

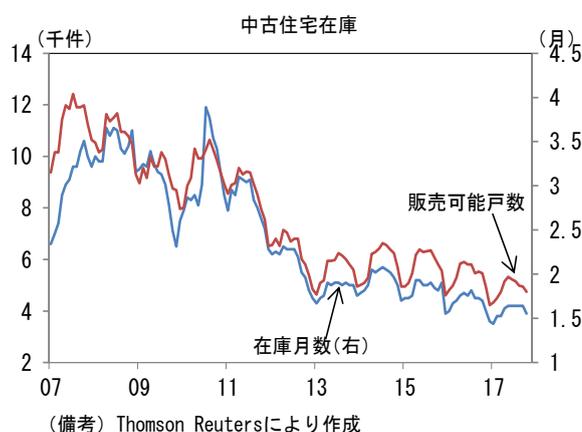
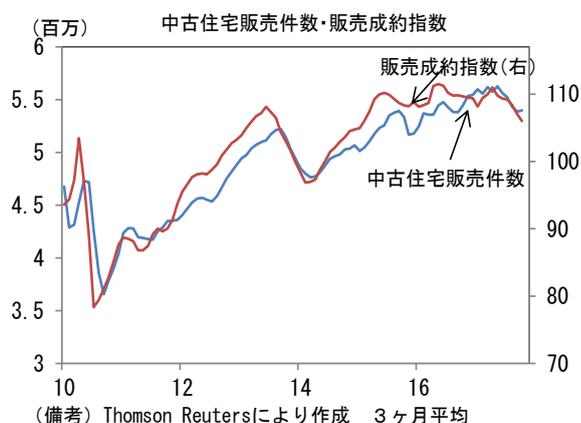
2018年USD/JPY メインシナリオは横ばい ～日銀の出口とFEDの引き締め～

2017年11月22日（水）

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】

- ・10月米中古住宅販売件数は前月比+2.0%、548万件と市場予想（540万件）を上回った。内訳は戸建てが+2.1%、集合住宅が+1.7%、全体としては2ヶ月連続の増加。2017年入り後の減少トレンドに一服感がみられるが、既往の在庫不足が重荷となり先行きも緩やかな伸びが予想される。販売可能戸数は前年比▲10.5%、3.8ヶ月分へと低下した。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続伸。新規の材料に乏しいなか、欧州株ラリーに追随。主要3指数は揃って過去最高値を更新。WTI原油は56.83^{ドル} (+0.41^{ドル}) で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面安。原油価格の持ち直しもあって資源国通貨が堅調に推移するなか、米長期金利の低下を横目にUSDが下落。もっともJPYやEURに対するUSDの下落率は小幅で、USD/JPYは112前半、EUR/USDは1.17前半での推移となった。
- ・前日の米10年金利は2.358% (▲1.1bp) で引け。長期・超長期ゾーンは欧州債ラリーに追随する形で金利低下。他方、2年金利は+2.1bp、5年金利は+0.7bpの上昇。この結果、2年10年スプレッドは一段とタイトニングして58bpまで縮小。5年10年スプレッドは25bp、7年10年スプレッドは10bpを割り込むまでフラットニングした。欧州債市場（10年）はドイツ（0.351%、▲1.2bp）、フランス、イタリア、スペインが金利低下。対独スプレッドはイタリア、スペインでタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株ラリーに追随して高寄り後、もみ合い（9：30）。

<#2018年もUSD/JPY方向感なく #日銀「出口」も影響小>

- 2017年のUSD/JPYは、16年11月の米大統領選通過後の円安の流れを汲み115-118レンジでスタートした後、2月以降は110-115レンジに落ち着く展開となった。USD/JPYに最も強い影響をもたらすFEDの金融政策が大方の予想どおりに推移する下、米長期金利が安定したことが主背景。3回の利上げとバランスシート縮小は、年初時点で市場参加者が描いていた姿よりは引き締めの的であったが、それらプロセスはFEDが市場参加者との十分なコミュニケーションを経て実行したものであり、相場変動の材料にはならなかった（12月の利上げは確定事項として扱った）。この間、日銀は16年9月導入のYCCを継続し、出口に向けた具体的議論も封じたままである。従って、日銀の動向が為替市場で材料視されることは皆無に等しく、筆者が記憶している限りでは、黒田総裁はじめ日銀高官の発言がUSD/JPYを1円以上動かす場面はなかった。
- こうした展開が2018年も続くというのが、筆者のメインシナリオである。FEDは3回の利上げを基本路線に金融政策の舵取りをするだろう。米指標次第では4回も想定されるが、それは市場のサプライズを伴わない形で進められると期待される。そうした下で米10年金利は2%台後半への上昇が想定され、為替市場では日米金利差拡大が意識されよう。
- 翻って日銀。2%の物価目標達成にほど遠いとはいえ、「物価の持続的下落という意味においてのデフレからは脱却している」という主張は無理なく展開できる。エネルギーを除いた物価は0%台前半にあるものの、日銀が強調するよう需給ギャップが解消する下で、物価のモメンタムが上向きつつあることは確かだろう。一人当たり賃金も0%台後半で安定的に増加基調にあることから、将来に向けての物価上昇シナリオを固持することはできる。2018年後半にはYCCの調整、すなわち10年金利の引き上げ（10-30bp）か、操作対象年限の短縮化（5-7年）が想定される。
- 日銀のYCC調整は、それが実現した場合に円高圧力となる。しかしながら、そうした圧力はFEDの利上げによって減殺されるだろう。従って、両中銀の金融政策がUSD/JPYに大きな影響を与えることはないと思われ。それが筆者のメインシナリオの根幹を成す部分である。USD/JPYの先行き12ヶ月の見通しを113で据え置く。2018年も110-115レンジでの推移が見込まれる。

