

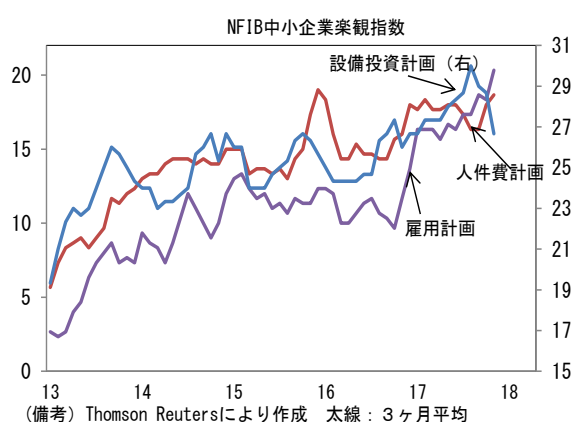
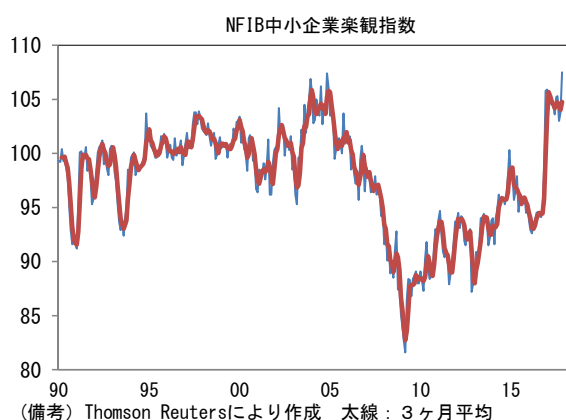
米金利上昇 本当に円安要因か？ ～なぜ日米金利差が拡大しても円安にならないのか～

2017年12月13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】

- ・11月NFIB中小企業楽観指数は107.5へと10月から3.7pt改善し、34年ぶり高水準に到達。サブ項目では人件費計画（+21→+17）が軟化し、設備投資計画（+27→+26）が横ばいだった反面、雇用計画（+18→+24）が大幅に上昇。その他では最も深刻な経営課題に「売上不振」を挙げる企業の割合が低水準に留まり、「熟練労働者不足」を挙げる企業の割合の高止まりが確認された。中小企業の景況感が極めて良好であることが確認された。



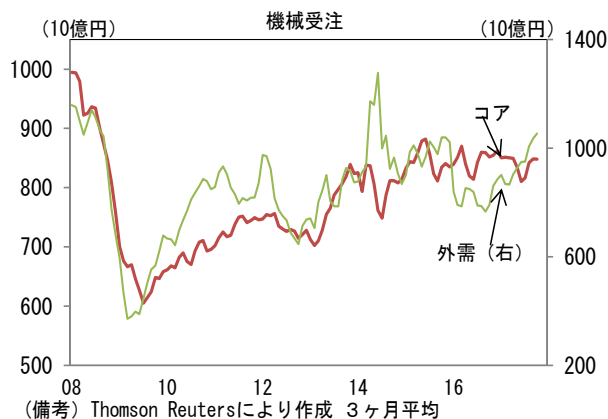
【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続伸。米指標が好感されるなか、個別株主導で上昇。航空機大手や金融株の一角の上昇が指数押し上げに寄与。WTI原油は57.14ドル（▲0.85ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSD、EUR、JPYが何れも小動きに終始。米長期金利は上昇したものの、USD買いは観測されず、USD/JPYは113.50近傍で膠着。EUR/USDは1.17前半へと下落したものの、変化率は0.23%と小幅であった。
- ・前日の米10年金利は2.401%（+1.3bp）で引け。株式市場の上昇を横目に金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.314%、+2.1bp）、フランスが小幅に金利上昇となり、イタリア、スペインがそれに追随。対独スプレッドはイタリア、スペインで僅かにワイドニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

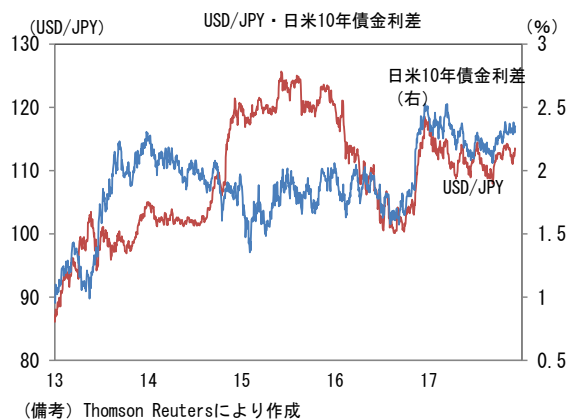
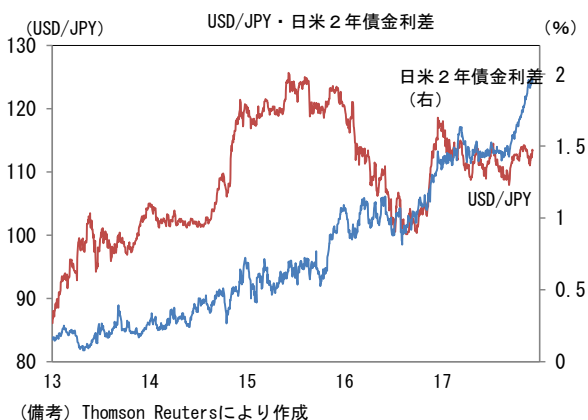
- ・日本株は高値警戒感が意識されるなか、前日終値付近でもみ合い（10：30）。日経平均23000円が意識されている様子。
- ・10月コア機械受注（民需、除船電）は前月比+5.0%と市場予想（+2.9%）を上回り、2ヶ月ぶりに増加。製造業（+7.4%）、非製造業（+1.1%）がともに9月の落ち込みから反発し、3ヶ月平均は横ばいに踏み止まった。資本財輸出の先行指標である「外需」は前月比+4.9%、3ヶ月平均で+1.8%と堅調。水準

は3ヶ月連続で1兆円の大台を突破しており、海外企業の旺盛な設備投資意欲が窺える。



<# 超長期では高金利=通貨安 # 日米金利差の過信は禁物 >

- ・FEDは本日開催のFOMCで今年3回目となるFFレート引き上げを決定する見込み。これによってFFレート上限は1.50%となり、日米金利差は政策金利ベースで1.5%（厳密には円金利の階層構造やFFレートの幅を考慮する必要がある）へと拡大することになる。
- ・昨日の当レポートで指摘したとおり、筆者はUSD/JPYの予想にあたって「FEDの利上げ→日米金利差拡大→USD/JPY上昇」という考え方に距離を置いている。日米金利差はごく短期ではUSD/JPY変動を綺麗に説明するが、やや長い目でみると、両者の水準に大幅な乖離が生じることが観察されており、実際、2013年以降の日米金利差とUSD/JPYの水準に安定的な関係は認められていない。グラフを細かくみれば、その波形こそ似通っているものの、水準の説明力は乏しいことがわかる。これは2013時点で数年先の日米金利差拡大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いる。こうして考えると、USDとJPYという2つの通貨の関係において「金利上昇=通貨高」、「金利低下=通貨安」という考えた方が正しいのかを考察する上で、長期の関係を整理してみることも重要だろう。
- ・ここで超長期のUSD/JPYには、決定理論の一つである金利平価説と同様の関係が（結果的に）成立していることに注目したい。金利平価説とは、金利水準の異なる2国間のどちらの通貨に投資してもリターンが同じように為替レートが調整されるという考え方。つまり金利の高い通貨ほど通貨安、金利の低い通貨ほど通貨高という関係が成立することになり、ごく短期のUSD/JPY変動を説明する「FEDの利上げ=日米金利差拡大=USD/JPY上昇」という考え方とは真逆である。事実、偶然の一致なのか、1985年以降の日米10年債金利差の平均である3%弱（日：2.6%、米：5.4%）に符号するかのようにUSD/JPYは年率3%弱のペースで下落してきた。この議論が名目金利のみに着目したもので、その脆弱性は十分に認識している。しかしながら、日米金利差拡大が円安に直結しない理由としては一定の説明力があるろう。



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。

