

為替相場展望

株式会社 日本総合研究所
調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/research/>

目 次

ドル円相場	1
ユーロ相場	2
トピックス	3~9
ドル円相場・チャート分析	10
為替関連指標	11
資料	

本資料は2009年3月3日時点で利用可能な情報をもとに作成しております。

本資料に関するご照会は、下記宛てお願い致します。

欧米経済・市場動向グループ
牧田 (Tel: 03-3288-4244
Mail: makita.takeshi@jri.co.jp)

1. ドル・円相場見通し

短期的にはドル堅調地合いながら、米財政赤字拡大等のドル安材料の解消が当面見込めないなか、緩やかなドル安基調が続く見通し。

(1) 2月の相場回顧

2月のドル円相場は、米国での金融安定化策への期待から9日にかけて92.42円までドル高が進行。その後、金融安定化策が期待外れな内容にとどまったことから一旦89.70円までドルが弱含んだものの、年率2桁のマイナスとなった16日発表の国内GDPや17日の中川財務相辞任・国内政局不安定化を契機にその後は円安が進行。米銀国有化懸念等に伴う世界的な株安も、リスク回避のドル買いを誘発し、月末にかけて98.72円まで円安ドル高が加速。

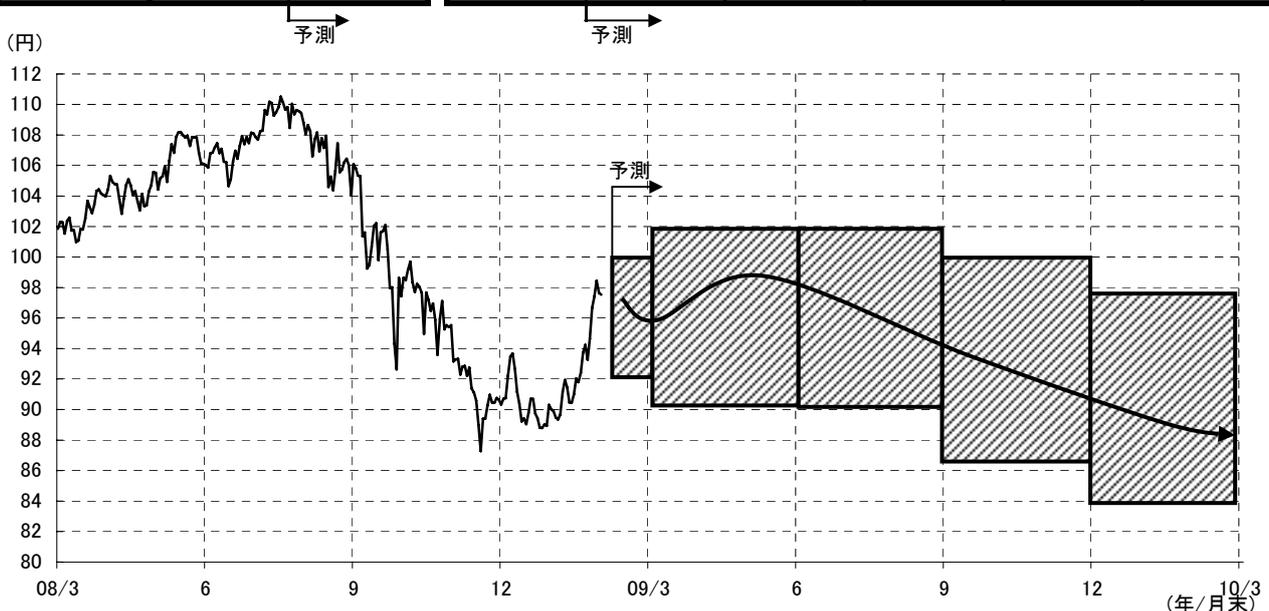
(2) 今後の見通し

足許の状況を鑑み、円安方向に見通しを修正。もっとも、中期的な円高ドル安基調は不変。国内景気の低迷が深刻化するなかで、**短期的には円が弱含む可能性**があるものの、米国での景気低迷・金融不安が続くなか、**中期的な円高ドル安基調に変化はない見通し**。

短期的には、①国内の景気悪化が深刻の度を増していること、②わが国貿易収支の赤字転落で実需面からの円高圧力は軽減されていること、③日米金利差がなくなり、金利差縮小を材料とするドル売り圧力は減退していること、④支持率低下など政局不安定化、等を背景に、**円軟調地合い**が続く可能性。もっとも、住宅価格下落持続・家計の過剰債務問題等を背景に、米国景気の力強い回復が困難とみられるなか、円キャリー取引に代表される積極的なリスク取引も当面活発化する公算は小さく、ドルの反発余地は限られる見込み。

むしろ、米国財政赤字の未曾有の拡大、FRBによる超低金利継続・バランスシート拡大など、潜在的なドル安要因に解消の目処が立たない状況下、米国景気の2009年中の回復期待がはく落すとみられる**夏以降は、ドルが再び下値を模索する展開に移行する見通し**。①積極的な円買い材料は乏しいこと、②過度な円高進行局面ではわが国通貨当局による円売り介入が予想されること、等から、一方的な円高ドル安進行は回避されるとみられるものの、上記要因を背景にドルに対する信認低下が顕著になれば、ドルの下値が深くなるリスクも。

	2009年		2008年	2009年				2010年
	2月	3月	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
期中平均	92.5	96	96.1	93	96	96	93	91
(高値)	98.7	100	106.5	100	102	102	100	98
予測レンジ	~	~	~	~	~	~	~	~
(安値)	88.6	92	87.1	87	90	90	86	84



2. ユーロ相場見通し

対ドル、対円ともに、年央にかけユーロ安傾向が続く見通し。その後はユーロ安一服も、力強いユーロ反発は期待薄。

(1) 2月の相場回顧

<対ドル> 米国での金融安定化策への期待や懸念が錯綜するなか、中旬にかけ1.28～1.30ドルを中心に小動きが持続。その後、17日の中東欧諸国の格下げを契機に欧州金融機関への懸念も再燃し、18日には一時1.2513ドルまでユーロが下落。23日には一部米銀の国有化懸念から一旦1.2992ドルまでユーロが反発したものの、中東欧やユーロ圏景気への懸念が残存するなか、月末にかけて再び1.26ドル前後までユーロが弱含み。

<対円> 米国での金融安定化策を睨みつつも、中旬にかけては総じて115～120円での一進一退の展開が持続。もっとも、国内GDP大幅マイナスや政局不安等の円安材料が顕在化するなか、その後は円安ユーロ高が進行。中東欧経済への懸念等のユーロ弱材料をこなしながら、26日には一時126.09円までユーロ高が加速。

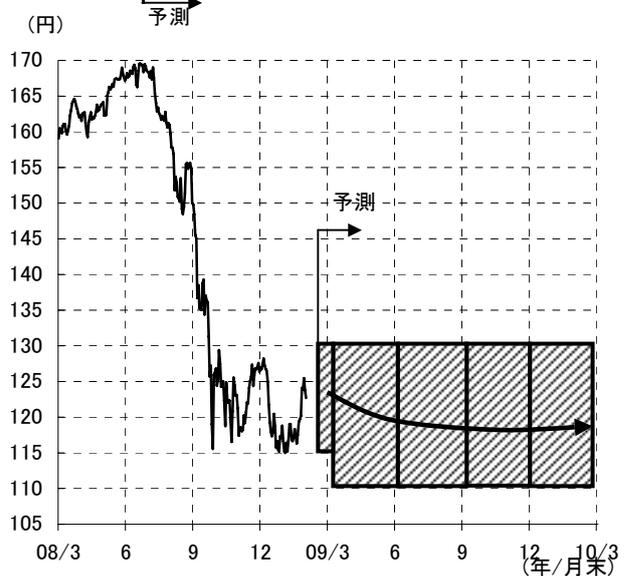
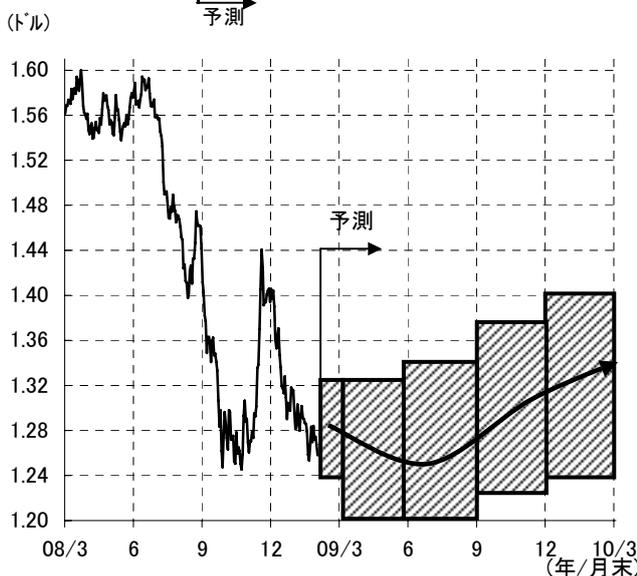
(2) 今後の見通し 足許の状況を鑑み、対円で円安方向に見通しを修正。

<対ドル> ①ユーロ圏景気の悪化持続、それに伴うECBの先行き大幅利下げ観測、②ユーロ圏での金融不安再燃、③ユーロ圏内での財政格差拡大等を受けた通貨ユーロに対する信認低下等を背景に、**当面ユーロ安基調が続く見通し。**

ECBによる利下げが一服するとみられる**年央以降**は、米財政赤字拡大などドルに対する信認が大きく低下するなか、**ユーロ安に歯止めがかかる見通し。**もっとも、①ユーロ圏景気の長期停滞懸念、②欧州での金融不安、③ユーロ域内経済格差拡大を背景としたユーロに対する信認低下も容易には払拭され難く、**ユーロ安値圏での推移が長期化**する見通し。

<対円> 国内景気の深刻な悪化を背景に、短期的にはユーロが強含む可能性があるものの、①ユーロ圏景気の悪化、それに伴うECBの先行き利下げ観測、②欧州での金融不安再燃、③ユーロ域内格差拡大等を背景とした通貨ユーロに対する信認低下を背景に、**年央にかけて円高ユーロ安基調が続く見込み。**ECBによる追加利下げが十分に織り込まれれば、積極的な円買い材料が乏しい状況下、一方的な円高ユーロ安には歯止めがかかる見通ししながら、①ユーロ圏景気の停滞長期化、②通貨ユーロに対する信認低下がユーロ高抑制に作用するほか、積極的なリスク取引も当面再開が見込めず、**ユーロ安値圏での推移が長期化**する見通し。

	(USD)						(円)					
	2008年 10～12	2009年			2010年		2008年 10～12	2009年			2010年	
平均	1.32	1.29	1.26	1.27	1.29	1.31	127	120	121	122	120	119
(高値)	1.47	1.41	1.32	1.34	1.36	1.38	151	129	130	130	130	130
レンジ	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?
(安値)	1.23	1.24	1.20	1.20	1.22	1.24	114	112	110	110	110	110



3. トピックス

		＜要旨＞
(1)	円安の持続性	<p>(イ) 鉱工業生産前年比とドル円相場の関係をみると、生産伸び率が下向く局面では円安が進行するのが通例。大幅な減産が続く今春過ぎまでは円安地合いが続く可能性。</p> <p>(ロ) ①在日外銀の本支店勘定での貸付残高が03年来の低水準まで減少していること、②在日外銀によるユーロ市場での調達が06年初以来の水準まで縮小していることを踏まえると、07年夏以降の円高の原動力となってきた円キャリ取り取引の巻き戻しは、大方一巡した可能性。</p> <p>(ハ) 07/8以降、「株安＝円高」が定着していたが、足許では世界的な株安下で円安が進行。円キャリ取り取引の巻き戻しが一巡するなか、「リスク回避通貨」として円の魅力が薄れ始めた可能性。</p> <p>(ニ) これらは、当面の円軟調地合い長期化を示唆するが、過去日米金利差が3%を下回る限り、中長期的な円高ドル安基調が持続。過去の経験則からは、4月にも円安が一服する可能性。</p>
(2)	円安進行余地	<p>(イ) 円買い持ちが解消されれば、103円前後まで円安が進行する可能性。ただし、足許の日米金利差では持続的な円売り持ち超過は期待できず、円安進行余地も同水準程度にとどまる見通し。</p> <p>(ロ) 昨年12月～1月にかけて、米日2年債利回り格差以上に円高ドル安が進行。足許同格差に見合うドル円相場は90円台後半。</p> <p>(ハ) 過去の中期円高局面では、12ヵ月線が円安への揺り戻しの目処。足許同線は101円前後。</p>
(3)	経常黒字縮小	<p>(イ) 貿易赤字転落も、所得収支の大幅黒字を背景に、経常収支は依然黒字。もっとも、内外金利差が縮小するなか、80円台半ばまで円高ドル安が進行すれば、所得収支黒字が縮小し、経常赤字に転落する恐れ。その場合、円高にも歯止めがかかる見通し。</p> <p>(ロ) 過去、経常収支・名目GDP比率が2.5%を下回ると円安が進行しており、足許同比率が1.8%まで低下するなか、早晚円高ドル安傾向に転じる可能性。一方、110円を超えて円安が進行すれば、同比率は2%超に復帰するとみられ、円高圧力が徐々に強まる見込み。</p>
(4)	人民元は割安か	<p>(イ) 人民元は、IMF算出の購買力平価の半値に相当する割安水準にあるものの、一人当たりGDPの水準から見れば、他のアジア諸国の発展段階とほぼ同じペースで割安度合いが是正される過程にある。消費者物価で測った米中購買力平価でも、過小評価度合いは縮小。</p> <p>(ロ) こうしたなか、中国当局が追加の人民元高を受け入れるのは困難。ただし、米国での過剰消費とアジアの貯蓄過剰が世界的な対外不均衡の根因であり、中国が他のアジア諸国のパターンを踏襲する限り、対外不均衡問題は解消せず、世界的なデフレ圧力を強める可能性。</p>
(5)	中東欧経済失速の影響	<p>(イ) 中東欧経済は、ユーロ圏からの金融機関融資や直接投資により資金調達・設備投資を行い、ユーロ圏向け輸出を拡大していくことで、高成長を実現。結果として、金融および実体経済面でユーロ圏への依存度が高い。昨年秋以降は、金融不安による資金繰り逼迫のみならず、ユーロ圏景気の急減速による輸出の減少で、景気は急激に悪化。ユーロ圏景気の持ち直しが限る限り、中東欧経済の低迷も続く見通し。</p> <p>(ロ) 欧州金融機関は、サブプライム関連損失の計上が米国対比大きく遅れているほか、今後中東欧向けに貸倒引当の増加が予想され、ユーロ下押し要因として作用し続ける見通し。</p>

(1)円安の持続性:当面の円高一服し、比較的息の長い円軟調地合いが続く可能性。もっとも、円高ドル安基調は不変。

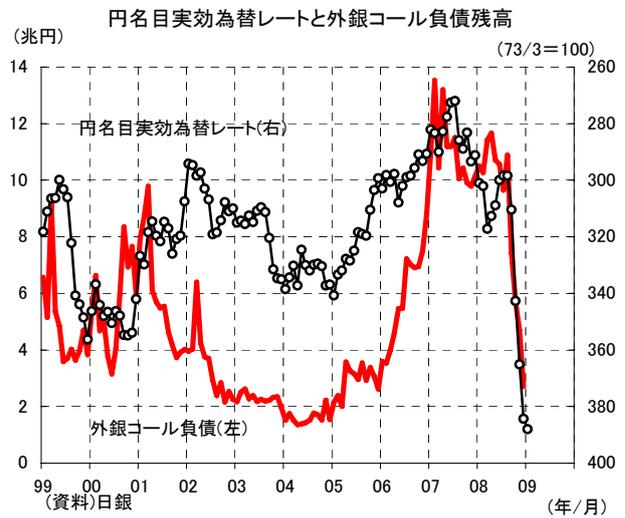
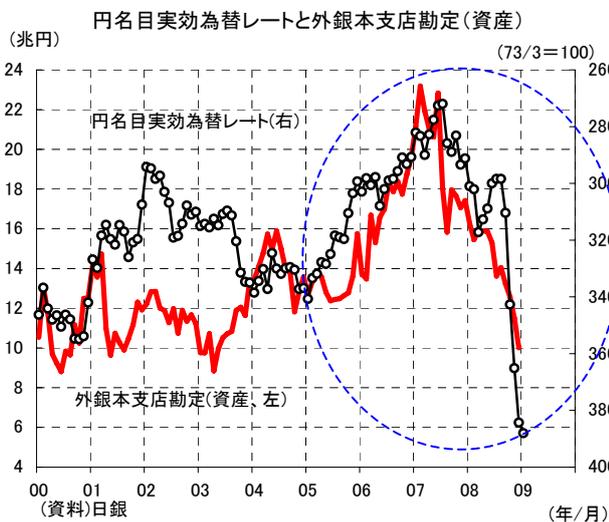
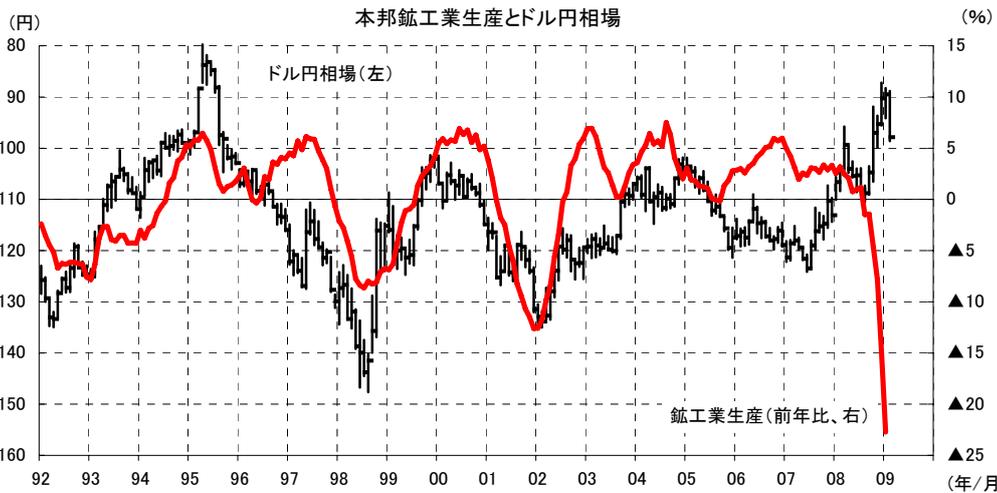
2桁マイナスとなった10~12月期の国内GDP、G7後の中川財務相辞任・政局流動化懸念などを契機に、2月中旬入り以降、急激な円安が進行している。以下の要因を踏まえると、少なくとも昨年夏以降の円高ドル安は一服し、円軟調地合いに移行した可能性がある。ただし、中長期的な円高ドル安基調には変化が窺えない。

(イ) 景気悪化

足許の円高一服・円安への揺り戻しは、前期比年率▲12.7%と先進国で突出したマイナス成長に陥った10~12月期国内実質GDPがひとつのきっかけとなった。鉱工業生産前年比とドル円相場の関係を見ると、元来、生産伸び率が下向く局面(国内景気が悪化)では円安、伸び率が上向く局面(景気回復)では円高という関係があったことを踏まえると、国内生産の大幅下振れが続くなか、円キャリー取引の巻き戻し、過度な円安の是正が一巡すれば、円安が進行しても不思議ではない環境にあったといえる。少なくとも大幅な減産が続く今春過ぎまでは円安地合いが続く可能性がある。

(ロ) 円キャリー取引巻き戻しの一巡

一方、これまで円高の原動力となってきた円キャリー取引の巻き戻しは、既に大方一巡した可能性が高い。円キャリー取引の原資となってきたと思われる在日外銀の本支店勘定での貸付残高は、昨年末時点で10兆円と2000年、03年来以来の低水準まで減少している。また、円キャリー取引の拡大とともに急増していた在日外銀によるコール市場での調達も、昨年末時点で2.7兆円と06年初以来の水準まで縮小しており、円キャリー取引の巻き戻しが大方峠を越えたことを示唆している。たとえ円キャリー取引の解消が一巡しても、現下の環境を踏まえると、円キャリー取引の活発化は向こう数年に亘って想定し難く、大幅な円安進行は見込み難いが、一方的な円高局面も終焉を迎えたといえよう。



(ハ) 株価との相関

サブプライム問題が顕在化した07年8月入り以降、「株安＝円高」、「株高＝円安」の展開が定着してきたが、2月入り以降、こうした動きに変化が生じている。すなわち、世界的な「株安」下で円安が進行している。昨年7月中旬から8月にかけても、同様の展開を辿ったことを踏まえると、こうした「株安＝円安」が一過性の動きにとどまる可能性がある一方で、国内景気的大幅悪化・政局混迷が露呈するなか、「リスク回避通貨」として円の魅力が薄れ始めたことを示唆している可能性がある。その場合、先述の通り、円キャリー取引の巻き戻しが一巡し始めるなか、足許の円安は予想以上に長期化する可能性がある。

(ニ) 日米金利差

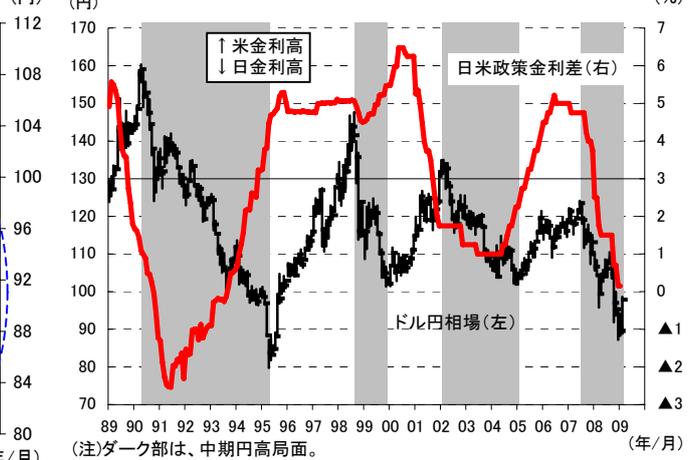
一方で、中長期的な円高ドル安基調に変化の兆候は窺えない。90年以降の中期円高ドル安局面をみると、日米金利差が4%以上あった98年から99年末にかけての円高局面こそ16ヵ月(両端入れ)にとどまったものの、日米政策金利差が3%未満に縮小していた局面では、いずれも金利差が3%超にまで拡大するまで、円高ドル安基調が続いている。米国での利上げが当面展望できない状況下、円高ドル安基調自体には変化はない見通し。

ちなみに、90年以降の中期円高局面では、「6～9ヵ月程度の円高、4～6ヵ月程度の円安への揺り戻し」を繰り返しながら、円高が進行するのが通例。2008年8月を起点とした円高局面も、過去の経験則を踏まえると、この春までには当座一服する頃合いだったといえる。90年代前半や02年からの円高局面では、2度目の円安への揺り戻し期間はともに4ヵ月にとどまっており、早ければ4月にも円安が一服する可能性がある。

(円) 08年以降の日経平均株価とドル円相場の推移



(円) (円) (日米政策金利とドル円相場



90年からの円高局面 98年夏からの円高局面 02年からの円高局面 今回の円高局面

円安ピーク	90年からの円高局面				98年夏からの円高局面				02年からの円高局面				今回の円高局面			
	年月	(円)	期間(ヵ月)	変動率(%)	年月	(円)	期間(ヵ月)	変動率(%)	年月	(円)	期間(ヵ月)	変動率(%)	年月	(円)	期間(ヵ月)	変動率(%)
	90 4	160.35			98 8	147.64			02 1	135.20			07 6	124.14		
		↓				↓				↓				↓		
	90 10	123.75	7	▲22.8	99 1	108.21	6	▲26.7	02 7	115.50	7	▲14.6	08 3	95.77	10	▲22.9
		↓				↓				↓				↓		
	91 6	142.15	9	▲14.9	99 5	124.75	5	▲15.3	02 12	125.73	6	▲8.9	08 8	110.67	6	▲15.6
		↓				↓				↓				↓		
	92 1	122.00	8	▲14.2	99 11	101.25	7	▲18.8	03 5	115.10	6	▲8.5	09 1	87.10	6	▲21.3
		↓								↓				↓		
	92 4	135.00	4	▲10.7					03 8	120.69	4	▲4.9				
		↓								↓						
	92 9	118.60	6	▲12.1					04 3	103.40	8	▲14.3				
		↓								↓						
	93 1	126.21	5	▲6.4					04 5	114.90	3	▲11.1				
		↓								↓						
	93 8	100.40	8	▲20.5					05 1	101.67	9	▲11.5				
		↓														
	94 1	113.60	6	▲13.1												
		↓														
	94 7	96.60	7	▲15.0												
		↓														
	95 1	101.45	7	▲5.0												
		↓														
	95 4	79.75	4	▲21.4												
			61	▲50.3			16	▲31.4			37	▲24.8			20	▲29.8

(2)円安進行余地:100円+ α にとどまる見通し。

一方、短期的な円安進行余地を探ると、中期的な円高ドル安基調に変化がなければ、円安進行余地も100円前後までに限られる見通し。

(イ) 円買い持ち解消

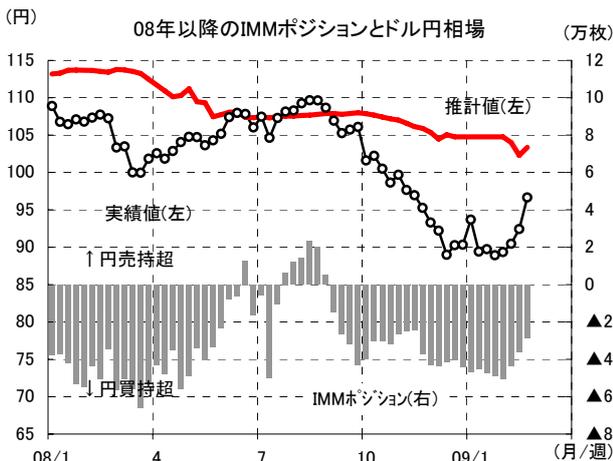
2月入り以降の円安の背景には、一つに投機筋による円買い持ち解消の動きがある。投機筋の動向を示すとされるIMM円ポジション(非商業部門)は、円買い持ち幅が2月初の5万枚強から2月後半にかけ3万枚弱まで縮小している。ちなみに、過去の円ポジションとドル円相場の関係からは、円ポジションがニュートラルになった時のドル円相場は103円前後と推計され、同水準前後まではドル反発が続く可能性がある。ただし、同ポジションの持続的な円売り持ち超過は、過去日米金利差が3%超の局面に限られている。このため、円安進行余地も同水準程度にとどまる見通し。

(ロ) 2年債利回り格差

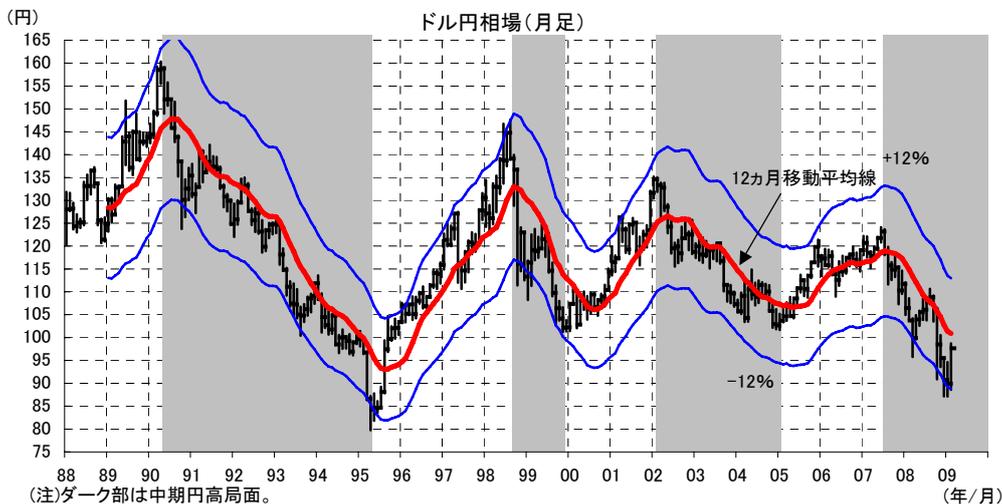
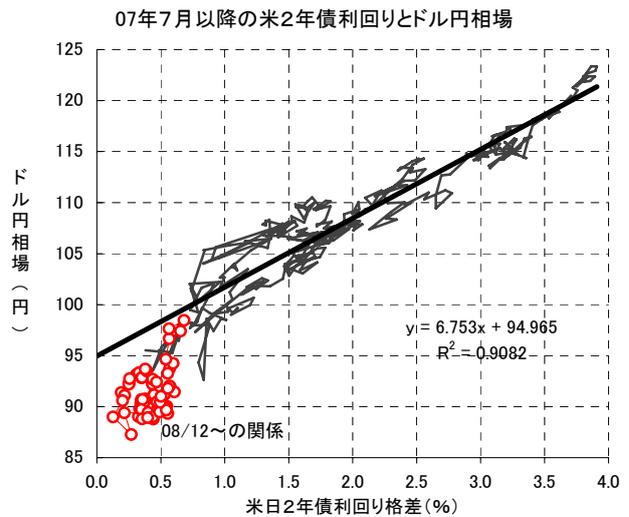
07年以降ドル円相場と強い相関を有してきた米日2年債利回り格差は、足許0.5%台で2月入り以降ほぼ不変の状況で、大幅に円安が進行する環境ではない。ただし、昨年12月以降、同利回り格差以上に円高ドル安が進行していた。同格差0.5%台に見合うドル円相場が90円台後半であることを踏まえると、2月末にかけての円安はそのオーバーシュート分の是正ととらえることができる。同利回り格差が一段と拡大しない限り、ドルの反発余地も100円前後までに限られる見込み。

(ハ) 中期円高局面での円安への揺り戻し

過去の中期円高局面では、円安への揺り戻しは12ヵ月移動平均線前後にとどまっている。足許同線が101円前後まで円高方向に切り上がるなか、ドルの反発余地も同水準前後にとどまる公算。逆に、12ヵ月線を明確に上抜ければ、07年6月以来の中期ドル安局面の終了・中期円安局面への移行を示唆することになる。



(注)推計値は、ポジションニュートラルと想定した場合のドル円相場。13週相関から導出
(資料)米CFTC



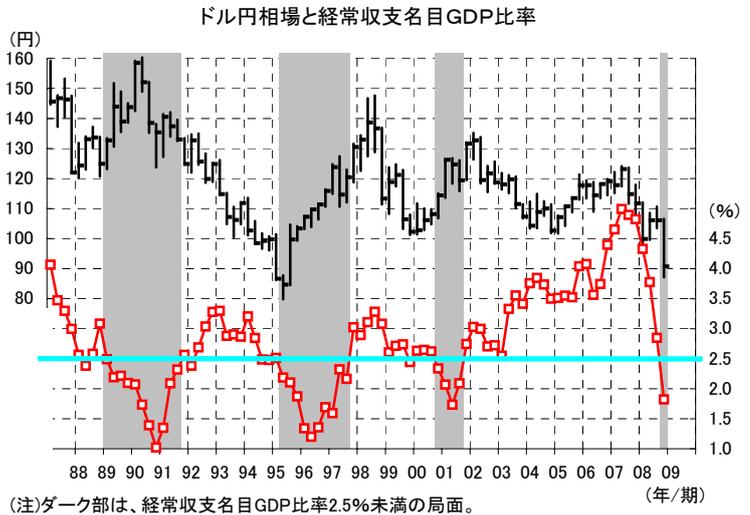
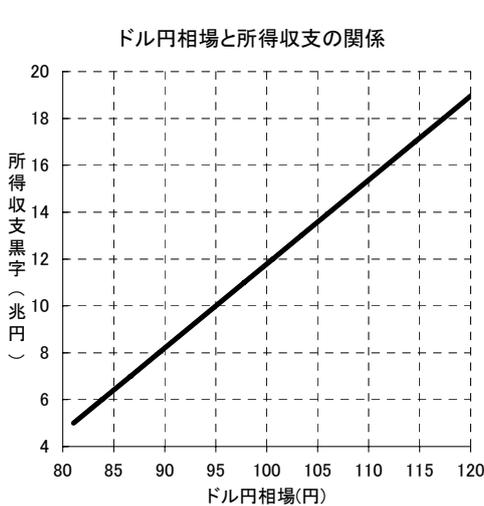
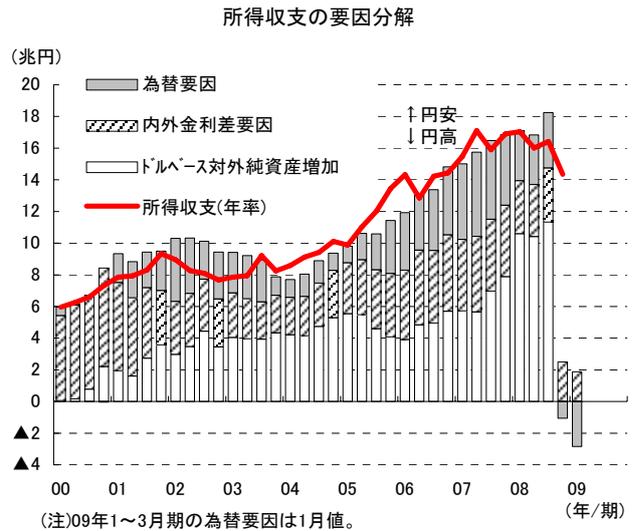
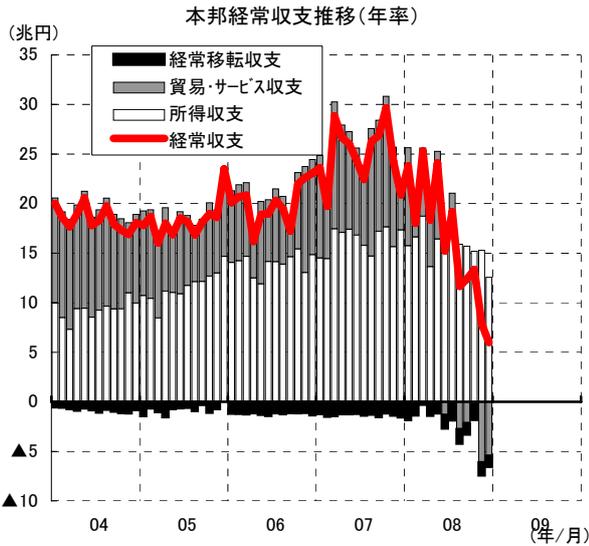
(注)ダーク部は中期円高局面。

(3) 経常黒字縮小:80円台前半では経常赤字転落の可能性。一方、110円超では黒字拡大が円高を招来。

昨年8月以降、わが国の貿易収支は赤字に転落したが、所得収支が年率で10兆円を超える黒字となるなか、経常収支全体では依然として黒字が維持されている。もっとも、昨年夏以降の実効レートベースでの急激な円高、内外金利差縮小を受け、所得収支黒字は08年3月をピークに縮小傾向にある。当面内外金利差の拡大が展望できない状況下、このまま円高が進行すれば、所得収支黒字が大きく目減りし、経常収支全体でも赤字化する可能性がある。

所得収支を要因分解すると、これまでは対外投資拡大に伴う対外純資産増大に加え、内外金利差拡大、円安が所得収支黒字拡大をもたらしてきた。もっとも、昨年入り以降は、内外金利差要因が縮小し始めているほか、円高が黒字の目減りをもたらしている。足許の内外金利差等を前提にすれば、ドル円相場が80円台半ばの水準が定着すれば、所得収支黒字は年率で7兆円を割り込む可能性が高く、その場合には、経常収支全体でも赤字に転落する恐れがある。貿易収支に続いて経常収支でも赤字に転落すれば、積極的な円買い材料が乏しいなか、円高にも歯止めがかかる見通し。

一方、過去の経常収支・名目GDP比率とドル円相場との関係を見ると、円が調達通貨と化して円安が進行した2005年以前は、概ね同比率が2.5%を超えると円高が、2.5%を下回ると円安が進行していた。同比率が既に1.8%まで低下、今後さらなる低下が見込まれる状況下、経常収支の観点からはむしろ円安が進行しても不思議ではない環境に至っている。円キャリー取引の巻き戻しをはじめ、経常収支の裏側にある資本取引の急収縮が一巡すれば、円ジリ安傾向に転じる可能性がある。一方で、ドル円相場が110円を超えて円安が進行すれば、所得収支黒字は年率16兆円前後、経常収支も再び年率10兆円超に拡大する。同名目GDP比率も2%超に復帰するとみられ、経常収支面からの円高圧力が徐々に強まることになる。円キャリー取引などが生じない限り、110円を超える円安は持続可能な水準とはなり得ないだろう。



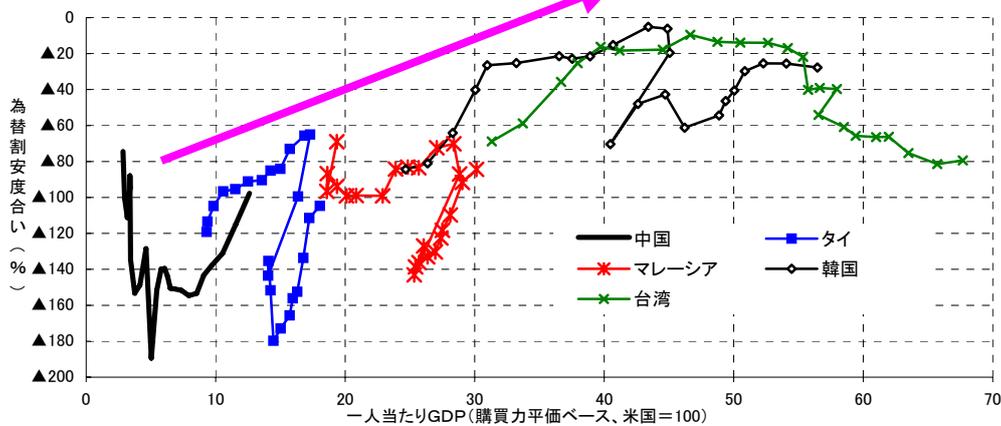
(4) 人民元は割安か？ : その他アジア諸国の切り上げペースに沿った水準。ただし、それにとどまる限り世界的な対外不均衡は解消せず。

2月14日のローマG7共同声明では、「中国の財政措置及びより柔軟な為替レートへの移行に対する継続したコミットメントを歓迎する。これらは、実効ベースでの人民元の継続した増加をもたらす」として、暗に人民元の持続的な切り上げを要請した。一方で、中国サイドからは、一部高官からむしろ元安誘導すべきとの発言が出るなど、人民元の水準を巡って意見の対立が続いている。

IMFが算出した購買力平価と現実の為替相場との乖離をみると、人民元は08年において購買力平価の半値に相当する割安水準にある（購買力平価:1ドル=3,694元、乖離=(購買力平価-実績値)/購買力平価）。ただし、一人当たりGDPが購買力平価ベースで依然として米国の1割程度にとどまっている現状を踏まえると、必ずしも過度な元安水準にあるわけではない。すなわち、他のアジア諸国の一人当たりGDP(対米比較)と為替の割安度合いとの関係を見ると、一人当たりGDPの対米格差が縮小するにつれ徐々に割安度合いが縮小しており、これまでの人民元の割安度合い縮小ペースは、97年のアジア通貨危機発生前のタイやマレーシア等と比べて遜色はない。消費者物価で測った米中購買力平価(基準年87年)をみても、06年にかけては約20%前後人民元が過小評価される状況が続いてきたが、その後の人民元高・中国でのインフレ加速を受け、購買力平価に見合う水準に収斂しつつある(基準年が異なれば過小評価度合いが大きくなる可能性はあるが、ここ2年でその度合いが小さくなっていることに変わりはない)。

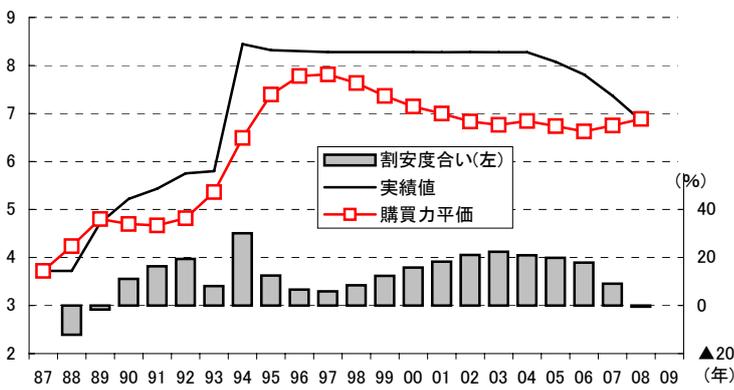
米中物価格差や他のアジア諸国の過去の発展段階との比較で見れば、人民元はもはや必ずしも割安とはいえない水準までは是正されており、中国当局が追加の人民元高を受け入れるのは困難とみられる。一方で、世界的な対外不均衡は、米国での過剰消費とアジア諸国の貯蓄過剰(過少消費・輸出依存)がその根因であり、中国およびその他アジア諸国が過去のパターンを踏襲する限り、対外不均衡問題は解消しない。むしろ、米国での過剰消費の是正が本格化するなか、アジア諸国、とりわけ中国が自国通貨安志向・輸出依存の体質を改めなければ、世界経済はデフレに陥るリスクが高まることになる。

85年以降のアジア諸国の一人当たりGDPと対ドル相場



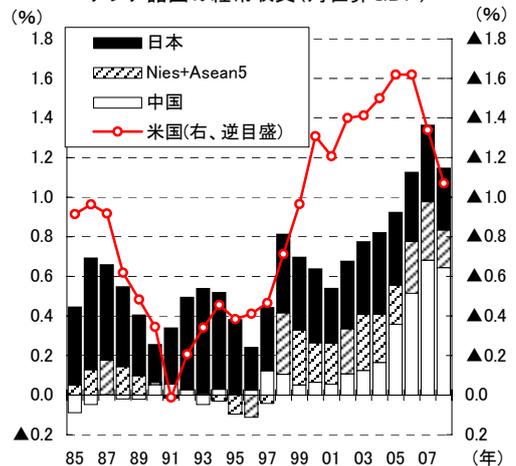
(注)為替割安度合い=(実績値/購買力平価-1)×100

人民元の対ドルレートと購買力平価(基準年:87年)



(注1)購買力平価は消費者物価を採用。
(注2)割安度合い=購買力平価からの乖離/購買力平価

アジア諸国の経常収支(対世界GDP)

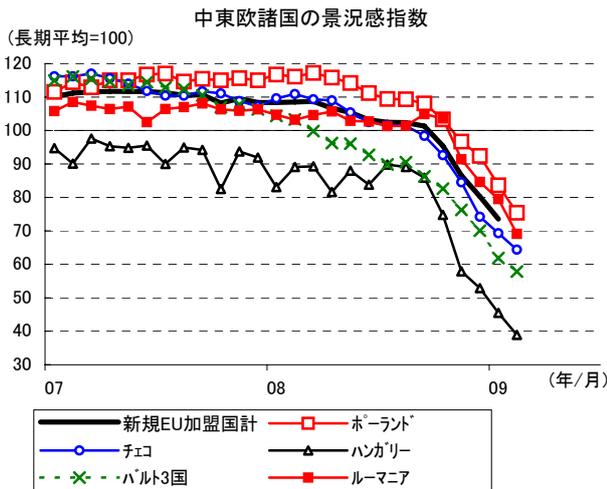


(5) 中東欧経済失速の影響：ユーロ圏景気が持ち直さない限り、中東欧景気の景気停滞が続き、欧州での金融不安を増幅させる恐れ。

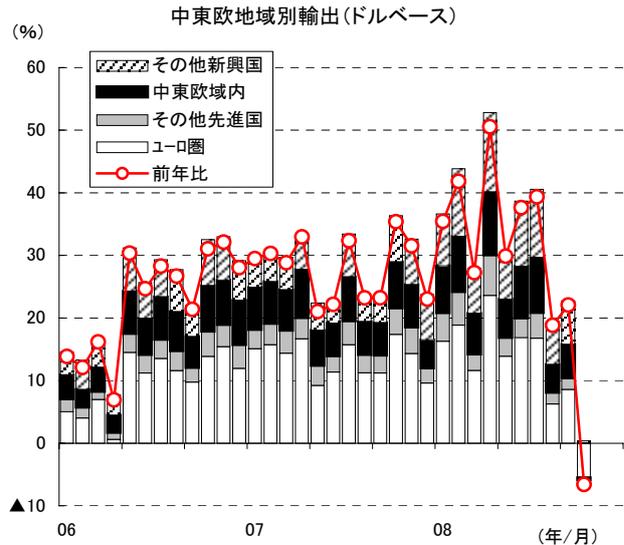
中東欧経済の先行きに対する懸念が再び強まっている。昨年秋の混乱時には、懸念の対象は専ら景気停滞感が強まるハンガリー・バルト3国に限られていたが、今回は中東欧全域で景気が急速に悪化するなか、これまで中東欧の優等生とされてきたポーランドやチェコでも混乱が生じ始めている。中東欧諸国は、欧州の生産拠点という位置付けの下、主にユーロ圏からの金融機関融資や直接投資により資金調達・設備投資を行い、ユーロ圏向け輸出を拡大していくことで、高成長を実現してきた。しかし結果として、輸出に占めるユーロ圏向け比率が約5割と突出、ユーロ圏経済への依存が深まっている。一方、金融面でも、対外金融借入のうち欧州から9割に達するなど、ユーロ圏への依存度が高まっている。

こうした状況下、昨年秋以降は、①ユーロ圏有力銀行の経営不安の影響による資金繰り逼迫という金融面のみならず、②ユーロ圏景気の急減速による輸出の急減という実体経済面でも、中東欧経済は大きな下押し圧力を受けている。EUやIMF等により金融支援策が打ち出されれば、金融面からの危機的状況は緩和されるとみられるものの、ユーロ圏景気が持ち直さない限り、実体経済面で中東欧経済の低迷は避けられないとみられる。

IMFは、サブプライムに関連した金融機関損失額を2.2兆ドルに上方修正したが、米国金融機関の損失計上が、08年末時点で既に7,580億ドルに及んでいるのに対し、欧州金融機関ではその半分以下の3,000億ドル強にとどまっている。証券化商品の半分程度が欧州金融機関によって保有されていたことを踏まえると、今後大幅な損失が表面化する可能性がある。これに加えて、中東欧をはじめとした新興国向け貸出に貸倒が発生すれば、欧州金融機関の資本不足問題が切迫化するのも時間の問題といえる。今後も「中東欧経済悪化→ユーロ圏金融機関への悪影響」という負の相乗効果がユーロ下押し要因として作用し続ける見通し。



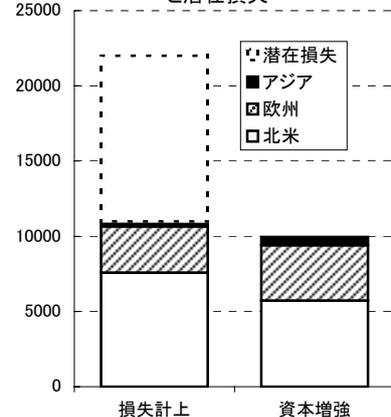
(注)新規加盟国計、バルト3国は2007年のGDPウエイトで作成。



金融機関の対外債権残高 (最終リスクベース、2008年12月末)

	欧州			米国	日本	計	欧州比率 (%)
	英国	スイス					
新興国計	32,453	6,498	1,840	4,685	1,997	41,484	78.2
中東欧	14,540	455	557	547	287	15,447	94.1
ポーランド	2,684	28	93	119	56	2,860	93.8
チェコ	1,859	49	4	33	11	1,904	97.6
ハンガリー	1,398	36	16	29	27	1,456	96.1
トルコ	1,266	197	56	147	40	1,466	86.4
ロシア	2,017	112	174	121	137	2,321	86.9
ウクライナ	517	8	65	13	8	540	95.7
ルーマニア	1,170	3	77	13	1	1,184	98.8
バルト3国	1,135	3	1	1	1	1,140	99.6

(億ドル) サブプライム関連損失計上額と潜在損失



(注1)損失計上は08年末まで。
(注2)潜在損失は、IMF予測値。

4. ドル円相場・チャート分析

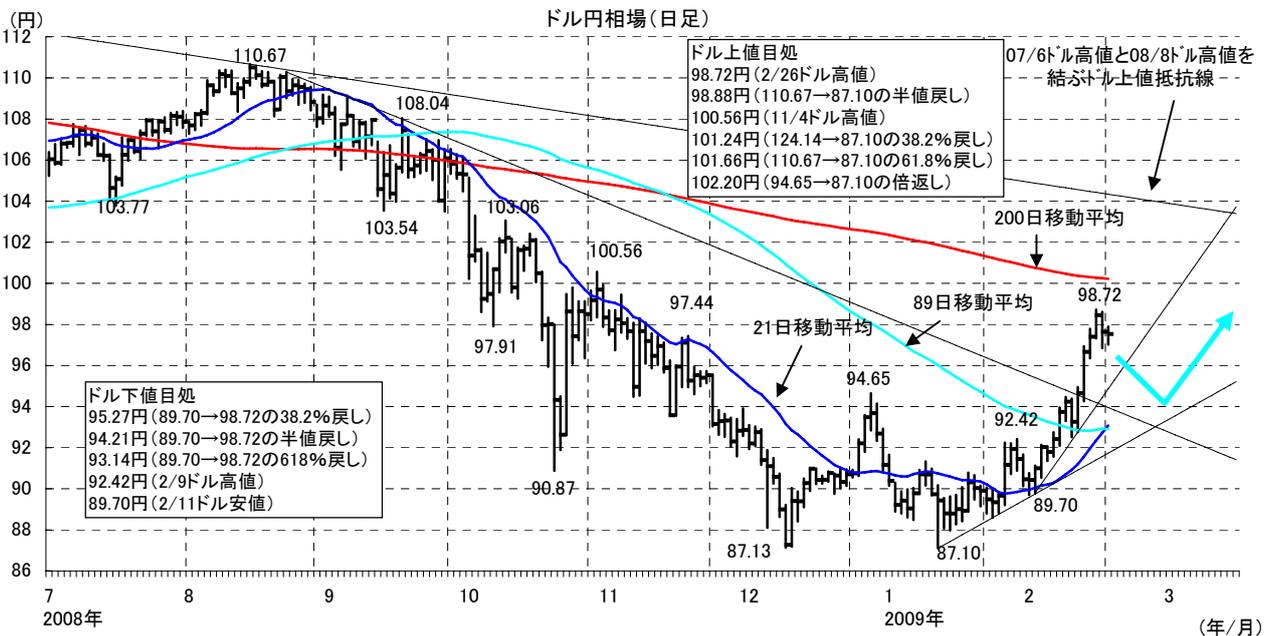
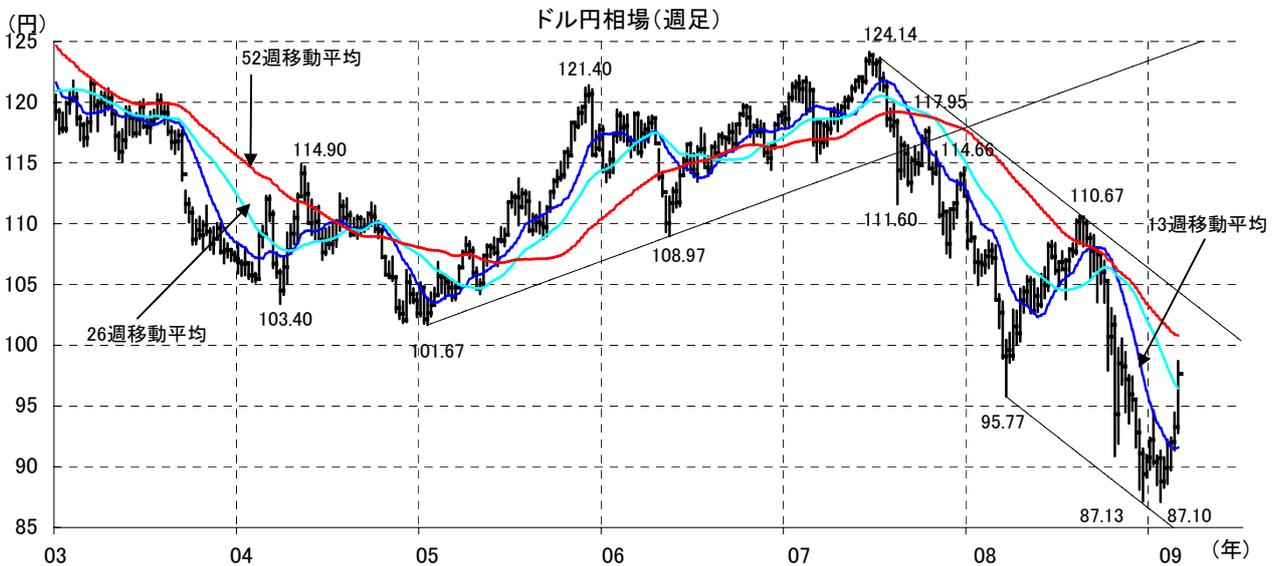
中期的なドル安基調は不変ながら、当面ドル堅調地合い。もっとも、100円超からはドルの上値が重くなる見込み。

<週足チャート (3/2時点での見解)>

- ・ 2月中旬以降、13週線を上抜けし、08年8月からのドル安一服、ドル反発局面入りが確認。短期的には96円台に位置する26週線前後でもみ合う可能性があるものの、最終的には足許100円台に位置する52週線、104円前後に位置するドル上値抵抗線を目処にドルが反発する可能性。
- ・ 一方、過去基調転換の目処となってきた52週線を明確に上抜けない限り、中長期的なドル安基調に変化はなく、同線近辺までドル反発後は、再びドル安基調が強まる公算大。

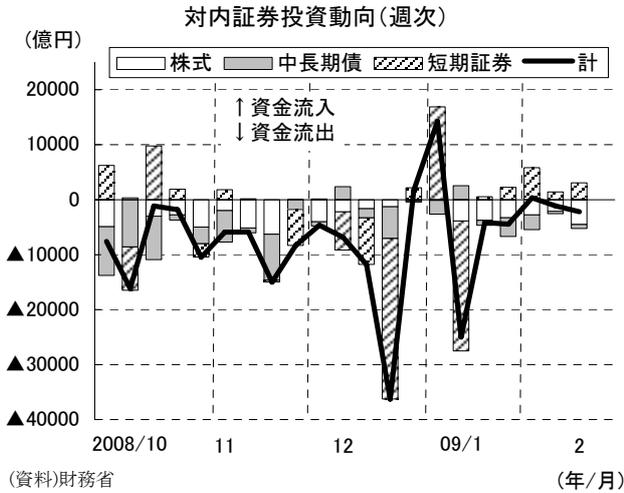
<日足チャート (3/2時点での見解)>

- ・ 2月初旬以降、21日線、89日線、昨年8月来のドル上値抵抗線を次々に上抜け、ドル反発局面入りが明確化。当面200日線が位置する100円台、2007年6月以来のドル上値抵抗線が位置する104円前後に向けドル堅調地合いが続く見込み。
- ・ 一方、2月中旬以来のドル下値支持線が足許95円台に位置するなか、短期的には同水準まではドルの調整が生じる可能性大。同線を下抜けても、21日線および89日線が位置する93円前後、1月下旬以来のドル下値支持線が位置する92円前後ではドルが底堅く推移する見込み。

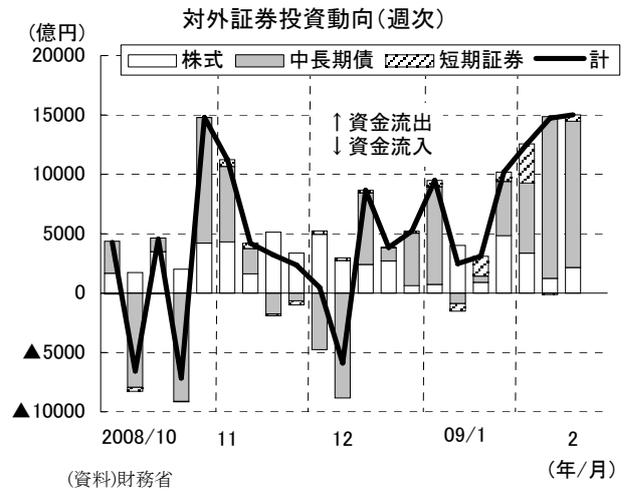


5. 為替関連指標

<対内対外証券投資動向>

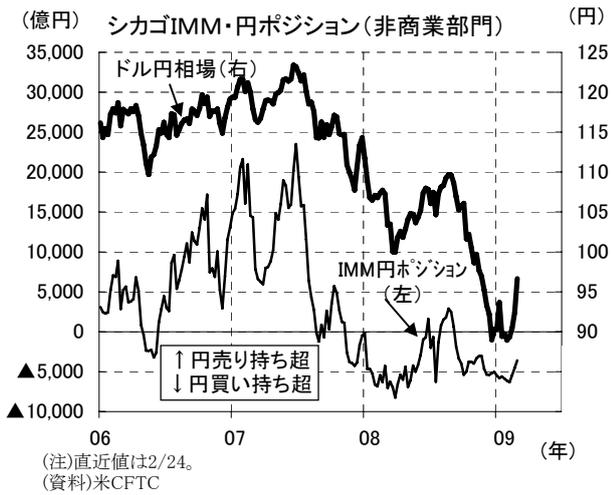


金融不安が強まるなか、株式投資は売り越しが持続。

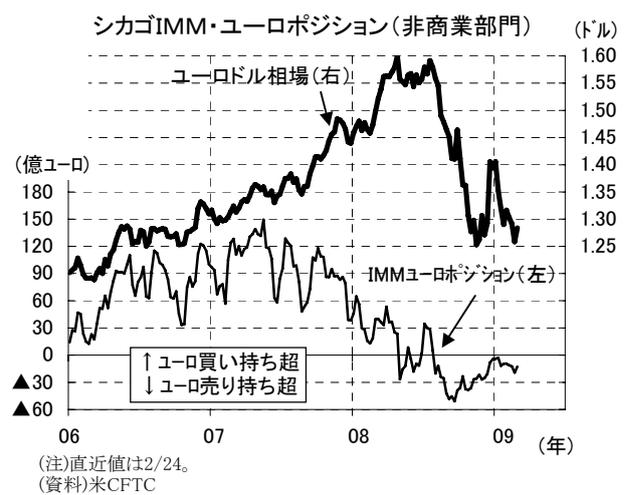


1月中旬以降、中長期債を中心に対外投資が増大。足許の円安をサポート。

<シカゴIMM(通貨先物)ポジション>

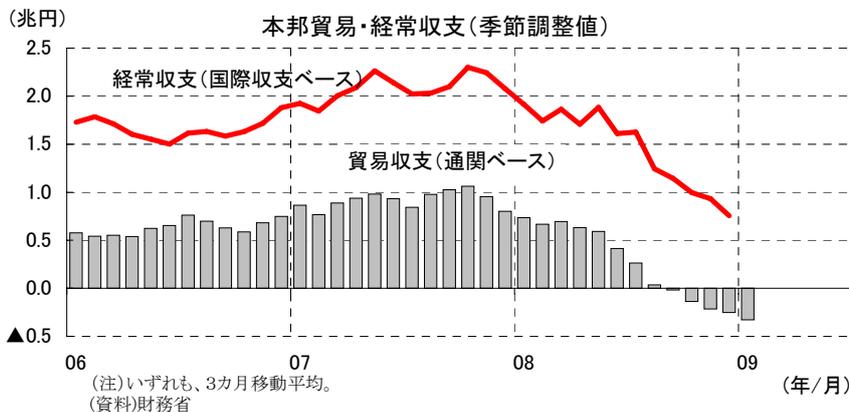


2月入り以降、円買い持ち超過幅が縮小。円買い持ちが解消されるにつれ、徐々にドル頭打ち感が強まる見込み。



ユーロ売り持ち幅は徐々に拡大も依然低水準。ユーロ売り余力大きく、今後ユーロが大きく下振れする可能性。

<本邦貿易・経常収支>



1月の貿易収支は、原油価格下落を受けた輸入の大幅減少はあったものの、輸出の大幅減少が続くなか、季節調整値ベースでは赤字幅が小幅拡大。世界経済の悪化を受け、当面輸出の低迷が避けられないなか、貿易赤字は今暫く持続する見通し。

内外市場データ（月中平均）

	短期金利		ユーロ円(TIBOR)		円・円スワップ			国債	プライムレート		為替相場		日経平均	米国市場				欧州市場	
	公定歩合 (%)	無担O/N (%)	3カ月 (%)	6カ月 (%)	2年 (%)	5年 (%)	10年 (%)	10年物 (%)	短期 (%)	長期 (%)	¥/\$	¥/Eur	株価 (円)	F F 0/N	1-03ヵ月	10年国債	N Y ダウ 工業株	1-03ヵ月	10年国債
05/7	0.10	0.001	0.09	0.10	0.15	0.54	1.29	1.25	1.375	1.45	111.94	134.82	11716.87	3.24	3.60	4.16	10545.38	2.12	3.23
05/8	0.10	0.001	0.09	0.10	0.22	0.70	1.46	1.41	1.375	1.60	110.72	136.06	12204.98	3.48	3.79	4.25	10555.58	2.13	3.25
05/9	0.10	0.001	0.09	0.10	0.25	0.71	1.42	1.37	1.375	1.55	111.06	136.20	12979.38	3.64	3.90	4.18	10532.54	2.14	3.09
05/10	0.10	0.001	0.09	0.11	0.34	0.91	1.61	1.53	1.375	1.80	114.82	138.01	13392.79	3.76	4.16	4.45	10324.31	2.20	3.26
05/11	0.10	0.001	0.09	0.11	0.36	0.93	1.61	1.51	1.375	1.90	118.41	139.54	14368.05	4.00	4.33	4.53	10695.25	2.36	3.48
05/12	0.10	0.001	0.09	0.11	0.34	0.95	1.64	1.53	1.375	1.85	118.64	140.68	15650.83	4.16	4.47	4.46	10827.79	2.47	3.37
06/1	0.10	0.001	0.10	0.11	0.35	0.94	1.59	1.47	1.375	1.80	115.45	139.99	14368.05	4.30	4.59	4.40	10872.48	2.51	3.34
06/2	0.10	0.001	0.10	0.11	0.49	1.15	1.75	1.56	1.375	2.00	117.89	140.77	16187.64	4.49	4.75	4.56	10971.19	2.60	3.49
06/3	0.10	0.002	0.12	0.14	0.68	1.37	1.91	1.69	1.375	2.10	117.31	140.98	16311.54	4.59	4.91	4.72	11144.45	2.72	3.66
06/4	0.10	0.002	0.13	0.19	0.81	1.58	2.14	1.90	1.375	2.45	117.11	143.56	17232.97	4.77	5.05	4.98	11234.68	2.79	3.92
06/5	0.10	0.020	0.19	0.27	0.89	1.60	2.15	1.91	1.375	2.50	111.51	142.54	16322.24	4.93	5.18	5.10	11333.88	2.89	3.98
06/6	0.10	0.036	0.31	0.40	0.88	1.50	2.06	1.86	1.375	2.45	114.53	145.14	14990.31	5.00	5.38	5.10	10997.97	2.99	3.99
06/7	0.40	0.155	0.40	0.48	0.94	1.57	2.12	1.90	1.375	2.65	115.67	146.72	15147.55	5.25	5.49	5.08	11032.48	3.10	4.02
06/8	0.40	0.250	0.43	0.51	0.89	1.48	2.02	1.81	1.625	2.50	115.88	148.47	15786.78	5.25	5.40	4.87	11257.35	3.23	3.89
06/9	0.40	0.261	0.43	0.50	0.77	1.27	1.84	1.67	1.625	2.30	117.01	149.11	15934.09	5.25	5.38	4.71	11533.60	3.34	3.76
06/10	0.40	0.254	0.44	0.52	0.85	1.37	1.92	1.76	1.625	2.35	118.66	149.66	16532.70	5.25	5.36	4.72	11963.12	3.50	3.80
06/11	0.40	0.257	0.47	0.56	0.91	1.36	1.87	1.69	1.625	2.30	117.35	151.13	16101.07	5.25	5.36	4.59	12185.15	3.60	3.73
06/12	0.40	0.255	0.53	0.60	0.92	1.34	1.77	1.63	1.625	2.35	117.30	154.92	16790.21	5.24	5.35	4.56	12377.62	3.60	3.73
07/1	0.40	0.267	0.55	0.61	0.91	1.37	1.84	1.70	1.625	2.40	120.58	156.56	17286.32	5.26	5.35	4.75	12512.89	3.75	4.03
07/2	0.75	0.357	0.57	0.63	0.91	1.36	1.84	1.70	1.625	2.30	120.45	157.60	17741.23	5.26	5.35	4.72	12631.48	3.82	4.05
07/3	0.75	0.509	0.67	0.70	0.93	1.31	1.76	1.61	1.875	2.20	117.28	155.29	17128.37	5.26	5.34	4.56	12268.53	3.89	3.95
07/4	0.75	0.511	0.65	0.70	0.97	1.37	1.82	1.67	1.875	2.25	118.83	160.36	17469.81	5.24	5.34	4.68	12754.80	3.98	4.16
07/5	0.75	0.521	0.65	0.72	1.04	1.41	1.84	1.67	1.875	2.25	120.73	163.19	17595.14	5.25	5.34	4.74	13407.76	4.07	4.29
07/6	0.75	0.507	0.69	0.77	1.19	1.66	2.08	1.88	1.875	2.45	122.62	164.48	17942.18	5.25	5.35	5.10	13480.21	4.15	4.58
07/7	0.75	0.499	0.75	0.83	1.21	1.66	2.10	1.88	1.875	2.55	121.59	166.68	17974.77	5.26	5.35	4.99	13677.89	4.22	4.52
07/8	0.75	0.485	0.80	0.87	1.11	1.43	1.87	1.66	1.875	2.55	116.72	158.98	16460.95	5.04	5.52	4.68	13239.71	4.55	4.30
07/9	0.75	0.510	0.84	0.90	1.08	1.36	1.79	1.60	1.875	2.25	115.02	159.64	16235.39	4.97	5.53	4.51	13557.69	4.74	4.24
07/10	0.75	0.506	0.84	0.91	1.10	1.37	1.83	1.65	1.875	2.45	115.74	164.74	16903.36	4.75	5.15	4.51	13901.28	4.68	4.29
07/11	0.75	0.500	0.85	0.91	1.02	1.27	1.71	1.51	1.875	2.20	111.21	163.28	15543.76	4.50	5.02	4.14	13200.58	4.64	4.10
07/12	0.75	0.497	0.86	0.91	0.97	1.24	1.70	1.53	1.875	2.30	112.34	163.50	15545.07	4.22	5.17	4.09	13406.99	4.85	4.24
08/1	0.75	0.502	0.85	0.89	0.83	1.09	1.60	1.42	1.875	2.10	107.66	158.14	13731.31	3.93	3.93	3.72	12538.12	4.48	4.05
08/2	0.75	0.504	0.85	0.88	0.89	0.96	1.64	1.44	1.875	2.15	107.16	158.18	13547.84	2.97	3.12	3.73	12419.57	4.36	3.96
08/3	0.75	0.511	0.86	0.89	0.92	1.08	1.51	1.30	1.875	2.10	100.79	156.28	12602.93	2.60	2.85	3.48	12193.88	4.60	3.81
08/4	0.75	0.506	0.84	0.88	0.98	1.16	1.59	1.41	1.875	2.10	102.49	161.53	13357.70	2.26	3.02	3.64	12656.63	4.78	4.05
08/5	0.75	0.505	0.84	0.88	1.18	1.47	1.87	1.67	1.875	2.40	104.14	162.05	13995.33	1.99	2.84	3.87	12812.48	4.86	4.20
08/6	0.75	0.509	0.84	0.89	1.30	1.62	1.99	1.75	1.875	2.45	106.90	166.23	14084.60	2.00	2.95	4.08	12056.67	4.94	4.55
08/7	0.75	0.503	0.85	0.90	1.18	1.44	1.82	1.60	1.875	2.40	106.81	168.35	13168.91	2.02	3.00	3.97	11322.38	4.96	4.50
08/8	0.75	0.504	0.85	0.89	1.01	1.26	1.66	1.45	1.875	2.25	109.28	163.75	12989.35	1.99	3.00	3.88	11530.75	4.96	4.22
08/9	0.75	0.495	0.85	0.90	1.05	1.31	1.69	1.48	1.875	2.30	106.75	153.25	12123.53	1.86	3.95	3.68	11114.08	5.02	4.10
08/10	0.50	0.487	0.88	0.91	1.02	1.27	1.55	1.50	1.875	2.35	100.33	133.49	9117.03	1.01	5.31	3.78	9176.71	5.11	3.90
08/11	0.50	0.301	0.82	0.86	0.89	1.13	1.48	1.46	1.675	2.40	96.81	123.25	8531.45	0.39	3.11	3.46	8614.55	4.23	3.57
08/12	0.30	0.211	0.86	0.88	0.85	1.02	1.32	1.31	1.675	2.40	91.28	122.79	8463.62	0.17	2.47	2.40	8595.56	3.29	3.06
09/1	0.30	0.120	0.73	0.78	0.75	0.94	1.26	1.25	1.475	2.25	90.41	119.68	8331.49	0.15	1.73	2.47	8396.20	2.45	3.09
09/2	0.30	0.111	0.71	0.77	0.72	0.89	1.19	1.29	1.475	2.25	92.50	118.33	7694.78	0.22	1.65	2.85	7749.01	1.96	3.17

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。

内外政治・経済トピックスと今後のスケジュール

		国内	海外
2	2		米1月ISM製造業景況指数、35.6と7ヵ月振りの上昇
	3	12月現金給与総額、前年比▲1.4%と07/12以来の大幅減 日銀、金融機関保有株式買入再開	オバマ米大統領「米国、貿易に関し保護主義的メッセージを送ることはできない」
	4		米1月ISM非製造業景況指数、42.9と2ヵ月連続改善
	5		英中銀、政策金利を0.50%引き下げ、1.00%へ。 ECB、政策金利を据え置き
	6		米1月雇用統計:就業者数▲598千人と74/12以来の大幅減、08年通年は▲297万人と40年以降最悪。失業率は92/9以来の7.6%に上昇
	9	10～12月期機械受注(船・電除民需)、前期比▲16.7%と過去最大の減少	
	10		米財務省、総額1兆5,000億ドル超の金融安定化策発表
	12	1月企業物価指数、前年比▲0.2%と03/12以来の前年比下落	米1月小売売上高、前月比+1.0%と7ヵ月振りに増加
	13		独10-12月期実質GDP(速報値)、前期比▲2.1%と87/1-3以来の大幅減 ユーロ圏10-12月期実質GDP(速報値)、前期比▲1.5%とユーロ発足以来最大の下落 米上下院、総額7,870億ドルの景気対策法案を賛成多数で可決
	14		ローマG7共同声明「金融セクター強化のためあらゆる政策手段を用いて協働」
	16	10～12月期実質GDP(一次速報)、前期比年率▲12.7%と74/1-3以来の大幅減	
	17	中川財政金融相辞任。後任に与謝野経済財政相が兼務	米GM・クライスラー、経営再建計画提出
	18		米政府、総額2,750億ドルの住宅差し押さえ対策発表 米FRB改訂実質GDP見通し 09年:▲1.3-▲0.5%、10年:2.5-3.3%
	19	日銀、政策金利を据え置き。A格相当以上の社債買入を決定 政府月例経済報告、「景気は厳しい状況」と基調判断を5ヵ月連続下方修正	メルケル独首相「ドイツは必要があればIMF通じ東欧諸国支援の用意も」
	20		米1月消費者物価、前年比±0.0%と55年8月以来53年振りの低い伸び
	24	与謝野財務相、株価対策検討を指示	バーナンキ米FRB議長「当局の努力奏効しなければ年内の景気回復ない可能性」 日米首脳会談。オバマ大統領施政方針演説
	25	1月通関貿易収支(季節調整値)▲3,648億円	米銀行監督当局、資本支援措置(CAP)指針発表
	26		米09会計年度予算教書、財政赤字1兆7,521億ドルと過去最大
	27	1月鉱工業生産、前月比▲10.0%と統計開始以来最大の下落 2009年度政府予算案衆院通過	米10～12月期実質GDP(改定値)、前期比年率▲6.2%に下方改定 米政府、シテイループの優先株を普通株に転換し、事実上の公的管理下へ
	3	2	
3			米2月自動車販売
4			米2月ISM非製造業景況指数、ページブック
5		10～12月期法人企業統計	ECB理事会、英中銀金融政策委員会(4日～) 米10～12月期労働生産性(改定値)、1月製造業受注
6		12月景気動向指数(速報)	米2月雇用統計
9		2月マネーストック、同景気ウォッチャー調査、1月国際収支	
10		1月景気動向指数(速報)	
11		1月機械受注、2月国内企業物価	
12		10～12月期実質GDP(二次速報)	米2月小売売上高
13		2月消費者態度指数	米1月貿易収支、3月シガン大学消費者信頼感(速報値)
16			米3月NY連銀製造業景況指数、2月鉱工業生産・設備稼働率
17		1月第三次産業活動指数	米2月生産者物価、同住宅着工件数、1月証券投資統計
18		日銀決定会合(17日～)、日銀総裁定例記者会見	米10～12月期経常収支、2月消費者物価、FOMC(17日～)
19			米2月CB景気先行指数、3月フィラデルフィア連銀景況指数
23		1～3月期景気予測調査、日銀政策決定会合議事要旨(2/18～19分)	米2月中古住宅販売
25		2月通関貿易収支	独3月ifo景況指数、米1月耐久財受注、同新築住宅販売
26		2月企業向けサービス価格指数	米10～12月期実質GDP(確定値)
27		3月東京都区部消費者物価・2月全国消費者物価	米2月個人所得・消費、3月同シガン大学消費者信頼感(確報)
30		2月鉱工業生産	
31		2月労働力調査・有効求人倍率、同家計調査、同住宅着工戸数 2月毎月勤労統計	米3月CB消費者信頼感指数、1月S&P/ケース・シラー住宅価格指数 米3月シカゴ購買部協会景気指数