

基本はUSD/JPY上昇要因 ～再投資停止で2018年に向け米金利上昇～

2017年4月11日（火）

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

【海外経済指標他】

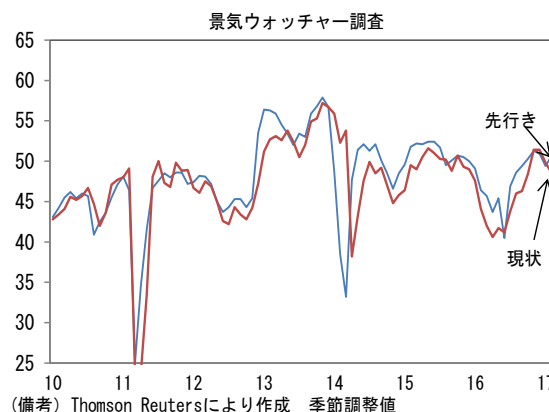
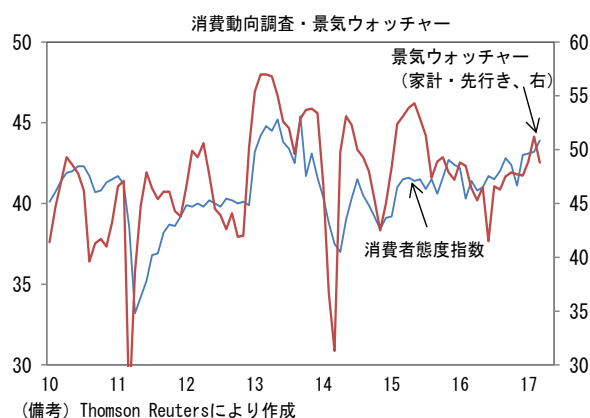
- ・欧米で主要経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は横ばい圏で引け。新規の材料に乏しいなかNYダウ、S&P500が共に0.1%以内の値動き。WTI原油は53.08^{ドル}（+0.84^{ドル}）で引け。米金利低下・USD安が追い風となった。
- ・前日のG10通貨はUSDの弱さが目立ち、反対に原油価格の反発を受けて資源国通貨（CAD、NOK、NZD）が堅調。JPYは僅かながら買い優勢でUSD/JPYは111を割れ、EUR/USDは1.06近傍での推移となった。
- ・前日の米10年金利は2.366%（▲1.6bp）で引け。上述のとおり動意に乏しく売り買い交錯。欧州債市場（10年）はドイツ（0.207%、▲2.1bp）、スペイン（1.613%、▲0.1bp）が金利低下となった一方、フランス（0.931%、+3.8bp）、イタリア（2.241%、+2.1bp）は金利上昇。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は新規の材料に乏しいなか、小反落して寄り付いた後、下げ幅縮小（9：45）。
- ・3月景気ウォッチャー指数（季節調整値）は現況DIが47.4（2月48.6）、先行きDIが48.1（50.6）と共に大きめの下落を示した。ただし、内訳をみると季節調整値ではあらゆる項目が下向きに転じている一方、（従来はヘッドラインであった）原数値の結果は区々で解釈が難しい結果となった。また、類似指標の消費者態度指数の改善とも整合しない。季節調整によってヘッドラインの弱さが誇張されている可能性を示唆している。



< #2018年から大量償還 #米債需給緩む #USD/JPY上昇要因 >

- ・5日に発表された3月FOMC議事録では、大方の市場参加者が想定してよりもタカ派的なメッセージが発せられた。同議事録では、FEDが保有する証券の再投資停止を①12月FOMC（later this year）で、②国債・MBSを区別せず、③段階的縮小ではなく「一気に停止」する可能性———についての記載があった。それまで再投資停止の予想について明確なコンセンサスがあったわけではないが、筆者の知る限り

においてそれは①2018年半ば頃から②MBS・国債の順に、③段階的に再投資を停止していくというものであったから、かなりタカ派的な印象だ。

- ・仮にFEDが現在保有している約2.5兆ドルの国債の再投資を（段階的ではなく）停止する場合、2017年～23年にかけてかなりのボリュームが償還時期を迎え、米債需給に緩みをもたらすことになる。特に2018年は4300億ドル、19年は3600億ドルと巨額で、その後も20年2200億ドル、21年2400億ドルと大量償還が続く。ちなみにQE3の国債購入額が月あたり450億ドルであったので、2018年の償還額はQE3の約10か月分に相当する規模である。新規購入と償還ではデュレーションが全く異なるため比較対象にならないが、“かなり”という表現に違和感はないだろう。
- ・このようにFEDからタカ派的なメッセージが発せられたにも拘らず、米10年金利は微動だにせず2.4%を下回る水準で推移している。かつてグリーンズパン議長が「コナンドラム」と表現したような状況を連想している市場参加者も多いだろうが、「利上げ」と「再投資停止」が同時進行する可能性が高まっているなか、金利上昇シナリオを大幅に修正するのは早計に思える。また、ECB、日銀など海外中銀の緩和マネーが米債市場に加速度的に流入してくる状況でなくなりつつあることも米金利上昇シナリオを支持する。
- ・筆者はUSD/JPYを予想するうえで日米金利差をさほど重視しないが、上述の米金利上昇シナリオはUSD/JPYの上昇要因の一つとして認識しておきたい。もっとも、2013年央のテーパリング騒動のように急激な金利上昇となれば、そのこと自体がグローバルリスクオフを誘発し、調達通貨JPYのショートポジション巻き戻しに繋がる可能性があることには注意が必要だろう。筆者はUSD/JPYの見通し（先行き12ヶ月）を113で据え置いているが、それはFEDのタカ派傾斜がUSD/JPY上昇に直結するとの思考に距離を置いていることが大きい。JPYを筆頭に調達通貨の予想にあたっては、投資家のリスク選好度を重視している。

