相場が推移していたが、日銀が量的緩和に踏み切った 3 月以降は緩やかな負の関係（円金利上昇 = 円高）を構成し始めている模様だ。日銀の利上げが見え始め、一方で米金融政策が据え置きに転じるにつれて円金利がドル円相場の変動要因として意識され始めている。

2007 年も年を通じて円金利には上昇圧力がかかると見られることから、ドル円相場には円高圧力がかかることとなるだろう。一方で、前述の通り 2007 年半ば以降は米利下げ観測が剥落し、米金利に再び上昇のモメンタムが生まれてくることが予想されることから、ドル円相場にはドル高の圧力がかかることとなるだろう。結果的にドル円相場は米日両国の金利上昇圧力がネットアウトされる形で、金利差のみから判断すれば、横ばいに近い推移となる可能性が高い。

ユーロドル相場も利上げ
局面入りした 2005 年末以
降から独金利とユーロド
ル相場の間に相関性

一方ユーロドル相場は、2005 年 12 月までは米金利変動の影響を大きく受けていたのに対して、2006 年以降は独金利の影響を大きく受ける形に局面が一変している。ドル円相場と同様に ECB の政策が変化し始めて以降、ドイツ金利との正の相関関係が強まっている模様だ。しかし、今後は ECB の利上げ一服、米金利の上昇に伴って再び米金利との連動（= ドル高圧力）が高まる可能性があるだろう。

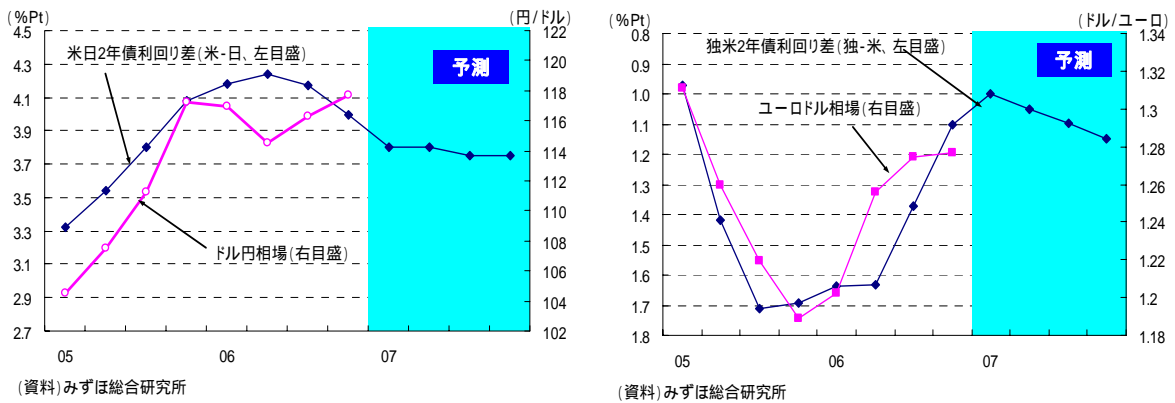
日米欧ともに為替相場の転換点となっているのは金融政策が変更され

た時点であり、金利先高観が強まったことや、国内経済が好調であったことなどが、自国通貨高の影響を与えたと言えそうだ。

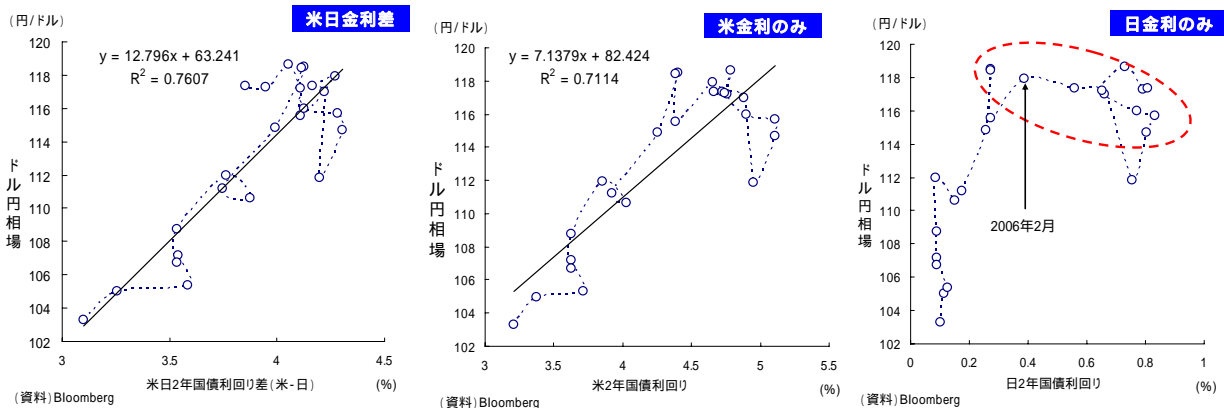
もっとも、短期債利回り差が為替相場変動の全てを説明するわけでは無
論ない。金利差は為替相場の中期的なトレンドのようなもので、短期的(場
合によっては中期的)には需給要因などによって大きく相場がトレンドか
ら乖離するリスクがある。マネーフロー要因は相場のオーバーシュートや
ファンダメンタルズからの乖離を生み出し易いと言える。

以下ではそうしたマネーフロー要因や、フロー変化のきっかけになり易
い政治イベントなどについて概観する。

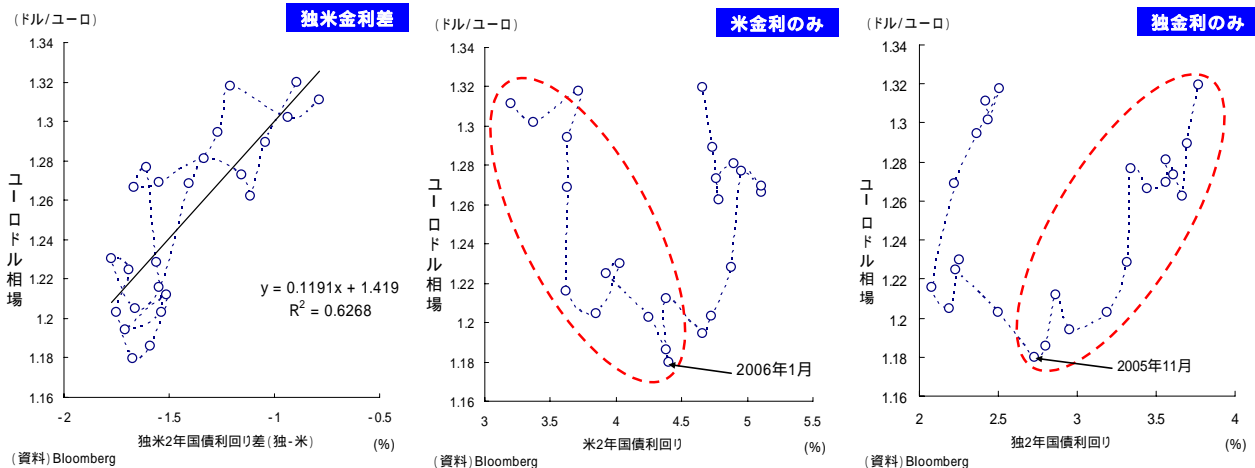
【 図表 9 : 米日・米独 2 年国債利回り差の推移と見通し 】



【 図表 10: 米 2 年債利回りと日 2 年債利回りのドル円相場との関係 (2005 年～、月次) 】



【 図表 11: 米 2 年債利回りと独 2 年債利回りのユーロドル相場との関係 (2005 年～、月次) 】



3. マネーフローと為替相場

(1) ドル円相場と「双子の赤字」

「双子の赤字」と「円キャリートレード」

ドル円相場を巡るマネーフロー要因として、2007 年も材料視される可能性があるものは大きく見て二つあるとみている。一つは「双子の赤字ファイナンス問題」、もう一つは「円キャリートレード」である。以下では各項目について、考察を加える。

「双子の赤字」問題は為替市場に残存

まず、「双子の赤字」については、足元でも拡大傾向を辿っており、2006 年 7~9 月期には対名目 GDP 比で経常赤字は 6.6%、財政赤字は 2.1%を占めている（図表 12）。「双子の赤字」ファイナンスリスクは何度もドル円相場において材料視されており、最近では 2006 年 4 月のワシントン G7 において、声明文の「付属文書」という形で世界の不均衡問題がクローズアップされた際、ドル円相場は 1 ドル = 109 円台まで円高が進んだ。

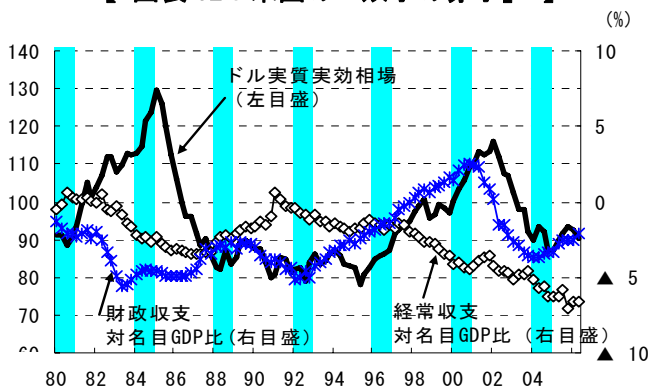
また、2004 年末には当時のグリーンSPAN FRB 議長が米経常赤字ファイナンスの持続性に対して疑問を呈したことがきっかけとなり、ドルが 1 ドル = 102 円台まで大きく下落したこともあった。更に遡れば、2003 年のドバイ G7 において、「為替相場の更なる柔軟性が望ましい」との形で世界の不均衡問題に対する懸念が言及されたが、日本の通貨当局が米国などへの配慮もあり円売り介入が出来ないのではないかとの思惑からドル円相場は 105 円台まで円高圧力が強まった。

G7 などのイベント前後の当局者発言は注意

過去の経緯から見てくるものは、米国の巨額な経常赤字が持続している限り、間歇泉的にこの問題がドル円相場の材料になる可能性があるということと、その場合はドル売り円高圧力として作用するということであろう。また、その契機となっているのは当局発言や国際会議などで、今年もそうしたイベントなどが要注意であるということだ。従って、今年も G7 などを通じてこの問題がクローズアップされた場合は、為替相場が円高に振れるリスクがある点は忘れてはならないだろう。

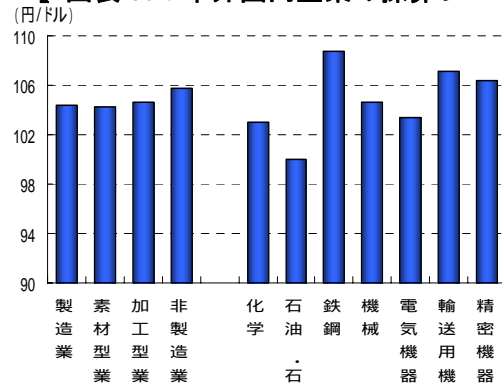
もっとも「双子の赤字」問題顕在化によるドル安シナリオは、現時点で蓋然性が高いわけではなく、あくまでもリスクシナリオとして捉えている。また、過度に円高が進んだ場合は当局が介入に動くともみているが、現在、国内製造業の採算レートは 1 ドル = 104 円程度であり（図表 13）、最終防衛ラインとしては 100~105 円前後と見るのが妥当だろう。

【 図表 12 : 米国の「双子の赤字」 】



(資料) FRB、米財務省、米商務省
(注) 財政収支は4四半期移動平均値、網掛け部分は米大統領選挙

【 図表 13 : 本邦国内企業の採算レート 】



(資料) 内閣府「企業動向に関するアンケート調査」

(2) 円キャリートレード

「円キャリートレード」 続いて、もう一つのマネーフロー要因として 2005 年ごろから注目され
とは ているのが「円キャリートレード」と言われるマネーの動きである。

円キャリートレードとは、オーストラリアなど高金利国と日本の絶対的な金利水準の差を利用して運用利回りを得ると同時に、為替相場がキャリー通貨高に進めば更に為替差益も狙える取引のことである。ヘッジファンドなどが運用主体とみられており、低利の円を調達したうえで外国為替市場において投資対象通貨に変換し、債券等を購入して高い運用利回りを得る。また、外為市場での交換が入るために、キャリートレードが行われるプロセスで円安が進み、自己実現的に為替差益も得られる可能性が大きくなる。

円は依然としてキャリー キャリートレードが活発化するための条件としては キャリーされる
されやすい通貨 (売られる) 通貨の金利水準が低いこと、 キャリーする (買われる) 通貨の金利水準が相対的に高いこと、 キャリーされる通貨に先安観があること、などがキャリートレードをするのに都合が良い条件として挙げられる。 に当てはまるのが円やスイスフランとみられており、 に当てはまるのが豪ドルや英ポンドなどであった。しかし、2006 年を通じて欧州では ECB を初めとして各国で断続的な利上げが行われ、一度利上げが行われただけの日本との比較では、相対的にキャリー妙味が薄れ始めている模様だ(図表 14)。円が依然としてキャリーされやすい通貨という状況は、2007 年も変わらないだろう。

詳細が見えづらい、ヘッ ジファンドのキャリート レード 円キャリートレードのメインプレイヤーと言われるヘッジファンドについては、運用規模等詳細については分かっていない。但し、部分的には統計資料で動きを確認することが出来る。日本銀行が公表している「外国銀行在日支店の資産・負債」をみると、海外でヘッジファンドへの貸付等に回っているとみられる本支店勘定の資産残高は 10 月の実績で 17.7 兆円となっており、2005 年半ば以降高水準での推移が続いている(図表 15)。一方、資金調達サイドである負債勘定をみると、円預金や本支店勘定による海外からの調達分も合わせて規模を拡大させている。

資産・運用側の本支店勘定を、負債・調達側の預金および本支店勘定で割った、海外運用比率をみると、2004 年以降にその比率は上昇、10 月実績は 50.7% と統計開始以来の最高水準に達している(図表 15)。無論負債側で調達した円資金は日本株などの円資産に向っている可能性もあるため、全てが円キャリートレードとして海外証券投資等に向っているとはいえない。しかし、一部はヘッジファンド等へのユーロ円貸付に向かい、円以外の資産への投資に向っている可能性がある。

なお、こうした統計以外でもシカゴ・マーカントイル取引所に上場している円通貨先物のネット持ち高の動きも円キャリートレードの動きを示唆していると言われている。米商品先物取引委員会に報告が義務付けられている、非商業部門いわゆるヘッジファンドなど投機筋の円先物の推移を

みると、概ねドル円相場と似た動きをしている。足元では円の売り持ち高が円安の進行と共に1兆3千億円程度にまで拡大しており、こうした動きもヘッジファンドによる円キャリートレードの拡大を示唆している(図表16)。

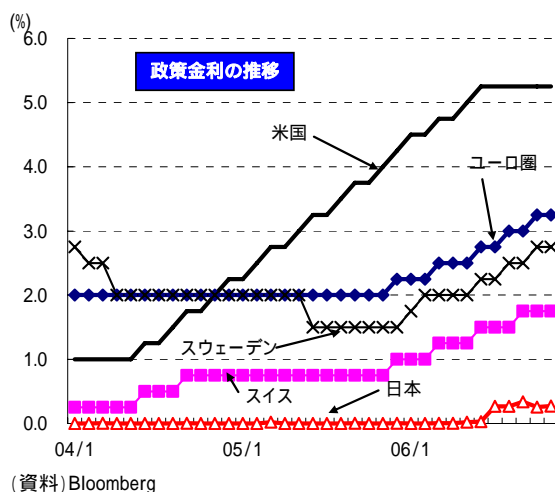
2007年も円キャリーのフローは残存

ヘッジファンドのフロー以外でも、個人投資家による外貨預金、国内投資家の外貨建て投信なども広義ではキャリートレードに含まれ、規模も拡大している模様だ。2007年も円キャリートレードのフローはドル円市場に残存するものとみている。足元では日銀の金融政策に不透明感があるなかで、早期利上げ観測が後退するような事態になれば、年初にかけて円キャリートレードが活発化し、一時的に相場が円安方向に動く可能性もあるであろう。

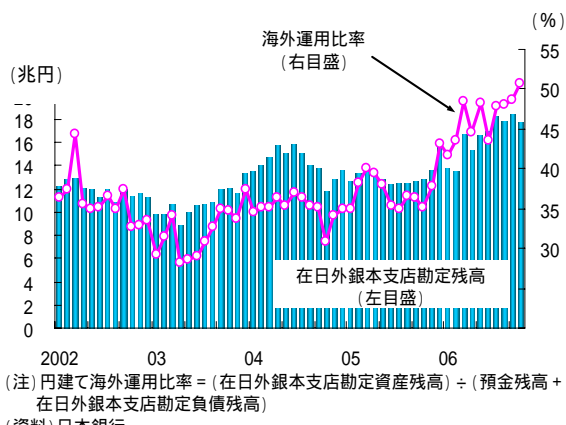
円キャリーは円安を主導するのではなく、相場の下支え程度に留まる見込み

もっとも、オーストラリアなどでは、これまでの利上げの影響もあり、2007年は利下げに転じるとの見方もある。また、日銀も緩やかながら2007年も金利を引き上げる見通しである。従って、円キャリートレードのフローが2007年を通じて持続的に拡大し、円安を主導するというよりも、2006年のようにドル円相場の下落を下支えする程度に留まるのではないかと予想している。

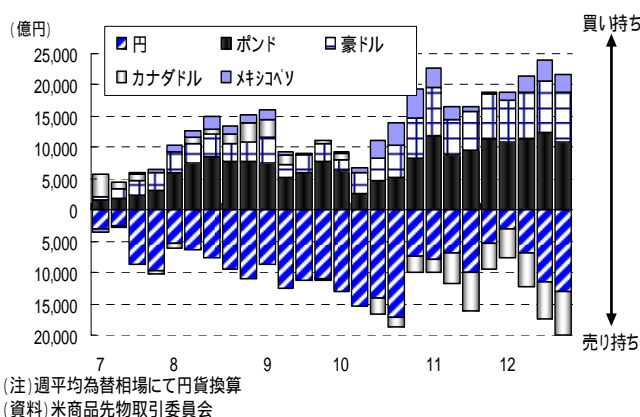
【図表14：日米欧各国中銀の政策金利の推移】



【図表15：外銀在日支店の本支店勘定】



【図表16：非商業部門の通貨先物持ち高】



(3) ユーロ相場とマネーフロー

ユーロシフトが続く外貨準備

ユーロ相場とマネーフローの観点からは、2006年に注目されたのは、外貨準備のドルからユーロへのシフトであった。中国やロシアを初め、膨大なオイルマネーを抱える中東諸国からもドルからユーロへの外貨準備のシフトが報道され、対ユーロを中心としたドル売り材料となった。

外貨準備のポートフォリオを考える上で、ドルへの一極集中にリスクがあるということは言うまでもない。そしてその代わりとしてどの通貨を保有するのかと言う点からはユーロが中心になってくることは当然のことであろう。

ユーロの第二の基軸通貨としての地位は向上

2002年のユーロのハードカレンシー化以降、ユーロの基軸通貨としての地位は高まっている。中期的な流れを捉えた場合、ユーロのパリティ(1ユーロ=1ドル)を割り込むような大幅な下落は見込みづらい。国際債の通貨別発行残高の推移を見ても、足元でユーロ建て国際債の比率は高まっている(図表17)。もっともBISの発表している同統計は、例えばフランスでドイツ人が発行したようなユーロ債も国際債としてカウントされてしまうため、比率大幅上昇という数字のみを鵜呑みには出来ない点には注意が必要だ。

なお、IMFが発表している外貨準備の通貨別比率の推移を見る限り、ユーロ比率はそれほど大きく高まっているというようには見えない(図表18)。但し、実際にはIMF統計では「未報告」として計上されている外貨準備のなかでユーロ建て比率が上昇している可能性もある。

もっとも、外貨準備シフトなどの動きは急激に起こるものではない。2007年のユーロ相場を考えた場合は、外貨準備シフトの報道が材料視されることはあっても、実際の外貨準備シフトに伴う実際のマネーフローがユーロドル相場に与える影響の程度は低いのではないかと考えている。

オイルマネーと為替相場

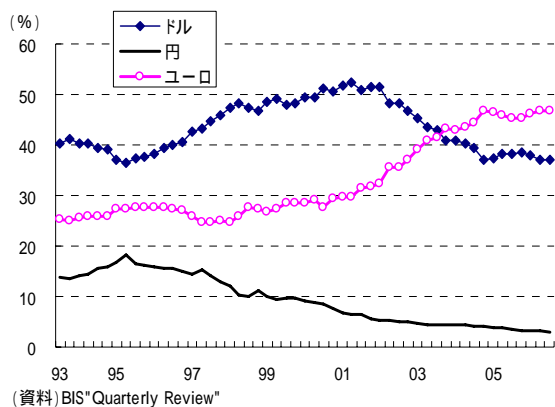
もう一つマネーフローの観点から注目しておきたいのは、「オイルマネー」と呼ばれる産油国の原油輸出入から起きるマネーフローである。世界の原油は基本的にドル建て決済が中心である。従って、米国資産にオイルマネーの投資が振り向けられる限りにおいて為替取引は発生せず、相場に大きな影響を与えることは無いはずだ。しかし、ドル以外の資産に投資されれば、為替市場に影響を与える可能性がある。こうしたオイルマネーは、一旦英国などの銀行口座に移されてから、世界に投資されるケースが多いのではないかと考えられているが、足元で産油国(GCC諸国+ロシア)の英国内銀行向け預金残高の推移をみると、サウジアラビアやロシアを中心として大きく預金残高が拡大している様子が分かる(図表19)。無論こうした資金が全てオイルマネーであるかは不明である上に、相当数は対米証券投資に向っている可能性もあるが、一部は欧州内投資に向かい、欧州通貨高要因になっている可能性もある。

例えばロシアなどでは「安定化基金」として資産を積み上げているとみられ、ドルやユーロなどの債券や株式で運用されている模様だ。ロシア政

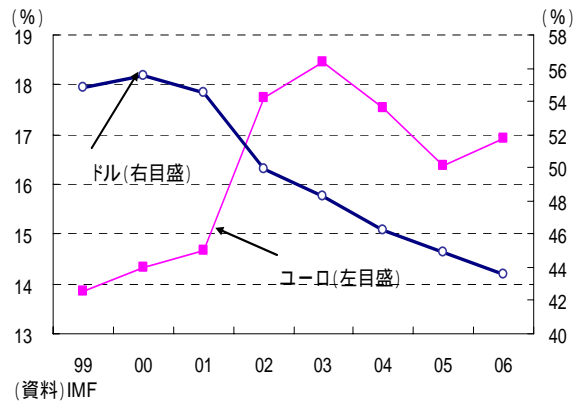
府によれば、安定化基金はドル 45%、ユーロ 45%、英ポンド 10%の比率にて運用することとされており、規模は昨年 12 月初で 832.1 億ドルある。一部報道によれば、ロシア政府は運用についてはリスク性の高い投資と流動性の高い投資に振り分けて管理することを提案している模様である。今後も原油価格上昇に伴って同国の安定化基金が積みあがれば、外国株式などリスク性の高い資産運用を通じて、ドル売り欧州通貨買いの資金フローがある程度継続的に発生する可能性があると思われる。

なお、こうしたオイルマネーの一部は日本にも証券投資として向っている模様である、東京証券取引所の発表している「海外投資家地域別株券売買状況」の変化をみると、日本の株価が上昇し始めた 2005 年以降、欧州地域の投資家による売買が活発化しており、こうした欧州からの資金にはオイルマネーも含まれている可能性があるだろう（図表 20）。株価の底堅い推移が続くと言う期待が高まれば、潤沢なオイルマネー流入を背景として需給要因としては円高圧力に繋がる可能性もあるだろう。

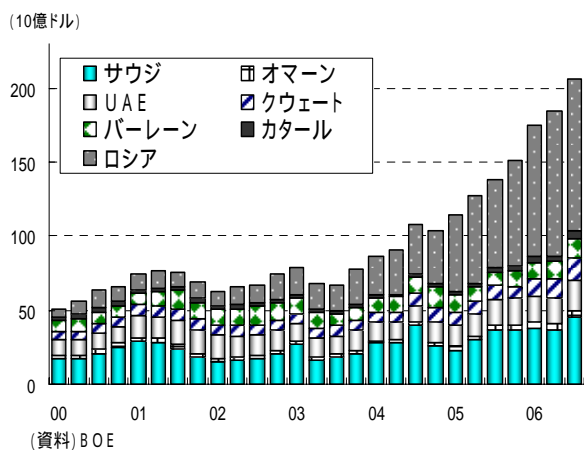
【 図表 17 : 国際債の通貨別発行残高シェア】



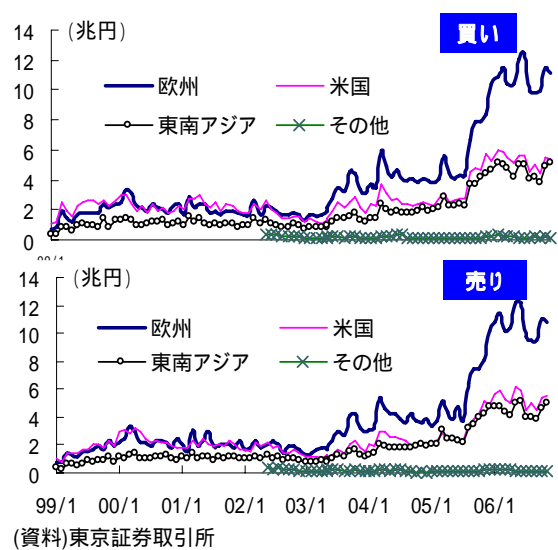
【 図表 18 : 外貨準備の通貨別比率】



【 図表 19 : 英国内での産油国預金残高】



【 図表 20 : 地域別日本株売買高】



4. 2007年の経済イベントと為替相場

その他、2007年に為替相場に影響を与える可能性のある主要国際会議や、政治イベント、および金融政策決定会合などの現段階で分かっている日程は以下の通りである（図表21）。

米金融政策で注目は4~6月期のFOMC

日米欧の金融政策決定会合が注目されるのは言うまでもないが、政策変更という意味で重視されるのは、米国では4~6月期のFOMCであろう。また、バーナンキFRB議長の議会証言（2・7月）も年央以降の利下げの有無を確認するうえで注目が集まる。当社では、4~6月期のFOMCにおいて政策金利が引き下げられた後は金利が据え置かれると予想している。市場が年内50bp利下げを織り込む現状を勘案すると、年央から秋口のFOMCや議会証言で市場の期待が修正されるシナリオも考えられる。

日銀金融政策決定会合はまずは年初に注目

日本の金融政策で注目されるのは追加利上げがいつ行われるかであろう。米国が利下げ局面入りするなかでは、日銀としてもなかなか利上げに踏み切りにくいであろうことを考えれば、米国が利下げに移行する局面の前の時期（1~3月）での金融政策決定会合がまずは注目されるどころだ。この時期に利上げが見送られた場合は、日米景気の回復が確認されてくる年央以降まで利上げの時期が後ずれする可能性もあるため、今度は年央以降の金融政策決定会合が注目される。

2・4・10月のG7にも注目、不均衡問題に向けた取り組み

国際会議では、G7財務相・中央銀行総裁会議が2月（独エッセン）・4月（米ワシントン）・10月（米ワシントン）にて開催される。前述のとおり、グローバルな不均衡問題が為替市場で材料視された場合には大きくドル安に相場水準がシフトする可能性もあるため、会議前の各国通貨当局者の発言には注目が集まることになるだろう。なお、IMFでも不均衡問題是正に向け協議が行われており、IMF総会や、IMFC（国際通貨金融委員会）での不均衡是正に向けた多国間協議の議論の行方も注目される。6月にはG8サミットが同じくドイツ・ハイリゲンダムで行われる。もっとも、現在IMFでの議論の行方自体が為替相場に与える影響は限定的なものに留まるケースが多く、IMFでの議論がG7声明文などに反映されるかどうか、注目されるどころだ。

フランスでは大統領選挙が実施

来年は選挙も各地で行われる。ユーロ圏ではフランスの大統領選挙が実施される。与党である国民運動連合のサルコジ内務相と、社会党のロワイヤル元環境相の対決になるとの見方が強い。現段階では両氏の支持率は拮抗している模様である。例年フランスの大統領選挙は複数の立候補者が出て、混戦模様になる。そして4月に第一回投票が行われ、上位2名による決戦投票が5月に行われる予定である。なお、2002年の前回大統領選挙では、極右政党である国民戦線のルペン氏が決選投票に進出し話題になった。今次選挙でも同氏は出馬を表明している。4月の第一回投票後、下馬評どおりの結果となるかがまずは焦点になるだろう。選挙戦を前に、フランスではユーロ高に対する警戒発言が相次ぐ可能性はあるだろう。

日本の参院選挙は7月、与党の過半数維持に注目

日本では、7月に参議院選挙が実施される予定である。現在の安倍政権の支持率低下を考えると、民主党が躍進するような波乱含みの展開になることも考えられる。自民党が非改選議席を含めて過半数を確保できるかどうか、焦点となりそう。野党有利となれば、為替相場では円安材料として意識される可能性もある。

また、参院選を前にした与党からの「デフレ脱却宣言」がなされるかどうかにも注目されるところだ。

米国では予備選挙に向けて各陣営が始動

なお、米国では2008年11月の大統領選挙に向けた動きが見え始めている。本格化するのは2008年入り後であるため、現段階は予備選挙の準備期間といったイメージである。民主党ではヒラリー・クリントン氏が現在最有力候補だが、若手のオバマ氏なども台頭している模様だ。共和党からは、前ニューヨーク市長のジュリアーニ氏や、マケイン氏などの名前が挙がっている。為替市場へのインパクトという意味では、民主党優勢が伝えられるなかで、同党が保護主義的な政策を打ち出すのではとの思惑からドル安材料として意識されやすい。しかし、2007年は未だ各党の候補者も一本化していない段階であり、為替相場への影響は限定的、また意識されるとしても年後半になるのではないかと予想している。

その他、米国の「為替報告書」の発表が例年5・11月末頃予定されており、対中圧力が強まるとの思惑は、「世界の不均衡問題」是正の観点からドル安に繋がりがやすい。しかし、現時点ではそれほど大きな影響を為替相場に与えるとは考えていない。

【 図表 21 : 2007 年の主要なイベント・日程 】

	国 際	米 国	欧 州	日 本
1月	(13) ASEAN首脳会議(フィリピン・セブ) (14) ASEAN+3首脳相会議(同上) (24-28) 世界経済フォーラム・ダボス会議 (スイス・ダボス)	(30-31) 連邦公開市場委員会 (下旬) 大統領一般教書演説	(10-11) 英中銀金融政策委員会 (11) ECB政策理事会	(1) 所得税定率減税廃止 (4) 大発会 (25) 通常国会召集 (17-18) 日銀金融政策決定会合
2月	(9-10) G7財務相・中央銀行総裁会議 (ドイツ・エッセン)	(中旬) 予算教書発表 (中旬) 大統領経済報告書発表	(7-8) 英中銀金融政策委員会 (8) ECB政策理事会	(20-21) 日銀金融政策決定会合
3月	(中旬) 中国全国人民代表大会 (15) OPEC通常総会(ウィーン)	(20-21) 連邦公開市場委員会	(7-8) 英中銀金融政策委員会 (8-9) EU首脳会議 (8) ECB政策理事会 (24-25) EU非公式首脳会議	(19-20) 日銀金融政策決定会合
4月	(5-6) ASEAN財務相会談(カンボジア) (14-15) IMF・世界銀行春季総会 (ワシントン・D.C) (中旬) G7財務相・中央銀行総裁会議 (ワシントン・D.C)		(4-5) 英中銀金融政策委員会 (12) ECB政策理事会 (22) フランス大統領選(第1回)	(8, 22) 統一地方選挙 (22) 参議院補欠選挙 (9-10) 日銀金融政策決定会合 (27) 日銀金融政策決定会合 日銀「経済・物価情勢の展望 (2007年4月)」発表
5月	(5) ASEAN+3財務相会議 (15-16) OECD関係理事会(パリ) (18-19) G8財務相会合(ドイツ)	(9) 連邦公開市場委員会	(6) フランス大統領選(第2回) (9-10) 英中銀金融政策委員会 (10) ECB政策理事会	(16-17) 日銀金融政策決定会合
6月	(6-8) G8首脳会議 (ドイツ・ハイリゲンダム)	(27-28) 連邦公開市場委員会	(6) ECB政策理事会 (6-7) 英中銀金融政策委員会 (21-22) EU首脳会議	個人住民税定率減税廃止 (14-15) 日銀金融政策決定会合
7月	(30-8/3) APEC財務相会合 (オーストラリア・クインズランド)		(4-5) 英中銀金融政策委員会 (5) ECB政策理事会	(22) 第21回参議院選挙
8月		(7) 連邦公開市場委員会	(1-2) 英中銀金融政策委員会 (2) ECB政策理事会	
9月	(5-6) APEC関係会議(シドニー) (6-8) 世界経済フォーラム (中国・大連) (8-9) APEC首脳会議(シドニー) (18) 国連総会開幕(ニューヨーク)	(18) 連邦公開市場委員会	(5-6) 英中銀金融政策委員会 (6) ECB政策理事会	
10月	アルゼンチン大統領選 (中旬) G7財務相・中央銀行総裁会議 (ワシントン・D.C) (19-21) IMF・世界銀行年次総会 (ワシントン・D.C)	(30-31) 連邦公開市場委員会	(3-4) 英中銀金融政策委員会 (4) ECB政策理事会	(1) 日本郵政公社民営化 (下旬) 日銀「経済・物価情勢の展望 (2007年10月)」発表 (28) 衆参統一補欠選挙
11月			(7-8) 英中銀金融政策委員会 (8) ECB政策理事会	
12月	東アジアサミット(シンガポール) (19) 韓国大統領選	(11) 連邦公開市場委員会	(5-6) 英中銀金融政策委員会 (6) ECB政策理事会	(下旬) 2008年度政府経済見通し 2008年度一般会計予算 財務省原案 2008年度国債発行計画 (28) 大納会

(注) 1. スケジュールは一部未定
2. () 内は日付

5. ドル円相場・ユーロ相場の見通し

2007 年のドル円相場の見通し：年前半は緩やかにドル下落、後半はほぼ横ばい

以上を勘案し、2007 年の為替市場の先行きを予測する（図表 22）。ドル円相場については、2007 年前半にかけては短期ゾーンを中心とした米金利の低下と円金利の上昇が続き、ドル円相場にドル安円高圧力がかかる可能性が高い。2007 年後半に入ると米景気に持ち直しの兆しが見え始め、米政策金利の先行き利下げ期待の剥落とともに米金利は短期ゾーンを中心にして上昇する。結果的に米日の金利差は横ばいに近い推移となり、年央以降のドル円相場は横ばい圏でのみ合い推移になるとみられる。年末にかけては、日銀の追加利上げの思惑が再び円高材料視される可能性もあろう。

需給要因では、年初の日銀利上げ後ずれリスク、年央以降は G7 などのイベントリスクに注目

需給要因としては、日銀の追加利上げのペースが比較的緩やかなものになることから、2007 年もある程度の円キャリートレードのマネーフローはドル円市場に流入し金利差要因から予測される円高進行を抑制することになる。また、年初の日銀利上げシナリオが崩れた場合には、こうしたフローが一時的に強まり円安を主導する可能性もある。年初は需給面から一時的に相場が円安に振れるリスクもある。

年央にかけては G7（4 月）や G8 サミット（6 月）などの国際会議や、米国の為替報告書（5 月）の発表などが予定されるなか、今度は「グローバル不均衡問題」顕在化によるドル安リスクが燦る。年後半も G7（10 月）や IMF 年次総会（同）での同様の議論の行方が気に懸かるところだ。

ユーロドル相場は当面は高原状態、年後半にかけて下落

2007 年のユーロドル相場は、年前半は高原状態で推移し、年後半に下落に転じる展開を予想している。年初は米景気の鈍化や E C B の利上げ観測の残存などから独米金利差（独-米）のマイナス幅が縮小し、ユーロの支援材料になる。しかし、その後はドイツ付加価値税率引き上げによりユーロ圏景気に鈍化の兆しが見え始めるなか E C B の利上げ観測は後退し、徐々にユーロの上値は重くなるとみている。年後半にかけては、F R B の利下げ効果により米景気が回復しはじめるなか米金利は上昇に転じ、独米金利差は再びマイナス幅が拡大するだろう。結果的に対欧州通貨中心にドル買い戻しが起こり、ユーロは下落する展開を予想している。

【 図表 22：為替相場の見通し 】

		2006年末	07年1～3月期	07年4～6月期	07年7～9月期	07年10～12月期
為替	円/ドル	116.99	113 ~ 123 (117)	108 ~ 118 (114)	110 ~ 120 (115)	110 ~ 120 (115)
	ドル/ユーロ	1.3237	1.27 ~ 1.37 (1.33)	1.26 ~ 1.36 (1.33)	1.25 ~ 1.35 (1.32)	1.23 ~ 1.33 (1.29)
	円/ユーロ	154.87	152 ~ 162 (156)	146 ~ 156 (152)	147 ~ 157 (152)	142 ~ 152 (148)
	為替相場のチェックポイント		日銀利上げ動向 円キャリー活発化 G7 バーナンキ議長議会証言 ECB金融政策	FOMC利下げ動向 ワシントンG7 G8サミット ECB金融政策 仏大統領選挙	日銀の利上げ動向 FOMC利下げ動向 バーナンキ議長議会証言 日本の参議院選挙	日銀の利上げ動向 FOMC利下げ動向 ワシントンG7

(注) 1. 予想レンジの () 内は期中平均値。

(資料) みずほ総合研究所