

# 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4月2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) 3月の相場回顧

3月のドル円相場は、総じて98円前後での小動きが持続。5日にかけ、中国での景気回復期待などを背景に一時99.69円まで円安ドル高が進行したものの、その後は、世界的な株高が円・ドルともに売り要因として作用するなか、98円を中心に動意を欠いた展開が持続。その後、米FRBによる長期国債買入決定を受け、19日には一時93.55円までドルが急落したものの、23日の米政府による不良資産買取策発表や良好な米住宅関連指標を受けた米景気底打ち期待の高まりもあり、月末にかけては99円台前半までドルが反発。

### (2) 今後の見通し

国内景気の低迷が深刻化するなかで、**当面円軟調地合いながら、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国内景気的大幅な悪化、②わが国貿易収支の赤字転落など、円売り材料に事欠かない状況に加え、③金利差縮小を材料としたドル売り圧力の減退、④不良資産買取策など、米国政府の積極的な対応を受けた景気底打ち期待の高まり、等を背景に、**円軟調地合いが続く見込み。**

もともと、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は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。

一方、在庫調整進展により、わが国景気的大幅悪化に歯止めがかかるとみられる**年央までには、円軟調地合いも一服する見通し。**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、**秋以降は、米国景気回復期待や金融安定化期待がはく落するとみられ、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、ドルに対する信認低下が顕著となり、ドルの下値が深くなるリスクも排除できず。

(円)

(円)

|       | 2009年 |     | 2009年 |       |       |         | 2010年 |
|-------|-------|-----|-------|-------|-------|---------|-------|
|       | 3月    | 4月  | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 |
| 期中平均  | 97.9  | 98  | 93.6  | 96    | 95    | 93      | 91    |
| (高値)  | 99.7  | 102 | 99.7  | 102   | 102   | 100     | 98    |
| 予測レンジ | ?     | ?   | ?     | ?     | ?     | ?       | ?     |
| (安値)  | 93.6  | 94  | 87.1  | 90    | 88    | 86      | 84    |

(円)

予測

予測



## 2. ユーロ相場見通し

足許ユーロ上振れも、対ドル、対円ともに、年央にかけてのユーロ安基調は不変。夏以降ユーロ安一服も、力強いユーロ反発は期待薄。

### (1) 3月の相場回顧

＜対ドル＞ 世界的な株安に伴うリスク回避の動きから、月初1.2457ドルまでユーロ安が進行したものの、その後は景気底打ち期待を背景とした世界的な株高を背景にユーロ高に転換。米FRBによる長期国債買入を受けた米長期金利低下もあり、19日には1.3739ドルまでユーロ高が加速。もっとも、ユーロ圏景気に底打ちの兆しが見えない状況下、月末にかけては、株高一服、ECBによる追加利下げ観測を背景に、1.31ドル台前半までユーロが反落。

＜対円＞ 世界的な株安を受けたリスク回避の動きから、月上旬にかけては122～125円台での一進一退の展開が続いたものの、その後は、世界的な株価持ち直し傾向が鮮明になるなかで、円安ユーロ高が加速。米不良債権処理発表に伴う金融安定化期待もあり、24日には一時134.50円まで円安ユーロ高が進行。もっとも、積極的なユーロ買い材料が乏しい状況下、月末にかけては、株高一服するにつれ、126.43円までユーロが急反落。

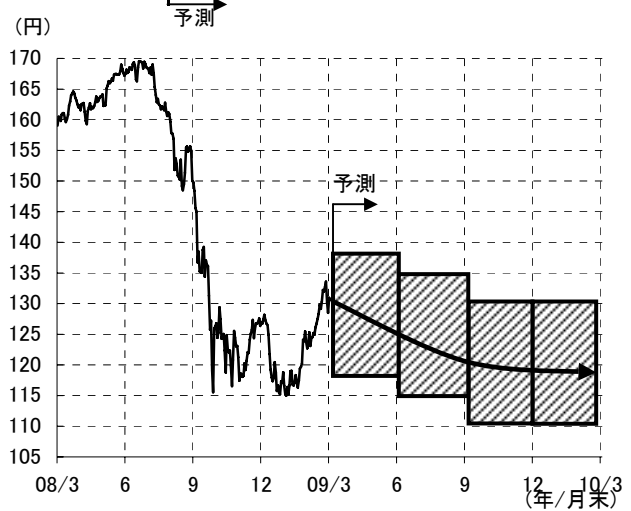
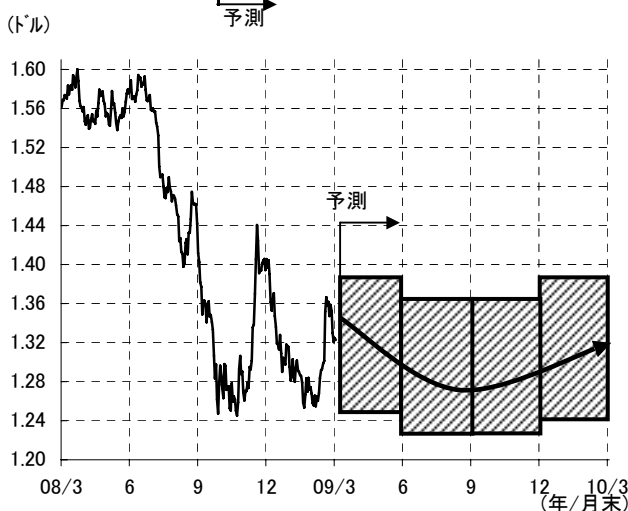
### (2) 今後の見通し 足許の状況を鑑み、ユーロ高方向に見通しを小幅修正。

＜対ドル＞ 世界的な株高を背景に、短期的にはユーロ一段高の可能性はあるものの、①ユーロ圏景気の悪化持続、それに伴うECBの先行き利下げ観測、②ユーロ圏での金融不安、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、ユーロ高の持続性は乏しく、株高一服につれ、**ユーロ安基調に復帰する見通し**。ECBによる利下げが一服、急激な景気悪化にも歯止めがかかるとみられる**今夏以降は、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、徐々にユーロ持ち直し傾向が強まる見通し**。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＞ 株高が続けばユーロ一段高の可能性はあるものの、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、**当面円高ユーロ安基調が続く見通し**。ECBによる追加利下げが十分に織り込まれれば、国内景気の悪化など、積極的な円買い材料が乏しい状況下、一方向的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) |      |      |       | 2010年 |
|------|-------|------|------|-------|-------|
|      | 2009年 | 4～6  | 7～9  | 10～12 | 1～3   |
| 平均   | 1.305 | 1.33 | 1.29 | 1.29  | 1.31  |
| (高値) | 1.406 | 1.38 | 1.36 | 1.36  | 1.38  |
| レンジ  | }     | }    | }    | }     | }     |
| (安値) | 1.246 | 1.24 | 1.22 | 1.22  | 1.24  |

|      | (円)   |     |     |       | 2010年 |
|------|-------|-----|-----|-------|-------|
|      | 2009年 | 4～6 | 7～9 | 10～12 | 1～3   |
| 平均   | 122.1 | 128 | 123 | 120   | 119   |
| (高値) | 134.5 | 138 | 135 | 130   | 130   |
| レンジ  | }     | }   | }   | }     | }     |
| (安値) | 112.1 | 118 | 115 | 110   | 110   |



### 3. トピックス

|     |             | ＜要旨＞                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (1) | 米長期国債買入の影響  | <p>(イ)ドル相場が長期金利差と強い相関を有するなか、米FRBによる長期国債買入は、長期金利の低下を通じて、ドル一段安に作用。</p> <p>(ロ)一方、長期国債買入増が高じれば、ドルへの信認が低下するリスクも。海外中銀による米国債保有が長期金利の低位安定をもたらしてきただけに、ドルへの信認が低下すれば長期金利上昇を招く恐れ。</p>                                                                                                  |
| (2) | 米長期国債買入の背景  | <p>(イ)米FRBによる長期国債買入の背景には、海外中銀による米長期債需要減退が指摘可能。各国で外貨準備の取り崩しを余儀なくされ、これまでのドル還流メカニズムが崩壊したことがその背景。</p> <p>(ロ)外貨準備取り崩しの根因は、金融危機による米欧金融機関の資金回収。結局、信用バブル崩壊のツケをFRBが払った形で、最終的には、ドルに対する信認低下を招く可能性。</p>                                                                                |
| (3) | 準備通貨見直し     | <p>(イ)中国は、SDRの活用を骨子とした国際通貨体制の見直しを提案。ドル基軸通貨体制が早期に見直される可能性は乏しいものの、米国の相対的な地位低下に伴い今後議論が進展していく可能性。</p> <p>(ロ)外貨準備に占めるドルの比率は足許64%で、GDPやSDR構成比率(44%)対比過大。今後SDRの利用価値が見直されれば、ドルからユーロ・円への資金シフトが生じる可能性。</p> <p>(ハ)一方、中国は、人民元の国際通貨化も意図。ただし、そのためには、人民元の変動相場制への移行、資本自由化が不可欠。</p>         |
| (4) | 米経常赤字の行方    | <p>(イ)米国家計のバランスシート調整が本格化するなか、当面経常赤字の縮小が続く公算ながら、輸出減少から赤字縮小ペースは鈍化の見込み。ISバランスをみても、財政赤字の大幅拡大が見込まれるなか、景気悪化が深刻化すれば経常赤字は縮小するものの、小幅な景気悪化にとどまれば経常赤字はむしろ拡大する可能性も。</p> <p>(ロ)一方、米民間部門が90年代前半以来の貯蓄超過に転じるなか、もはや「ドル高→海外マネーの流入促進」を通じた成長は期待薄。「ドル高」政策は単なる財政赤字ファイナンスのためのトリックに変質。</p>         |
| (5) | 円安ユーロ高の持続性  | <p>(イ)2005年以来続いてきた独日2年債利回り格差との関係を踏まえると、ユーロ円相場は115円前後がリズナブルな水準。金利差が主要な決定要因である限り、早晩揺り戻しが生じる可能性。</p> <p>(ロ)ユーロ圏GDPの大幅悪化が予想されるなか、ユーロ圏の失業率は2010年にかけて10%台まで上昇する見込み。ECBによる一段の利下げ・超低金利長期化は不可避で、独2年債利回りが一段と低下すれば、更なる円高ユーロ安を招く可能性も。</p>                                              |
| (6) | ユーロ円相場の適正水準 | <p>(イ)円安ユーロ高の一因には、株高に伴うリスク志向の強まりがあるが、日経平均8,000円台半ばに見合うユーロ円相場水準は120円台半ばで、足許ではユーロがオーバーシュート。株高自体も金利上昇を伴わず脆弱。</p> <p>(ロ)実体経済面でも、ユーロ円相場と連動性の高い独ifo景況指数の悪化に歯止めがかかっておらず、一段の円高ユーロ安を示唆。原油高が再燃しない限り、OECD日欧購買力平価(137円)を超える円安進行の可能性は乏しく、生産者物価で測った日欧購買力平価(120円台半ば)を中心とした相場展開が続く可能性。</p> |

## (1) 米長期国債買入の影響: 短期的には金利低下を通じて緩やかなドル安へ。もっとも、ドル信認低下を招く恐れも。

米FRBは、3月18日のFOMCで、今後半年で3,000億ドルの長期国債買い入れを実施することを決定した。これを受け、米10年債利回りが同日に0.50%以上低下、同時に、米日10年債利回り格差とドル円相場、独米10年債利回り格差とユーロドル相場が、ほぼ連動して推移するなか、対円・対ユーロともに大幅なドル安が進行した。財政赤字の大幅拡大を受け、長短金利差が高止まりする状況下、米FRBが、今後も長期国債買入の増額等に踏み切れば、長期金利低下を通じて、ドル一段安に作用する可能性がある。

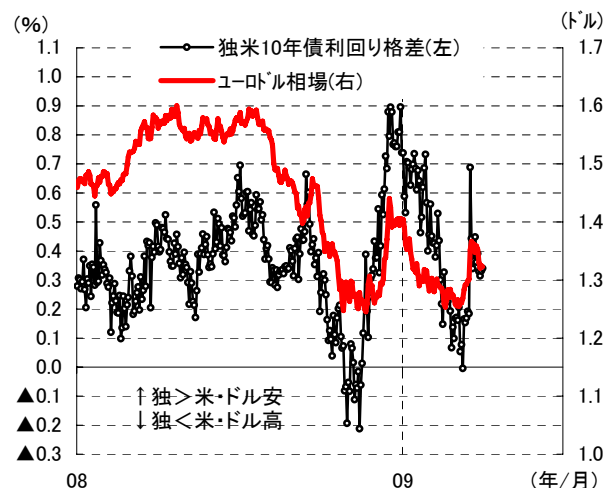
一方で、FRBによる長期国債買い入れは、短期的には需給緩和を通じて長期金利低下に作用するものの、買入増が高じれば、財政赤字を紙幣増刷によりファイナンスするという思惑を招き、結果としてドルへの信認低下、インフレ高進を通じて中長期的な金利上昇要因ともなりかねない側面を有している。米10年債利回りの変動要因を見ると、中国や日本などの外国中銀による米国債保有増加が、2000年入り以降恒常的に米長期金利上昇抑制に作用し続けるなか、2007年以降は、政策金利引き下げ・景気後退・デフレ懸念が長期金利大幅低下の主因となっている。足許では、追加の利下げ余地が限られる一方で、財政赤字拡大による長期金利上昇圧力が強まり始めており、FRBによる国債買い入れが、ドルの信認低下を招けば、中国をはじめとした外国中銀による米国債保有の減少によりむしろ米長期金利が大幅に上昇する可能性も否定できない。

長期国債買い入れは、素直に金利低下に作用すれば、金利差縮小の観点からドル安に作用する。逆に、米長期金利上昇を招く事態になれば、それはドル信認低下の結果といえ、いずれにせよ長期国債買い入れの増額が展望される限り、中長期的なドル安要因として作用し続ける公算。前者であれば、金利差縮小に見合った緩やかなドル安が展望される一方、後者となれば、大幅かつ急激なドル安が進行する可能性。

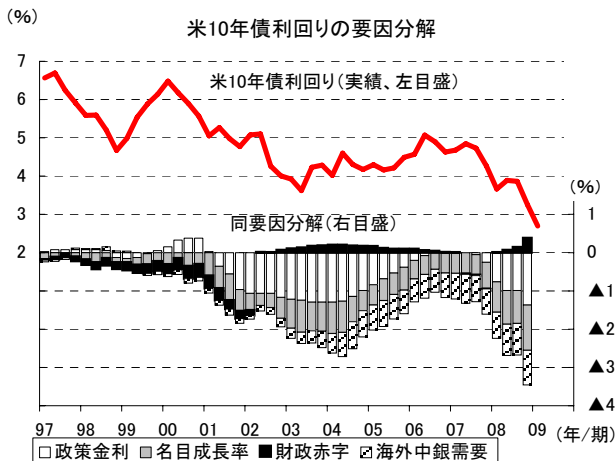
米日10年債利回り格差とドル円相場



独米10年債利回り格差とユーロドル相場

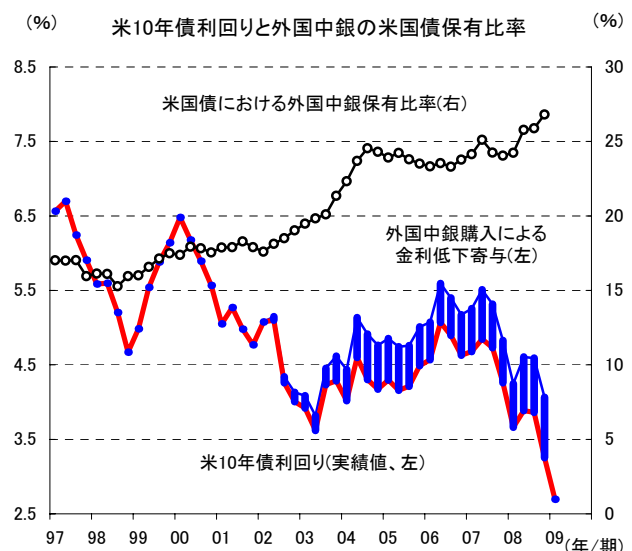


米10年債利回りの要因分解



(注1)米10年債利回り(実績)の直近値は1、2月平均。  
(注2)要因分解は、96年10～12月期対比の変化幅。  
(注3)海外中銀需要は米国債の海外中銀保有比率。

米10年債利回りと外国中銀の米国債保有比率



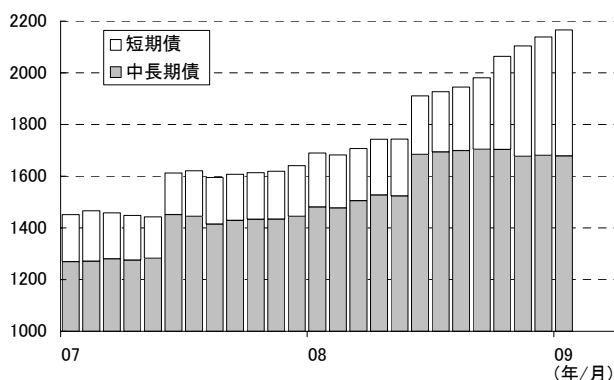
## (2) 米長期国債買入の背景: 海外中銀による外貨準備取り崩し、米国債購入鈍化が一因ながら、その根因は欧米での金融危機。

米FRBが長期国債買入に踏み切った背景の一つには、海外中銀による米長期債需要減退が明らかになってきたことが指摘できよう。海外中銀による米国債保有残高こそ一貫して増加し続けているものの、中長期債保有残高は昨年9月の1,704億ドルをピークにわずかながらも減少し始めている。この背景には、最大の米国債保有国である中国が短期債への乗換えを強めていることに加えて、金融危機を受け各国で外貨準備の取り崩しを余儀なくされていることがある。2008年1～3月期までは、米国の経常赤字を凌駕するだけの外貨準備の純増があり、いわゆるドル還流メカニズムが機能していたが、同年7～9月期以降は各国の外貨準備純増額は激減、10～12月期には、ロシアを中心に大規模な外貨準備取り崩しが発生している。

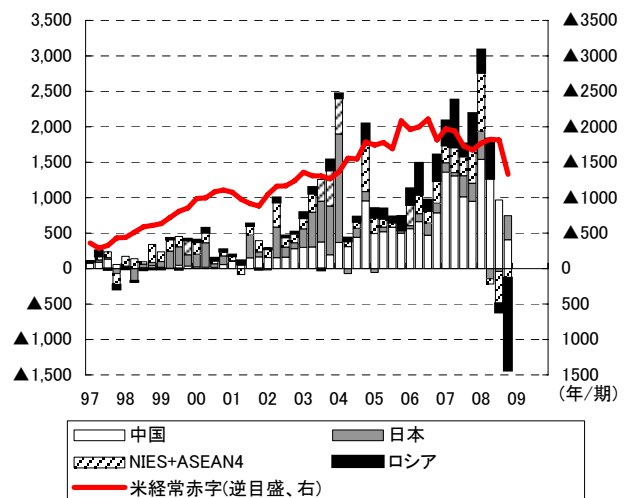
一方、海外中銀が外貨準備の取り崩しを余儀なくされた主因は、まさに欧米での金融危機にほかならない。米国の資本収支をみると、08年4～6月期以降、欧米金融機関で融資回収の動きが強まり、海外からの融資依存の強かったロシア・中東欧や韓国などでは資金流出が加速。自国通貨防衛のため、ドル売り介入を余儀なくされた。また、先進国においても、金融機能麻痺によりドルの調達が困難化するなか、外貨準備の流用を余儀なくされている。ちなみに、2008年7～9月期以降、FRBによるドル供給を主因に、米国政府による対外投資が2,000億ドル超にまで増加しており、FRBによるドル供与がなければ、外貨準備の取り崩し、新興国での通貨危機がさらに深刻化していたと思われる。

ユーロ圏や日本でも景気が失速し、不美人投票の様相を呈するなか、2008年夏以降対円以外の通貨でドル全面高が進行しているが、結局のところ、信用バブルの崩壊、ドル還流メカニズム崩壊のツケを、FRBによる長期国債買い入れ、通貨スワップ拡大に伴うFRBのバランスシート拡大で払っている形となっている。一連のFRBの対応は、最終的には、ドルに対する信認低下という形で跳ね返ってくる筋合いのものといえる。なお、09年入り以降ドル高進行下で、本来ドルと逆相関にある金価格が大幅に上昇している。これは、金・ドルのどちらかの価格に異常値が発生している可能性と同時に、ドルだけではなく金融資産そのものの信認が低下し始めた可能性を示唆しているといえよう。

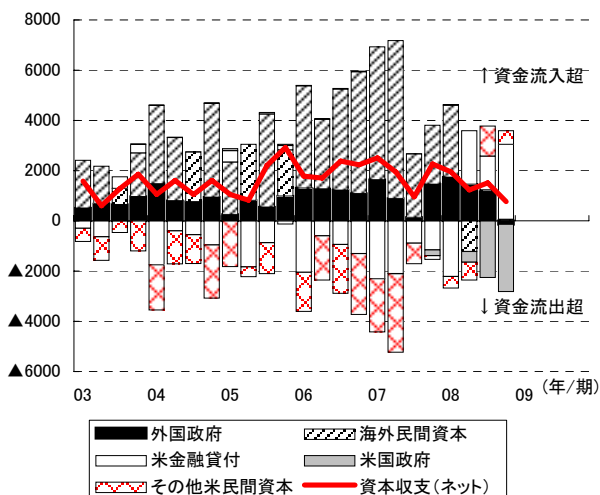
(億ドル) 海外中銀の米国債保有残高



(億ドル) 国・地域別外貨準備増減(前期差)



(億ドル) 米国資本収支



(ドル/トロイオンス) 金価格とドル実効為替レート



### (3)準備通貨見直し: SDRの利用が拡大されれば、ドルからユーロ・円に大規模な資金シフトが発生する公算も、早期の実現性は小。

4月2日にG20ロンドン金融サミットを控え、3月23日に周中国人民銀行総裁が、1969年にIMFが創設した特別引き出し権(SDR)の新たな準備通貨としての利用拡充、国際通貨体制の見直しを提案。かねてからルーブルの国際通貨化、ドル基軸通貨体制見直しを提唱してきたロシアとあわせ、新興国を中心にドル基軸通貨体制に揺らぎが生じ始めている。この背景には、財政赤字の未曾有の拡大やFRBのバランスシート膨張を受け、ドルに対する先行き不安が潜在的に高まっていることが挙げられる。基軸通貨は、経済力のみならず、政治力・軍事力などを反映した、いわば覇権国の通貨という側面が強い。また、自国通貨で対外借入を行える等の基軸通貨のメリットを享受している米国自身、新たな国際通貨を模索する動きを断固拒否する姿勢を示している。こうした点等を踏まえると、ドルの基軸通貨としての位置付けが早期に見直される可能性は乏しいといえようが、米国の相対的な地位低下・新興国のプレゼンスの高まりに伴い、今後新たな国際通貨体制構築に向けた議論が進展していく可能性は否定できない。

ちなみに、SDRは、世界各国が固定相場制を採用していた時期に、為替相場維持のため当時の準備資産(金・ドル)を補完する目的で創設された。しかし、変動相場制への移行により、為替相場安定のため準備資産を保有する必要性が薄れたため、現在は計算単位という位置付けとなっている。現在のSDRの構成比率は、ドル44%、ユーロ34%、円・ポンドがともに11%。これは上記4通貨間のGDPウェイトとほぼ同一。これに対し、世界の外貨準備に占めるドルの比率は、01年から漸減傾向にあるとはいえ、08年12月末時点で依然64%を占めており、経済規模以上にドルが準備資産として保有されている状況にある(ちなみに、08年夏のドル比率上昇はドル高ユーロ安が主因。為替変動の要因を除去した実質ベースでは、むしろ08年入り以降低下が加速)。今後SDRの利用価値が見直されれば、ドルからユーロ・円への資金シフトが生じる可能性がある。

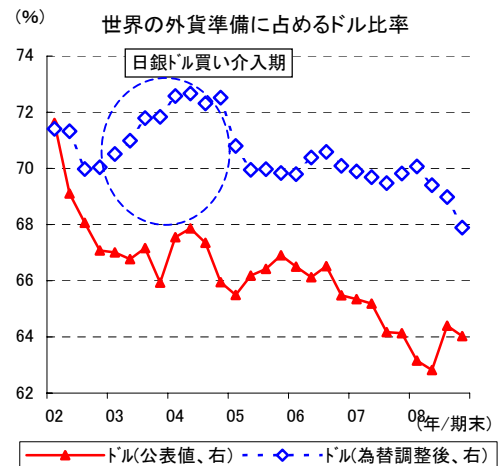
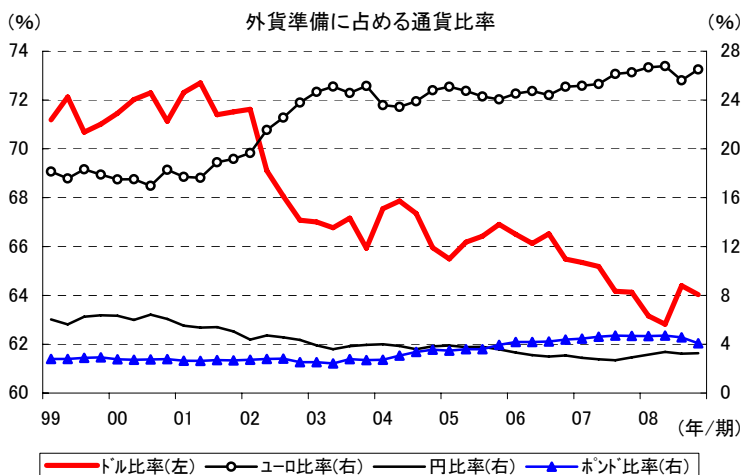
なお、中国は、人民元を国際通貨とすべく、SDRの構成通貨として人民元を採用することも併せて主張している。GDP規模の点では、人民元がSDRの構成通貨となってもおかしくはないが、一方で、人民元の完全兌換は実現されておらず、現状での人民元のSDR構成通貨採用は、SDRの利用拡大を図っていくうえで障害となりかねない。今回の主張がより現実味を持つには、中国自らが、人民元の変動相場制への移行、資本自由化を早期に実現することが不可欠といえ、逆に中国の覚悟が問われているともいえる。

国別・通貨別ウェイト

| (調査時点)  | 外貨準備<br>(08/12末) | SDR<br>(2006~10年) | 外為取引<br>(2007年) | GDP<br>(2007年) |
|---------|------------------|-------------------|-----------------|----------------|
| ドル      | 64               |                   | 43              | 21             |
| ユーロ     | 27               |                   | 19              | 16             |
| 円       | 3                |                   | 8               | 7              |
| ポンド     | 4                |                   | 8               | 3              |
| その他     | 2                |                   | 23              | 53             |
| (4通貨限定) |                  |                   |                 |                |
| ドル      | 65               | 44                | 56              | 45             |
| ユーロ     | 27               | 34                | 24              | 34             |
| 円       | 3                | 11                | 11              | 14             |
| ポンド     | 4                | 11                | 10              | 7              |

|      |      |
|------|------|
| 中国   | 10.8 |
| インド  | 4.6  |
| ロシア  | 3.2  |
| ブラジル | 2.8  |
| メキシコ | 2.1  |

(注)GDPは購買力平価ベース。



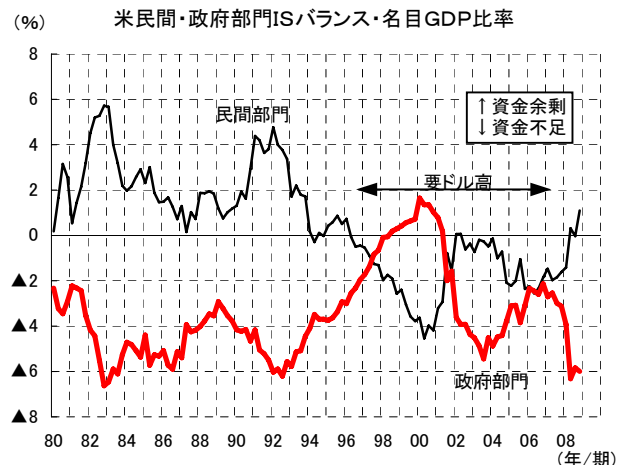
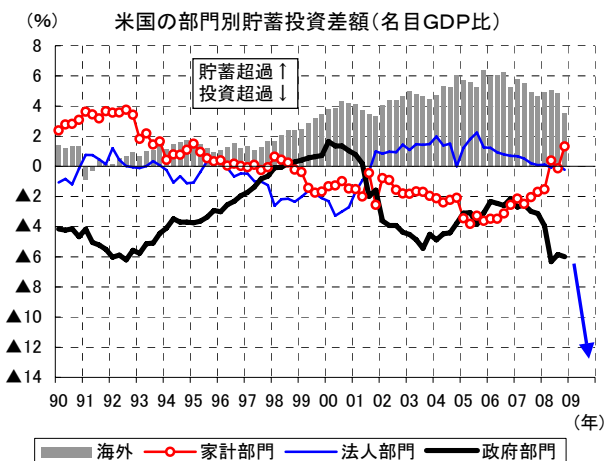
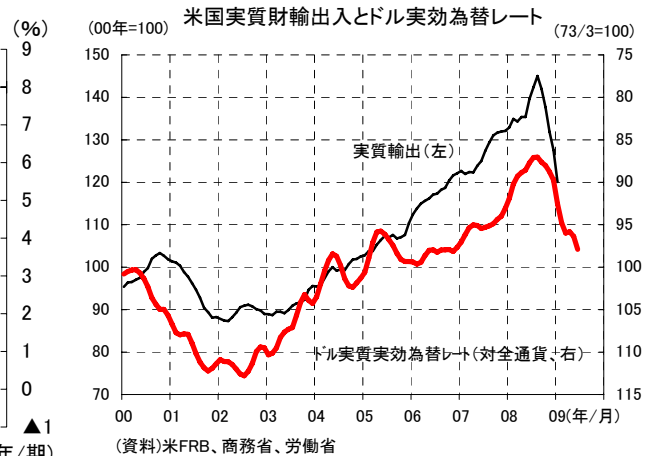
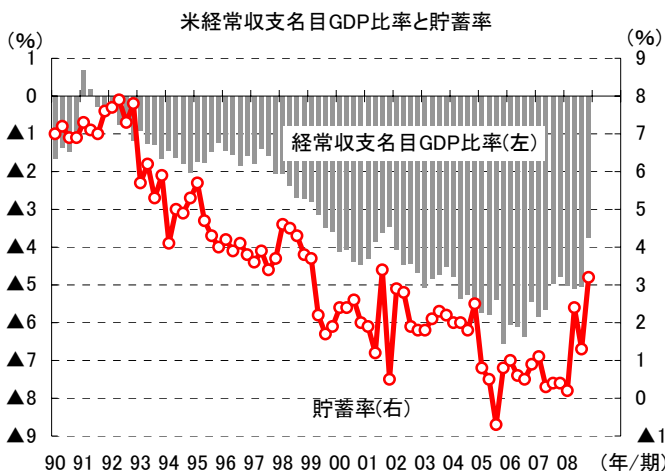
(注)為替調整は、01年末の為替相場で固定した場合。

## (4)米経常赤字の行方:米過剰消費の是正で縮小傾向ながら、今後は縮小ペースが鈍化、高止まりが続く公算。ドル高の有意性も後退。

08年10～12月期の米経常収支は、名目GDP比率で▲3.7%と01年10～12月期以来の水準まで縮小した。米国では、90年代後半以降、住宅価格の上昇、それに伴う家計の債務拡大を通じて過剰消費が発生。その結果として、貯蓄率の大幅低下、経常赤字の大幅拡大が生じてきた。足許住宅バブルが崩壊、家計がバランスシート調整を余儀なくされるなか、経常赤字の縮小・貯蓄率の上昇は避けられず、先行き経常赤字は一段と縮小する可能性がある。

一方で、米国以外の地域の景気急失速・ドル安からドル高への急反転を受け、先行き輸出も大幅減少が避けられない情勢。昨年夏から年初にかけてみられた原油価格の急落も足許一服するなか、今後は経常赤字縮小ペースは大きく鈍化する可能性がある。経常収支を資金面からみた貯蓄投資バランスをみても、経常赤字の高止まりが示唆される。同バランスは、これまで財政赤字と家計の過剰消費に伴う資金不足を企業の貯蓄、海外からの資金流入が賄う構図が続いていた。もっとも足許では、家計が98年7～9月期以来の貯蓄超過に転じ、海外からのファイナンス圧力の低減に作用する一方で、財政赤字が顕著に拡大している。米議会予算局によると、09会計年度の財政赤字がGDP比率で▲13.1%まで拡大、10会計年度も同▲9.6%と高止まりが続くと見込まれるなか、先行き、①家計部門での大幅な貯蓄超過（貯蓄率の大幅上昇）、②企業部門での大幅な貯蓄超過（設備投資の大幅減少）、③海外部門での資金流入拡大（経常赤字拡大）が事後的にみえて生じることとなる。すなわち、消費・設備投資の大幅減少が続けば、経常赤字は縮小することになるが、民間需要の減少が小幅にとどまれば、むしろ経常赤字が拡大する可能性すら否定できない情勢といえる。前者であれば、デフレスパイラルの様相、後者であれば、「双子の赤字」拡大となり、ともに本質的にはドル売り材料となる。

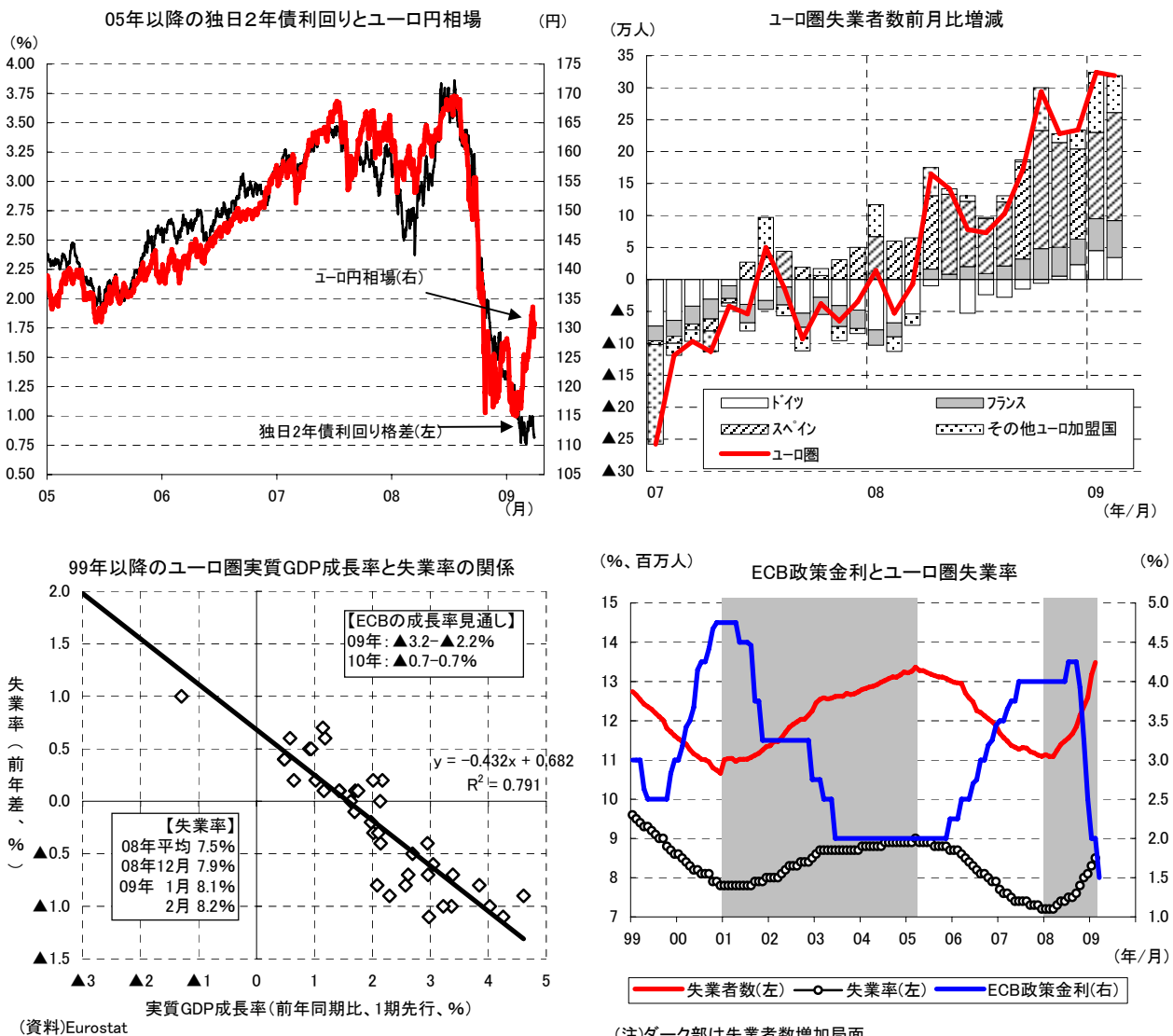
いずれにせよ、信用バブル崩壊を受け、財政赤字が大幅に拡大する一方で、民間部門は90年代前半以来の貯蓄超過が定着する見込み。米国は、90年代半ば以降、「民間部門の大幅な貯蓄不足」→「ドル高」→「海外マネーの流入促進」を通じて、高い成長を実現してきた。しかし、民間部門が貯蓄超過に転じるなか、高成長実現のために「ドル高」はもはや必要ではなく、「ドル高」は単に財政赤字のファイナンス円滑化といういわば後ろ向きの側面しか、その必要性が見出せなくなっている。「ドル高」という呪文の神通力は一段と形骸化している。



## (5)円安ユーロ高の持続性:金利差の観点からはユーロ高は正当化できず。むしろ一段の金利差縮小がユーロ安に作用する可能性。

2005年以降、ユーロ円相場は独日2年債利回り格差とほぼ連動して推移してきた。もっとも、足許では、両者の動きに乖離がみられている。すなわち、独2年債利回りが1%台前半に低下、独日2年債利回り格差もほぼ0.75~1.00%の水準で推移するなかで、ユーロ円は130円台前半まで円安ユーロ高が進行している。金利差の観点からは、足許の円安ユーロ高は正当化できず、金利差以外の別の材料で相場が動き始めたということであれば、単なる投機的な動きと位置づけることも出来よう。ちなみに投機的な動きであれば、これまでの金利差とユーロ円相場の関係を踏まえると、115円前後がリーズナブルな水準といえ、いずれ同水準に向け揺り戻しが生じる可能性が高い。

先行きについても、利回り格差という観点からは、円安ユーロ高が正当化される環境は展望できず、むしろ中長期的には、ECBによるゼロ金利導入、あるいは、超低金利長期化を受けた独日2年債利回りの更なる縮小を通じて、1月の直近ユーロ安値(112円)を超えて円高ユーロ安が進行しても不思議ではない状況にある。すなわち、ユーロ圏景気は、スペイン・アイルランドでの住宅バブル崩壊から、ドイツでの輸出激減を経て、ドイツでの雇用悪化にその局面がシフトし始めるなど、景気悪化が広範かつ深刻さを増し始めている。ユーロ圏の実質GDP成長率(前年同期比)と失業率(前年同期差)の関係をみると、+1.5~2.0%の成長率が失業率上昇・低下の分岐点(これは同水準が潜在成長率であることを示唆)となっており、1%の成長鈍化につれて0.4~0.5%ポイント失業率が上昇する関係が窺える。ECBの見通しでは、2009年の成長率は▲3.2%~▲2.2%、2010年はゼロ%前後となっており、上記関係を踏まえると、失業率は09年中には9%台、10年にはユーロ発足来初となる10%台まで上昇すると試算される。失業率の上昇が続く限り、ECBによる利上げは展望し難く、金利面からは当面ユーロに下押し圧力がかかり続ける見通し。



## (6)ユーロ円相場の適正水準:株価、欧州景況感からは110円台～120円台が落ち着き処。日欧購買力平価は120円台半ば～130円台半ば。

ユーロ円相場が金利差から乖離し始めた一因には、3月入り以降の株高が、投資家のリスク志向を強め、クロス円での円安をもたらしていることが指摘できる。実際、昨年夏以降、日経平均株価とユーロ円相場は連動して推移してきた。もっとも、これまでの関係を踏まえると、日経平均株価8,000円台半ばに見合うユーロ円相場水準は120円台半ばで、足許では明らかにユーロがオーバーシュートしている。そもそも、株価の大幅上昇にもかかわらず2年債利回りに顕著な上昇は生じておらず、3月入り以降の株高がファンダメンタルズを裏づけとした持続的なものとは言い難い。足許の円安ユーロ高が、根拠が薄弱な株高を受けたものである以上、先行き大幅な揺り戻しが生じて不思議ではない。

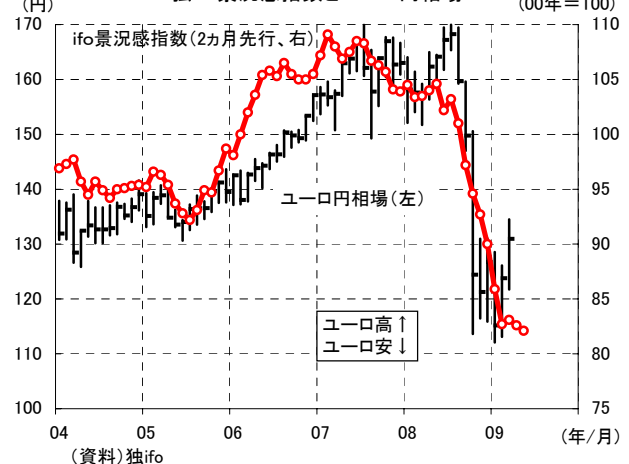
一方、実体経済面でもユーロ高を正当化する状況は顕在化していない。ユーロ円相場と方向性及び水準において連動性が高い独ifo景況指数は、先行き6ヵ月程度を示す期待指数こそ上昇しているものの、現状指数の悪化に歯止めがかからず、総合では91年の統計開始以来最低水準を更新している。国内景況感も、歴史的な悪化となっていることから一方的な円高ユーロ安が進行する環境ではないといえようが、これまでの独景況感とユーロ円相場の関係からは、110円台まで円高ユーロ安が進行しても不思議ではない状況といえる。

ちなみに、OECD算出の日欧購買力平価は137円。生産者物価で測った日欧購買力平価は足許120円台半ば。過去、OECD購買力平価を超えて円安が進行したのは、80年代前半及び昨年夏までの原油価格高騰期に限られており、原油高が再燃（その裏側としてドルが急落）でもしない限り、もはやOECD購買力平価(137円)を大幅に超える円安進行の可能性は乏しく、生産者物価基準の日欧購買力平価を中心とした相場展開となる可能性。

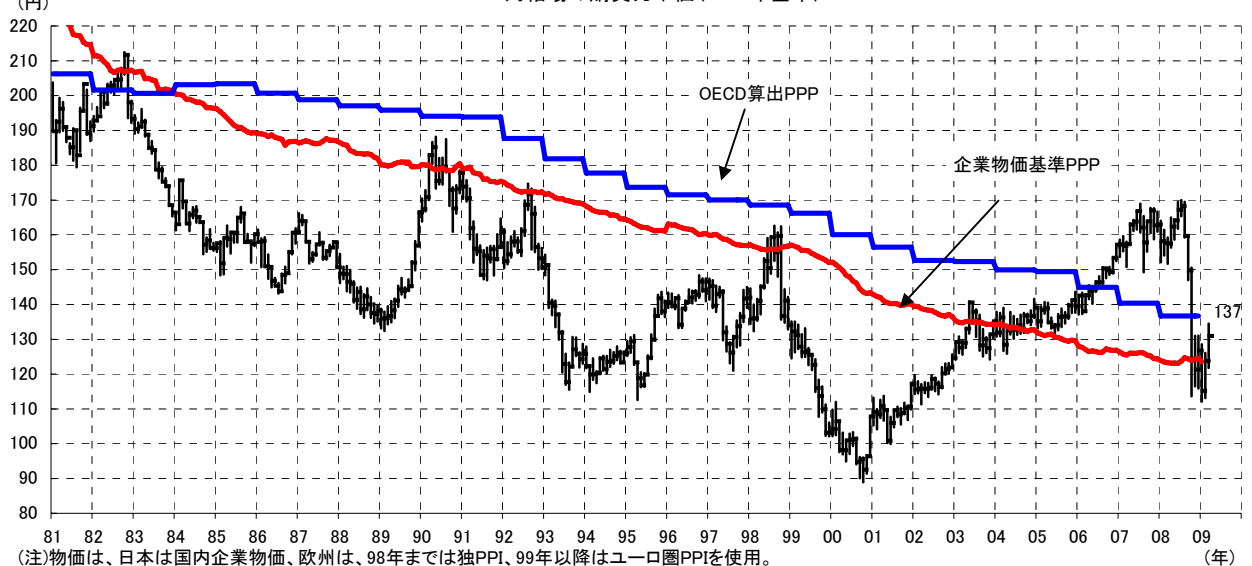
(円) 昨年夏以降の日経平均株価とユーロ円相場の推移



(円) 独ifo景況感指数とユーロ円相場



ユーロ円相場の購買力平価(1973年基準)



## 4. ドル円相場・チャート分析

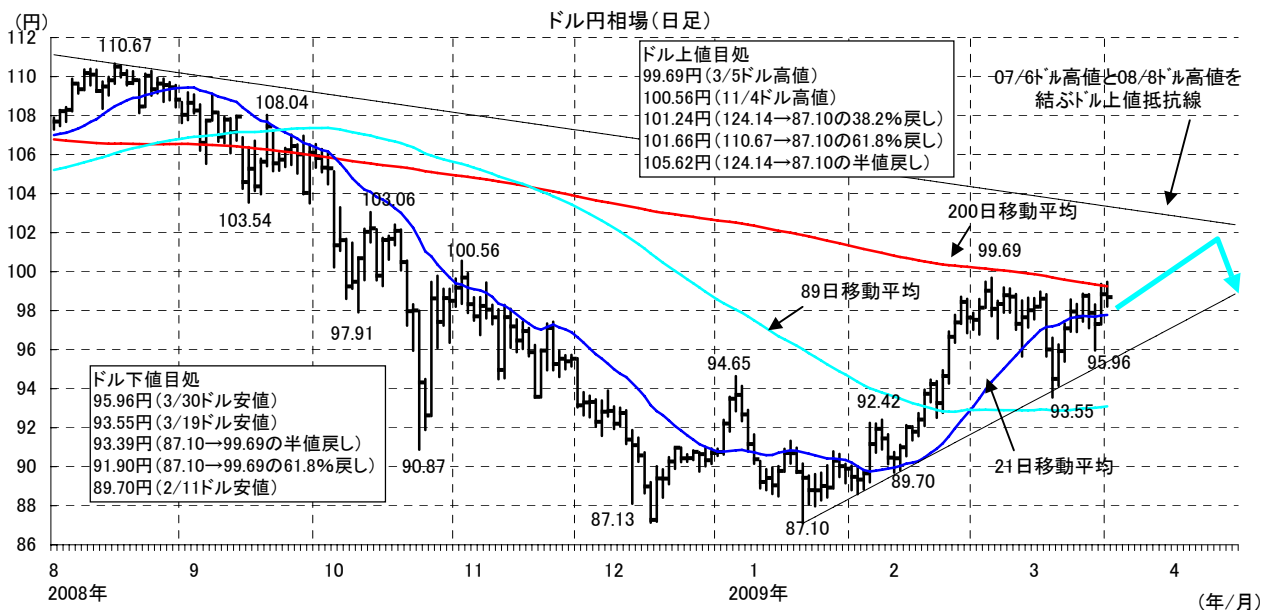
当面ドル堅調地合い。もっとも、中期的なドル安基調が続くなか、100円超からはドルの上値が重くなる見込み。

### <週足チャート（4/2時点での見解）>

- ・3月入り以降、26週線を上抜けたものの、100円の大台を控え、その後はドル頭打ちの展開が持続。もっとも、3月中旬のドル安も13週線でサポートされるなど、ドル反発地合いは損なわれておらず、先行き52週線が位置する100円台半ばまでのドル反発は期待可能。同水準を上抜ければ、2007年6月以来のドル上値抵抗線が位置する103円前後までドルが反発する可能性も。
- ・一方、過去基調転換の目処となってきた52週線、さらには2007年6月以来のドル上値抵抗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なし。先行き13週線が位置する93円台を割り込めば、ドル安再開の公算。

### <日足チャート（4/2時点での見解）>

- ・足許、3月初旬以降ドル上値抑制に作用してきた200日線の上抜けを再度試す展開。99円台前半に位置する同線を上抜ければ、2007年6月以来のドル上値抵抗線が位置する103円前後までドルが反発する可能性。
- ・一方、ドル下値では、1月下旬以来のドル下値支持線が控える95円台では当面底堅く推移する見通し。もっとも、同水準を下抜ければ、ドル反発局面の終焉を示唆し、90円前後までドル安が加速する可能性も。



内外市場動向（2009年3月）

|       | ドル金利            |      |            |                     |                 |                 | 円金利                |                  |          |              |                    |                    | ML金利            |                | 為替相場              |                 |                     |              |        |        |        |             | 株式相場  |        |                     | 石油<br>(WTI)<br>先物<br>(\$/B) | 金<br>(COMEX)<br>先物<br>(\$/TO) | CRB<br>商品<br>指数 |                      |                |       |
|-------|-----------------|------|------------|---------------------|-----------------|-----------------|--------------------|------------------|----------|--------------|--------------------|--------------------|-----------------|----------------|-------------------|-----------------|---------------------|--------------|--------|--------|--------|-------------|-------|--------|---------------------|-----------------------------|-------------------------------|-----------------|----------------------|----------------|-------|
|       | Fed Fund<br>O/N |      | 1-0-<br>ドル | 1-0- \$<br>先物<br>価格 | 10年<br>国債<br>金利 | 30年<br>国債<br>金利 | T-Bond<br>先物<br>価格 | 無担<br>コール<br>O/N | CD<br>3M | 1-0- ¥<br>3M | 1-0- ¥<br>先物<br>価格 | 円・円<br>スワップ<br>5 Y | 10年<br>国債<br>金利 | 円債<br>先物<br>価格 | 1-0-<br>ML<br>3ヵ月 | 10年<br>国債<br>金利 | 円/ドル<br>東京<br>17:00 | 対ドル( NY 終値 ) |        |        |        | 対円( NY 終値 ) |       |        | 日経平均<br>225種<br>(円) |                             |                               |                 | NY ダウ<br>工業株<br>(ドル) | NASDAQ<br>(ドル) |       |
|       | 終値              | 実効   | 3ヵ月        |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     | 円            | EUR    | SFr    | STG    | EUR         | SFr   | STG    |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
|       |                 |      | (Jun)      |                     |                 |                 | (Mar)              |                  |          | (Jun)        |                    |                    |                 | (Mar)          |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      | (Apr)          | (Apr) |
| 2009年 |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 2/23  | 0.25            | 0.19 | 1.65       | 98.80               | 2.75            | 3.51            | 127.29             | 0.108            | 0.76     | 0.71         | 99.44              | 0.84               | 1.27            | 139.61         | 1.87              | 3.01            | 93.36               | 94.49        | 1.2708 | 1.1681 | 1.4489 | 120.16      | 80.94 | 136.97 | 7376.16             | 7114.78                     | 1387.72                       | 38.44           | 995.0                | 200.40         |       |
| 24    | 0.06            | 0.21 | 1.65       | 98.73               | 2.80            | 3.49            | 127.28             | 0.109            | 0.75     | 0.71         | 99.43              | 0.86               | 1.26            | 139.58         | 1.86              | 2.99            | 95.36               | 96.80        | 1.2840 | 1.1605 | 1.4478 | 124.24      | 83.38 | 140.02 | 7268.56             | 7350.94                     | 1441.83                       | 39.96           | 969.5                | 203.83         |       |
| 25    | 0.25            | 0.21 | 1.65       | 98.68               | 2.93            | 3.59            | 126.06             | 0.111            | 0.74     | 0.71         | 99.39              | 0.90               | 1.30            | 139.10         | 1.85              | 2.99            | 97.16               | 97.70        | 1.2710 | 1.1710 | 1.4199 | 124.04      | 83.39 | 138.63 | 7461.22             | 7270.89                     | 1425.43                       | 42.50           | 966.2                | 208.29         |       |
| 26    | 0.22            | 0.22 | 1.65       | 98.71               | 2.99            | 3.67            | 125.25             | 0.111            | 0.74     | 0.71         | 99.40              | 0.87               | 1.27            | 139.64         | 1.84              | 3.13            | 97.93               | 98.42        | 1.2731 | 1.1651 | 1.4303 | 125.31      | 84.48 | 140.78 | 7457.93             | 7182.08                     | 1391.47                       | 45.22           | 942.6                | 213.34         |       |
| 27    | 0.20            | 0.22 | 1.65       | 98.70               | 3.01            | 3.71            | 123.11             | 0.109            | 0.74     | 0.71         | 99.38              | 0.88               | 1.27            | 139.50         | 1.83              | 3.11            | 97.86               | 97.55        | 1.2669 | 1.1709 | 1.4311 | 123.60      | 83.31 | 139.61 | 7568.42             | 7062.93                     | 1377.84                       | 44.76           | 942.5                | 211.57         |       |
| 28    |                 |      |            |                     |                 |                 | (Jun)              |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 3/1   |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 2     | 0.25            | 0.22 | 1.65       | 98.73               | 2.86            | 3.61            | 124.24             | 0.099            | 0.74     | 0.71         | 99.37              | 0.90               | 1.30            | 139.15         | 1.81              | 3.03            | 97.25               | 97.24        | 1.2584 | 1.1754 | 1.4051 | 122.29      | 82.75 | 136.65 | 7280.15             | 6763.29                     | 1322.85                       | 40.15           | 940.0                | 200.34         |       |
| 3     | 0.20            | 0.20 | 1.65       | 98.71               | 2.88            | 3.60            | 124.16             | 0.101            | 0.74     | 0.71         | 99.37              | 0.87               | 1.29            | 139.20         | 1.80              | 3.05            | 97.76               | 98.33        | 1.2567 | 1.1756 | 1.4059 | 123.53      | 83.59 | 138.15 | 7229.72             | 6726.02                     | 1321.01                       | 41.65           | 913.6                | 203.67         |       |
| 4     | 0.31            | 0.21 | 1.65       | 98.68               | 2.97            | 3.67            | 123.25             | 0.100            | 0.74     | 0.70         | 99.39              | 0.89               | 1.30            | 138.99         | 1.78              | 3.14            | 98.83               | 99.11        | 1.2637 | 1.1711 | 1.4165 | 125.25      | 84.66 | 140.38 | 7290.96             | 6875.84                     | 1353.74                       | 45.38           | 906.7                | 211.45         |       |
| 5     | 0.25            | 0.20 | 1.65       | 98.66               | 2.81            | 3.49            | 126.31             | 0.101            | 0.74     | 0.70         | 99.42              | 0.91               | 1.31            | 138.59         | 1.75              | 3.02            | 99.61               | 97.94        | 1.2562 | 1.1695 | 1.4140 | 123.10      | 83.79 | 138.58 | 7433.49             | 6594.44                     | 1299.59                       | 43.61           | 927.8                | 206.53         |       |
| 6     | 0.25            | 0.20 | 1.65       | 98.57               | 2.87            | 3.55            | 127.09             | 0.099            | 0.74     | 0.70         | 99.44              | 0.89               | 1.29            | 138.64         | 1.73              | 2.93            | 97.36               | 98.39        | 1.2642 | 1.1609 | 1.4079 | 124.38      | 84.81 | 138.58 | 7173.10             | 6626.94                     | 1293.85                       | 45.52           | 942.7                | 209.59         |       |
| 7     |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 8     |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 | (Jun)          |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 9     | 0.26            | 0.20 | 1.65       | 98.48               | 2.86            | 3.57            | 126.06             | 0.103            | 0.74     | 0.69         | 99.44              | 0.89               | 1.29            | 138.74         | 1.71              | 2.94            | 98.67               | 98.82        | 1.2612 | 1.1585 | 1.3772 | 124.59      | 85.35 | 136.07 | 7086.03             | 6547.05                     | 1268.64                       | 47.07           | 918.0                | 208.41         |       |
| 10    | 0.25            | 0.20 | 1.65       | 98.53               | 3.00            | 3.73            | 124.31             | 0.110            | 0.74     | 0.69         | 99.40              | 0.90               | 1.31            | 138.56         | 1.69              | 3.00            | 98.64               | 98.72        | 1.2671 | 1.1614 | 1.3749 | 125.08      | 85.00 | 135.64 | 7054.98             | 6926.49                     | 1358.28                       | 45.71           | 895.9                | 207.64         |       |
| 11    | 0.25            | 0.19 | 1.65       | 98.58               | 2.90            | 3.66            | 125.26             | 0.103            | 0.74     | 0.69         | 99.40              | 0.92               | 1.32            | 138.50         | 1.67              | 3.07            | 98.56               | 97.23        | 1.2829 | 1.1536 | 1.3863 | 124.75      | 84.29 | 134.83 | 7376.12             | 6930.40                     | 1371.64                       | 42.33           | 910.7                | 203.50         |       |
| 12    | 0.25            | 0.18 | 1.65       | 98.60               | 2.85            | 3.61            | 126.16             | 0.105            | 0.74     | 0.69         | 99.39              | 0.90               | 1.31            | 138.92         | 1.65              | 3.01            | 96.34               | 97.78        | 1.2912 | 1.1863 | 1.3936 | 126.26      | 82.43 | 136.19 | 7198.25             | 7170.06                     | 1426.10                       | 47.03           | 924.0                | 211.81         |       |
| 13    | 0.15            | 0.15 | 1.65       | 98.60               | 2.89            | 3.67            | 126.08             | 0.103            | 0.72     | 0.69         | 99.39              | 0.91               | 1.32            | 138.67         | 1.64              | 3.06            | 97.99               | 97.97        | 1.2925 | 1.1853 | 1.4005 | 126.63      | 82.66 | 137.20 | 7569.28             | 7223.98                     | 1431.50                       | 46.25           | 930.1                | 211.08         |       |
| 14    |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 15    |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 16    | 0.25            | 0.20 | 1.65       | 98.60               | 2.95            | 3.76            | 124.31             | 0.103            | 0.72     | 0.69         | 99.39              | 0.90               | 1.30            | 138.91         | 1.63              | 3.15            | 98.26               | 98.20        | 1.2966 | 1.1848 | 1.4063 | 127.36      | 82.97 | 138.01 | 7704.15             | 7216.97                     | 1404.02                       | 47.35           | 922.0                | 213.89         |       |
| 17    | 0.20            | 0.20 | 1.65       | 98.63               | 3.01            | 3.83            | 124.08             | 0.100            | 0.72     | 0.68         | 99.39              | 0.92               | 1.30            | 138.58         | 1.61              | 3.19            | 98.67               | 98.63        | 1.3013 | 1.1822 | 1.4050 | 128.36      | 83.40 | 138.57 | 7949.13             | 7395.70                     | 1462.11                       | 49.16           | 916.8                | 216.46         |       |
| 18    | 0.19            | 0.18 | 1.55       | 98.82               | 2.53            | 3.53            | 129.09             | 0.101            | 0.71     | 0.68         | 99.40              | 0.91               | 1.30            | 138.85         | 1.60              | 3.22            | 98.54               | 95.88        | 1.3508 | 1.1395 | 1.4334 | 129.73      | 84.08 | 137.32 | 7972.17             | 7486.58                     | 1491.22                       | 48.14           | 889.1                | 213.94         |       |
| 19    | 0.19            | 0.17 | 1.60       | 98.81               | 2.60            | 3.63            | 129.15             | 0.104            | 0.71     | 0.67         | 99.43              | 0.87               | 1.26            | 139.57         | 1.58              | 3.05            | 95.47               | 94.49        | 1.3666 | 1.1233 | 1.4508 | 129.24      | 84.14 | 137.10 | 7945.96             | 7400.80                     | 1483.48                       | 51.61           | 958.8                | 225.30         |       |
| 20    | 0.19            | 0.18 | 1.60       | 98.79               | 2.63            | 3.66            | 129.08             | close            | close    | close        | close              | close              | close           | close          | 1.57              | 2.97            | close               | 95.93        | 1.3583 | 1.1268 | 1.4468 | 130.30      | 85.14 | 138.79 | close               | 7278.38                     | 1457.27                       | 51.06           | 956.2                | 226.08         |       |
| 21    |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 22    |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               | (May)           |                      |                |       |
| 23    | 0.15            | 0.17 | 1.60       | 98.79               | 2.65            | 3.69            | 128.20             | 0.101            | 0.65     | 0.67         | 99.42              | 0.89               | 1.27            | 139.45         | 1.56              | 3.02            | 95.98               | 97.04        | 1.3631 | 1.1249 | 1.4573 | 132.28      | 86.26 | 141.43 | 8215.53             | 7775.86                     | 1555.77                       | 53.80           | 952.5                | 229.54         |       |
| 24    | 0.19            | 0.17 | 1.60       | 98.77               | 2.70            | 3.64            | 129.04             | 0.097            | 0.69     | 0.67         | 99.42              | 0.90               | 1.26            | 139.45         | 1.55              | 3.15            | 98.29               | 97.78        | 1.3460 | 1.1318 | 1.4680 | 131.66      | 86.42 | 143.55 | 8488.30             | 7659.97                     | 1516.52                       | 53.98           | 926.0                | 228.80         |       |
| 25    | 0.19            | 0.17 | 1.60       | 98.75               | 2.78            | 3.74            | 127.25             | 0.097            | 0.70     | 0.66         | 99.41              | 0.93               | 1.29            | 139.03         | 1.55              | 3.15            | 97.72               | 97.60        | 1.3586 | 1.1211 | 1.4553 | 132.61      | 87.07 | 141.94 | 8479.99             | 7749.81                     | 1528.95                       | 52.77           | 938.0                | 226.33         |       |
| 26    | 0.15            | 0.16 | 1.60       | 98.80               | 2.74            | 3.65            | 128.19             | 0.097            | 0.69     | 0.66         | 99.40              | 0.96               | 1.31            | 138.48         | 1.53              | 3.13            | 98.10               | 98.77        | 1.3534 | 1.1275 | 1.4440 | 133.57      | 87.67 | 142.80 | 8636.33             | 7924.56                     | 1587.00                       | 54.34           | 942.2                | 227.68         |       |
| 27    | 0.18            | 0.15 | 1.60       | 98.84               | 2.76            | 3.61            | 128.18             | 0.093            | 0.68     | 0.66         | 99.42              | 0.97               | 1.33            | 138.21         | 1.53              | 3.09            | 97.89               | 97.87        | 1.3301 | 1.1442 | 1.4326 | 130.22      | 85.54 | 140.25 | 8626.97             | 7776.18                     | 1545.20                       | 52.38           | 925.3                | 222.26         |       |
| 28    |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               | (Jun)           |                      |                |       |
| 29    |                 |      |            |                     |                 |                 |                    |                  |          |              |                    |                    |                 |                |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |
| 30    | 0.20            | 0.16 | 1.55       | 98.87               | 2.71            | 3.60            | 128.31             | 0.093            | 0.65     | 0.65         | 99.42              | 0.95               | 1.33            | 138.30         | 1.52              | 3.03            | 96.17               | 97.31        | 1.3207 | 1.1483 | 1.4258 | 128.50      | 84.78 | 138.79 | 8236.08             | 7522.02                     | 1501.80                       | 48.41           | 917.7                | 215.17         |       |
| 31    | 0.31            | 0.16 | 1.55       | 98.90               | 2.66            | 3.53            | 129.23             | 0.088            | 0.63     | 0.65         | 99.42              | 0.96               | 1.34            | 138.15         |                   |                 |                     |              |        |        |        |             |       |        |                     |                             |                               |                 |                      |                |       |

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<br>(%) | 無担O/N<br>(%) | 3カ月<br>(%)  | 6カ月<br>(%) | 2年<br>(%) | 5年<br>(%) | 10年<br>(%) | 10年物<br>(%) | 短期<br>(%) | 長期<br>(%) | ¥/\$   | ¥/Eur  | 株価<br>(円) | F F O/N | 1-03ヵ月 | 10年国債 | N Y ダウ<br>工業株 | 1-03ヵ月 | 10年国債 |
| 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  |
| 09/3  | 0.30        | 0.100        | 0.68        | 0.75       | 0.74      | 0.91      | 1.25       | 1.30        | 1.475     | 2.25      | 97.87  | 127.44 | 7764.58   | 0.18    | 1.62   | 2.80  | 7235.47       | 1.63   | 3.06  |

(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                                                                                                    |
|---|----|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3 | 2  |                                                                     | 米2月ISM製造業景況指数、35.8と2ヵ月連続上昇<br>米政府・FRB、AIGに対する最大300億ドルの追加資金支援策を発表                                      |
|   | 3  | 小沢民主党党首公設第一秘書、政治資金規正法違反容疑で逮捕                                        | 米FRB、一部AAA格付けABSの保有者対象に最大2,000億ドルのTALF実施                                                              |
|   | 4  |                                                                     | 米2月ISM非製造業景況指数、41.6と3ヵ月振りの低下<br>米ハーヴェック「2009年終盤もしくは2010年初頭まで景気回復期待できない」                               |
|   | 5  | 10～12月期法人企業統計:経常利益(全産業)前年比▲64.1%                                    | ECB、政策金利を0.50%引き下げ、1.50%へ。<br>英中銀、政策金利を0.50%引き下げ。量的緩和政策へ移行。                                           |
|   | 6  |                                                                     | 米2月雇用統計:就業者数▲651千人。失業率は83/12以来の8.1%に上昇                                                                |
|   | 9  | 1月経常収支、▲1,728億円と96/1以来13年振りの赤字                                      |                                                                                                       |
|   | 12 | 10～12月期実質GDP(二次速報):前期比年率▲12.1%に上方改定                                 |                                                                                                       |
|   | 13 | 麻生首相、与党執行部に追加経済対策を指示                                                | 温中国首相「米国における中国の資産の安全性をやや懸念」                                                                           |
|   | 14 |                                                                     | G20財務相中銀総裁会議共同声明「経済成長回復のため持続的努力を行うことにコミット」「システム上重要な金融機関の適切な規制が必要」<br>OPEC総会、追加減産見送り、日量2,485万バレルで据え置き。 |
|   | 16 | 政府月例経済報告、基調判断を6ヵ月振りに据え置き                                            | 米2月鉱工業生産(設備稼働率)、82/12に並ぶ過去最低水準に低下                                                                     |
|   | 17 | 日銀、金融機関に対する劣後ローンの供与について具体的検討開始                                      | 米2月住宅着工件数・建築許可件数ともに8ヵ月振りの増加                                                                           |
|   | 18 | 日銀、政策金利据え置き。長期国債買入額を月1.8兆円に増額(+月4000億円)<br>白川日銀総裁「追加的長国債買入余地はかなり限定」 | 米FOMC、FF金利誘導目標を据え置き。MBS・政府機関債購入枠拡大。<br>長期国債を向こう6ヵ月で最大3,000億ドル買入。                                      |
|   | 20 |                                                                     | EUサミット共同声明「GDP約3.3%の景気刺激策を実行済」と追加財政支出を否定                                                              |
|   | 23 | 09年公示地価:全国全用途▲3.5%、と3年振りに下落                                         | 周中国人民銀行総裁「国際通貨制度見直し必要、SDRがドルに代わる可能性」<br>米財務省、不良資産買取りプログラムを発表<br>米2月中古住宅販売、前月比+5.1%と03/7以来の大幅増         |
|   | 25 | 2月通関貿易収支、黒字額+824億円と5ヵ月振りの黒字                                         | ガイトナー米財務長官「ドルは依然世界の準備通貨、今後もそうあり続ける」<br>米2月耐久財受注、前月比+3.4%と7ヵ月振りの前月比増加                                  |
|   | 26 |                                                                     | 米財務省、金融機関を対象とした包括的な規制監督案を発表                                                                           |
|   | 30 | 2月鉱工業生産、前月比▲9.4%。予測指数:3月+2.9%、4月+3.1%。                              | 米政府、GM・クライスラーの再建計画受入を拒否。GMワゴナー会長辞任。                                                                   |
|   | 31 | 2月失業率、4.4%と06年1月以来の水準に上昇                                            |                                                                                                       |
| 4 | 1  | 3月日銀短観 業況判断DI:大企業製造業▲58、大企業非製造業▲31                                  | 米3月ISM製造業景況指数、36.3と3ヵ月連続上昇                                                                            |
|   | 2  |                                                                     | ECB理事会、米3月自動車販売、2月製造業受注<br>第2回金融サミット(ロンドン)                                                            |
|   | 3  |                                                                     | 米3月雇用統計、同ISM非製造業景況指数                                                                                  |
|   | 6  | 2月景気動向指数(速報)                                                        |                                                                                                       |
|   | 7  | 日銀決定会合(6日～)、日銀総裁定例記者会見                                              |                                                                                                       |
|   | 8  | 2月国際収支、3月景気ウォッチャー調査                                                 | 米FOMC議事録(3/17～18開催分)                                                                                  |
|   | 9  | 2月機械受注                                                              | 英中銀金融政策委員会(8日～)、米2月貿易収支                                                                               |
|   | 10 | 日銀政策決定会合議事要旨(3/17～18分)、3月マネーストック                                    | 米グッドフライデー(市場休場)                                                                                       |
|   | 13 | 3月国内企業物価                                                            |                                                                                                       |
|   | 14 |                                                                     | 米3月小売売上高、同生産者物価                                                                                       |
|   | 15 |                                                                     | 米3月消費者物価、4月NY連銀製造業景況指数、2月証券投資統計<br>米3月鉱工業生産・設備稼働率、ページブック                                              |
|   | 16 |                                                                     | 米3月住宅着工件数、4月フィラデルフィア連銀景況指数                                                                            |
|   | 17 | 2月第三次産業活動指数、3月消費者態度指数                                               | 米4月シガン大学消費者信頼感(速報値)                                                                                   |
|   | 20 |                                                                     | 米3月CB景気先行指数                                                                                           |
|   | 22 | 3月通関貿易収支                                                            |                                                                                                       |
|   | 23 |                                                                     | 米3月中古住宅販売                                                                                             |
|   | 24 | 3月企業向けサービス価格指数                                                      | 独4月ifo景況指数、英1～3月期実質GDP(速報値)<br>米3月耐久財受注、同新築住宅販売                                                       |
|   | 28 |                                                                     | 米4月CB消費者信頼感指数、2月S&P/ケース・シラー住宅価格指数                                                                     |
|   | 29 |                                                                     | 米1～3月期実質GDP(速報値)、FOMC(28日～)                                                                           |
|   | 30 | 3月鉱工業生産、同住宅着工戸数<br>日銀決定会合、日銀展望レポート公表                                | 米1～3月期雇用コスト指数、3月個人所得・消費<br>米4月シカゴ購買部協会景気指数                                                            |
| 5 | 1  | 4月東京都区部消費者物価・3月全国消費者物価<br>3月労働力調査・有効求人倍率、同家計調査                      | 米4月シガン大学消費者信頼感(確報)、同ISM製造業景況指数                                                                        |