

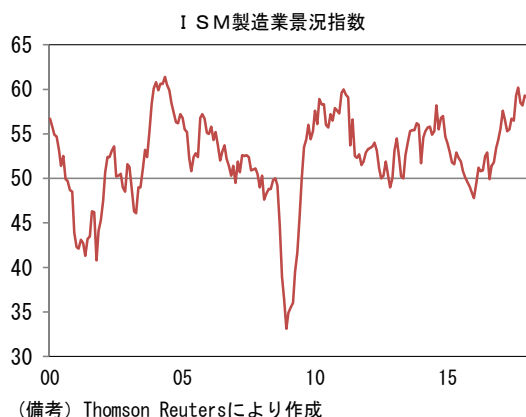
米金利上昇が円安に繋がらない理由 ～「利上げ打ち止め後」が視野に入っている～

2018年2月2日（金）

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】

- ・ 1月ISM製造業景況指数は59.1と12月から0.2pt軟化したものの、市場予想（58.6）は上回った。生産（65.2→64.5）、新規受注（67.4→65.4）が高水準を維持したものの、雇用（58.1→54.2）が低下。一方、入荷遅延（57.2→59.1）と在庫（48.5→52.3）がヘッドライン押し上げに寄与。依然として製造業の景況感的良好だが、新規受注・在庫バランスが低下している点は注意。



【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。NYダウは反発もS&P500は小幅ながら下落。米長期金利の上昇を警戒する動きから買いが手控えられた。WTI原油は65.80ドル（+1.07ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はUSDとJPYの弱さが目立った。米長期金利は上昇したものの、USD買いは膨らまず、寧ろ対欧州通貨でUSD売りが優勢。EUR/USDは1.25を突破。他方、USD/JPYは米国時間入り後に下落したものの、アジア時間に水準を切り上げていたことから一日を通してみれば小幅に上昇。
- ・ 前日の米10年金利は2.790%（+8.5bp）で引け。31日発表のFOMC声明文が利上げに前向きと受け止められるなか、ISM製造業の予想比上振れもあって金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（0.721%、+2.4bp）、フランスが金利上昇、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。

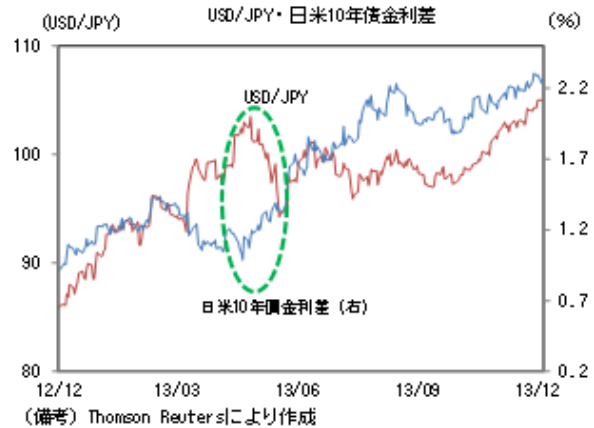
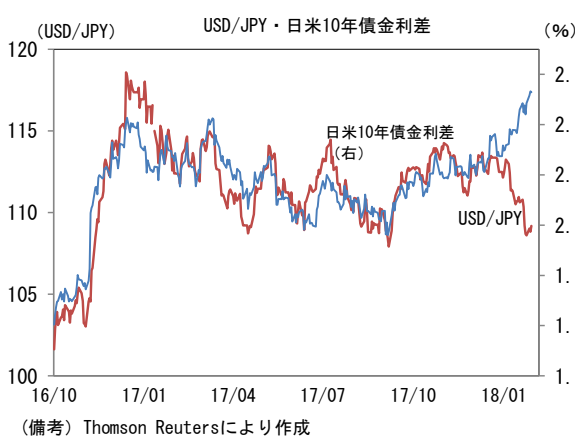
【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・ 日本株は欧米株がやや軟調になった流れを引き継ぎ、下落して寄り付いた（9：15）。

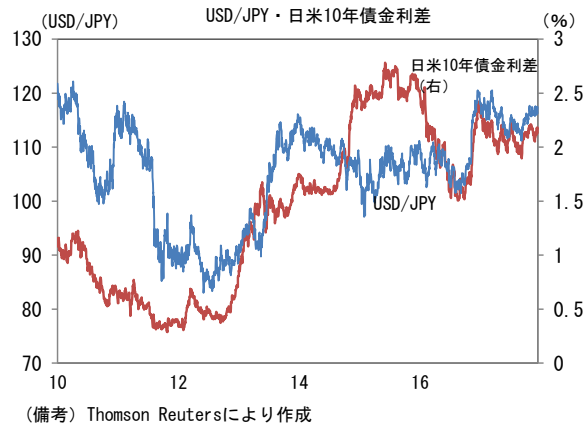
< #米金利上昇との付き合い方 #日米金利差では説明不足 #イールドカーブの形状も考慮 >

- ・ 米10年金利は2.8%近傍に上昇し、2014年4月以来の高水準に到達した。ここで米長期金利上昇がUSD/JPYに与える影響を整理したい。
- ・ まず日銀のYCC実施下において米10年金利の上昇は、直ちに日米金利差拡大を意味することから、

USD/JPY上昇要因として理解される。しかしながら、足もとでは日米10年金利差が急拡大しているにもかかわらず、USD/JPYは下落気味で両者の乖離は拡大している。これは米長期金利の上昇が米国株下落を誘発しているため、調達通貨であるJPYのショートポジションが巻き戻されている可能性が高い。程度の差はあるが、状況としては2013年5月のバーナンキショックに類似している。当時も米金利上昇が米国株を中心に広範なリスクアセットに打撃を与え、それが投資家のリスク許容度低下を通じてUSD/JPY下落に作用した。つまり、米金利上昇が投資家のリスク選好度を削ぐ場合、USD/JPYは上昇しない。



- ここで、日米金利差とUSD/JPYに強固な関係が認められていないことを再確認したい。足もとのように米債市場が大幅な変動をしようとしている局面では特に注意が必要だろう。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と高い連動性が認められているが、やや長い目でみると安定的な関係は認められていない。詳細は[12月18日付レポート](#)や[1月25日付レポート](#)で触れているが、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。



- また市場参加者が“利上げ打ち止め後”を意識している点も重要。米金利は長短金利差が縮小傾向にあり、2年10年スプレッドは50bp程度、5年10年スプレッドは20bp程度とそれぞれ逆イールドが視野に入る水準にある。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と理解され、これは通常、利上げサイクルの後半に観察される現象である。すなわち米10年金利が上昇しても、それが長短金利差を伴っていないのであれば、それは投資家がUSDの長期的な強さに自信を持っていないことを意味する。単純に金利差だけに着目してもUSD/JPYの変動が上手く説明できないことを再確認したい。

