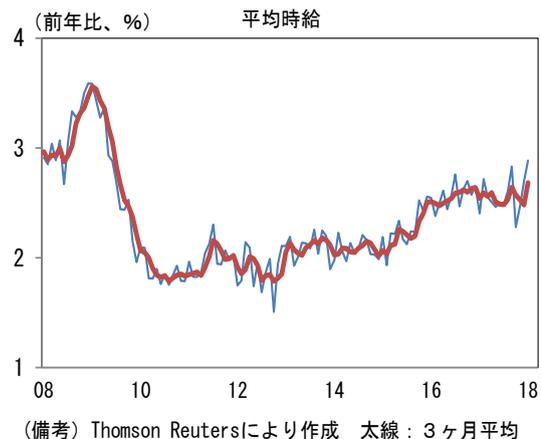
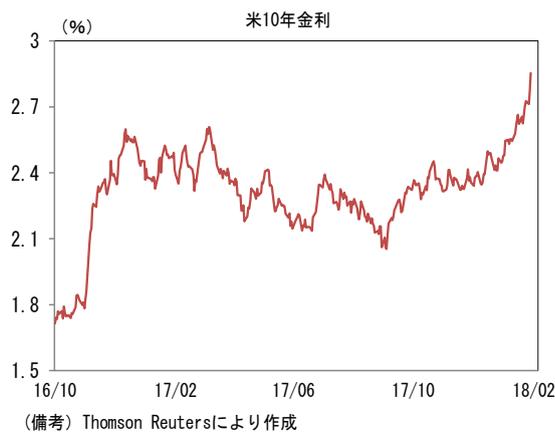


米金利上昇との付き合い方 ～円高要因と理解すべき局面～

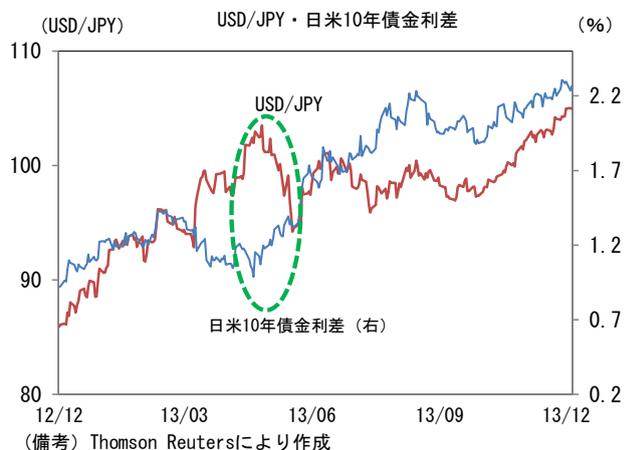
2018年2月5日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

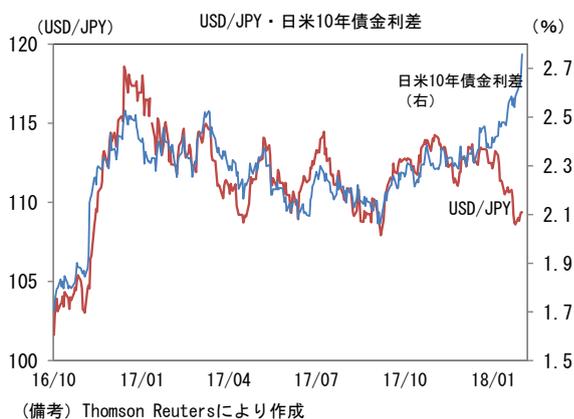
2018年初から上昇傾向にあった米10年金利は2日に2.8%を突破し、約4年ぶりの高水準に到達。2日発表の雇用統計では、これまで不可解なほど低い伸びを続けていた平均時給が前年比+2.9%と、市場予想(+2.6%)の上振れを伴って加速、それがFEDの引き締めを強く意識させる形となった。米国経済は、失業率が4%近傍まで低下しているにもかかわらず、賃金・物価上昇率が高まらないという「謎」に直面していたが、直近数ヶ月は物価指標(CPI、PCEデフレータ)に反発の兆候が認められ、そこに賃金上昇率の加速も加わったことで、俄かに「謎」の解消が意識された形となる。2日の米国株急落は、直近のラリーの反動など複合的によるものだが、敢えて主因をあげるとすれば、「フィリップス・カーブが突如甦ったことで、FEDの引き締め観測が喚起された」となる。以下、本稿では米長期金利の上昇が本邦金融市場に与える影響を考察する。



一般論として米長期金利の上昇局面は、日米金利差拡大とUSD/JPY上昇を伴っていることが多いことから、本邦金融市場においてはそれがUSD/JPY上昇要因として理解されている。同時にそうした局面は日本株の上昇局面にも一致することから、米長期金利の上昇は円安・株高要因として捉えられている。しかしながら、今回がそうであるように例外もしばしばある。類似例としては、2013年5月22日のバーナンキFRB議長の発言に端を発するテーパー・タントラム。当時は米国経済が加速感を強める下、バーナンキ議長(当時)がQEの段階的縮小に言及したことをきっかけに米長期金利が急上昇した。それが米国株を直撃すると、その余波でグローバルリスクオフへと発展、日本株はそれまでの約半年間に急上昇していた反動と相俟って壊滅的な打撃を被った。世界的に投資家のリスク回避姿勢が強まるなか、為替市場では調達通貨としてのJPYが急速に買われ、USD/JPYは約1ヶ月の間に103近傍から94近傍まで10%弱下落した。このように米金利上昇が投資家のリスク志向を削ぐケースにおいては、株価下落は当然のことながら、USD/JPYも下落し易い。程度の差こそあれ、足もとのケースと共通する部分があるだろう。

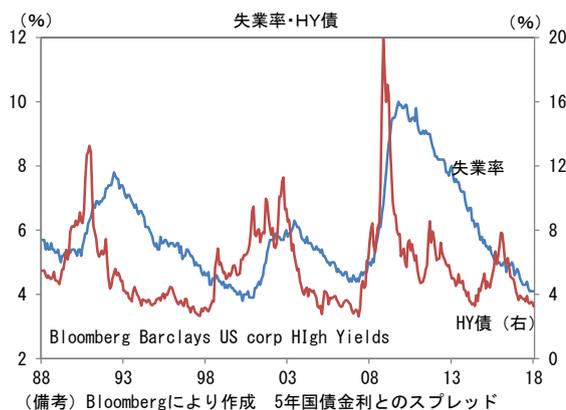
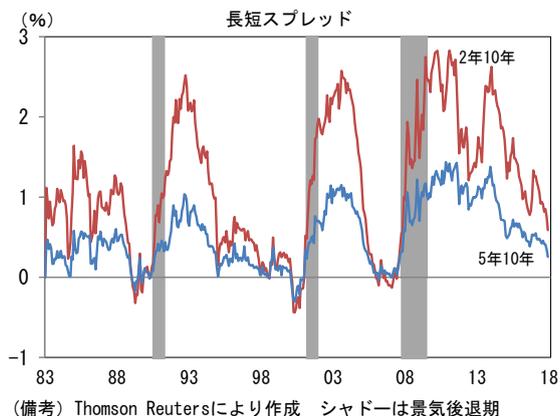


筆者は過去のレポートで「FED利上げ観測→米金利上昇→USD/JPY 上昇」という考えに距離を置いていることを示してきた。グラフをみれば一目瞭然だが、日米金利差は短期的（一つの目安として1年以内）にはUSD/JPYと強い連動性が認められているものの、やや長い目でみると安定的な関係は認められていない。これは何らかの理由で金融市場が大幅な変動を経験すると、その都度、線形関係がリセットされるためだ。つまり2010時点で現在の日米金利差を正確に予測できていたとしても、それがUSD/JPYの水準予測にさほど役立たなかったことを意味しており、このことは日米金利差拡大を主因にUSD/JPY上昇を予想することの危うさを浮き彫りにしているだろう。米長期金利が急上昇し、株式市場のボラティリティも高まるなど、金融市場の動きが慌ただしくなっている現状、そうした過去の教訓を活かしたい。



また、USD/JPYへの影響を考える上では、単純に米10年金利に着目するのではなく、イールドカーブの形状を考慮した議論も重要。足もとのように、米長期金利上昇によって日米金利差が拡大傾向にあってもUSD/JPY上昇が観察されないのは、米債市場で長短金利差が縮小傾向にあることが大きく関係しているだろう。長短金利差は2年10年スプレッドが50-70bp程度、5年10年スプレッドが20-25bp程度と、それぞれ逆イールドへのカウントダウンの様相を呈している。こうしたイールドカーブの形状は、投資家が目先の利上げと将来の景気減速（引き締め効果発現）を同時に織り込んだ結果であると理解され、これは通常、利上げサイクルの後半、すなわち景気後退の2年ほど前に観察される現象である。失業率が4%近傍へと低下するなど経済の拡大余地に限られるなか、金融市場で景気拡大の「頂上」が意識されているとみられる。失業率と連動性の強いクレジット・サイクルから判断しても米国の景気後退が近いと判断するのはある意味自然だろう。ハイ・イールド債（HY債）利回りの国債スプレッドは今や景気後退後の最低を更新し、住宅バブル期の水準に比肩している。長短金利差の縮小それ自体が景気後退の要因になるわけではないが、仮に逆イールドが現実には観察されるならば、そのこと自体が人々の防衛意識を高め、結果的に景気後退を引き起こす可能性がある。

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。



以上、米長期金利が上昇しても米国経済の拡大余地が乏しい中では、それが円安・株高に直結しない可能性が高いことを示した。日本では「FED利上げ→日米金利差拡大→円安・株高」といった連想が働きやすいためか、FEDの利上げや米金利上昇を歓迎する向きが多い。しかしながら本来、利上げは投資家のリスクテイクを抑制するための金融引き締め策であり、その加減は実に難しく、過去の景気後退が利上げによって引き起こされたとの見方も少なくない。現在3回とされている2018年の利上げ計画が4回に上方修正されることを「朗報」と受け止める向きが多い印象を受けるが、そうした思考は、金融引き締めによって投資家のリスク選好度が低下する、或いは逆イールド実現によって人々の防衛意識が高まることの恐ろしさを軽視しているように感じられ、違和感を覚える。