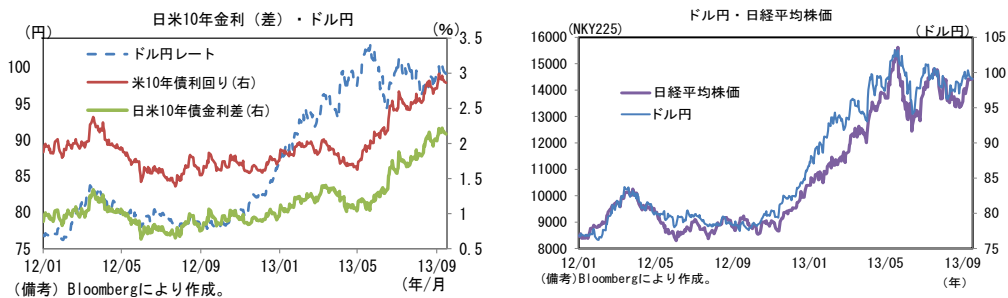


この方程式はほどほどに  
 「タカ派＝米金利上昇＝日米名目金利差拡大＝円安」

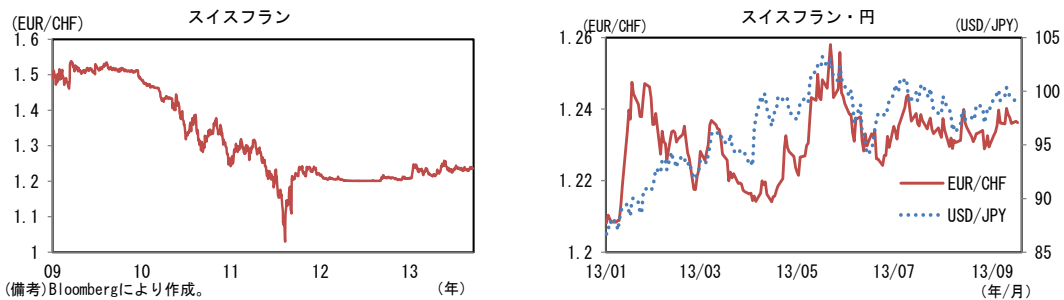
2013年9月17日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部  
 藤代 宏一  
 TEL 03-5221-4523

本題に入る前に反省の弁を述べる必要がある。筆者は5月以降に高まったTapering観測を受けて、  
 「タカ派議論＝米金利上昇＝日米名目金利差拡大＝円安」という方程式を重視してしまった。もちろん、米株安などから生じる「リスク回避の円高」に対する警戒感があったが、結果的にそれを軽視してしまった。為替・日本株見通しにズレが生じてしまい反省している。



表現の問題はさておき、通貨「円」は安全資産だ。ドル円相場を読むうえで、他の安全資産がどのような動きをしているかを参考にする必要がある。安全資産とされている通貨はスイス・フラン (CHF) が代表的だ。CHFは欧州債務問題が深刻化する傍ら逃避通貨として専ら選好されてきた。そのCHFも13年入り後は欧州債務問題の沈静化などを背景に弱含んでいる。筆者が当レポートで強調したいことは、安全資産である「円」や「CHF」はリスク選好度が上昇する時に売られるということだ。



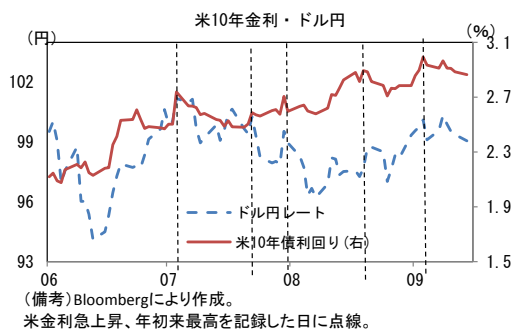
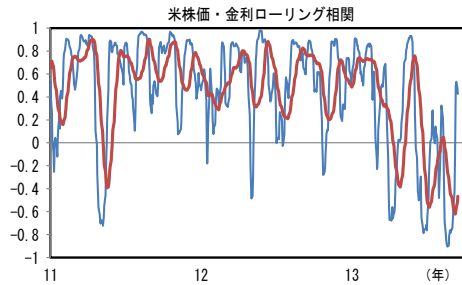
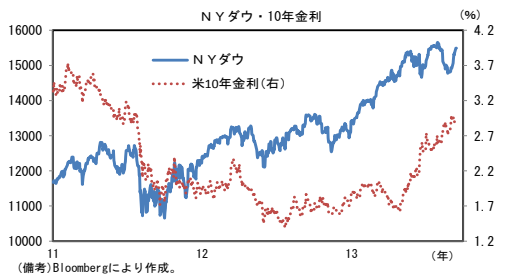
この点を重視すると、今後の為替を読むうえで日米名目金利差にフォーカスしないことが重要と思われる(日米実質金利差は重要)。それを論ずるには、なぜ今まで日米金利差が説明力を持ったかをもう一度考える必要がある。

これまでドル円の説明力を持った日米金利差の拡大・縮小は専ら米金利主導でもたらされたが、5月以前の米金利上昇は大半が景気回復期待を反映した結果であった。そのため、米金利上昇と米株安が併存することは極めて稀なパターンであった(金融緩和局面につき米金利低下と米株高は併存する、図)。故に「米金利上昇＝リスク選好度上昇→円売り」という関係が成立したと判断される。

しかし、5月以降はそれが崩れ始めた。5月以降の米金利上昇は「景気回復期待から生じる金利上昇」と、Tapering観測による(米債投資の)負のリスクプレミアムのゼロ化から生じる「景気回復期待“以外”の金利上昇」が混在したためだ。「景気回復期待“以外”の金利上昇」は金融緩和相場の終焉を織り込んだものと考えられ、リスク選好度を後退させる要因となるはずだ。このため「米金利上昇→リスク選好後退→円高」

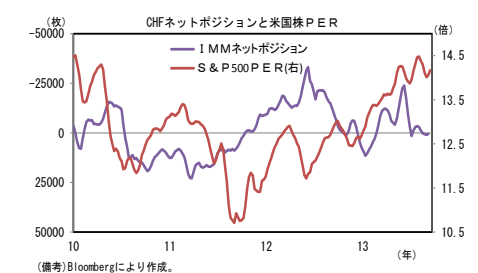
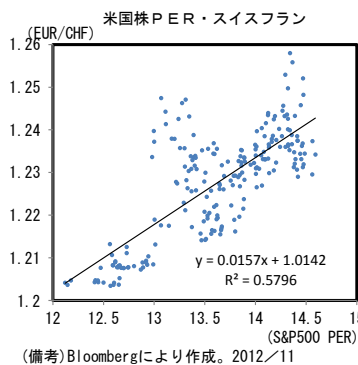
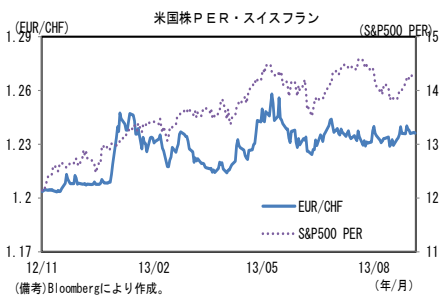
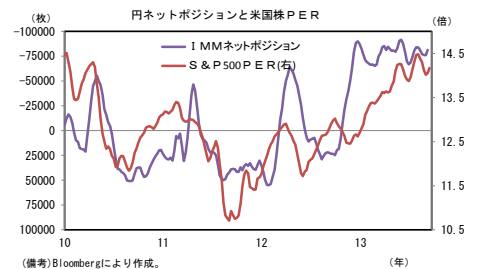
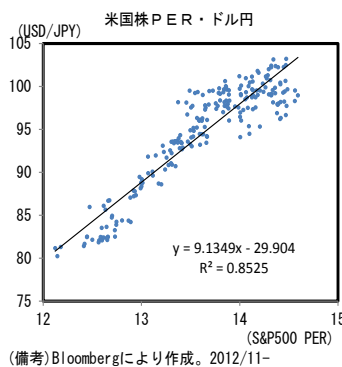
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

というパターンが散見されるようになったと判断される。FED高官のタカ派発言や次期FRB議長にサマーズ氏優勢が伝えられた時などの反応がこれに該当しよう。換言すれば、景気回復期待“以外”の要因から生じる米金利上昇では、日米金利差が拡大しても円売りには繋がらないということだ。事実、5月以降に米金利が急上昇した局面や年初来最高順に達した局面でドル円は円高で反応したてきた。リスク選好が削がれたためであろう。



繰り返しになるが、筆者が強調したいことは安全資産である「円」が売られるにはリスク選好度の上昇が不可欠だということだ。筆者は9/2、9/14日付Global Market Outlookでドル円と米株PERの関係について指摘した。米株PERが上昇するようなリスク選好の強い局面で円安が進行している姿が見て取れる。

そう考えると、タカ派的なイベントでは「米金利上昇→リスク選好度後退→円高」という展開が想起されよう。今後あるとすれば、イエレン氏の議長昇格に黄色信号が灯った時などだ。逆にQE長期化観測が台頭して米株が上昇するのであれば、寧ろ円安を意識すべきだろう。金融緩和縮小局面でドル円を論ずるにあたって、日米名目金利差や米名目金利にあまり執着しない方が良いのではないだろうか。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。