

USD/JPY見通しは113で据え置く ～注意報解除～

2018年2月26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

【海外経済指標他】

- ・欧米で主要な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】

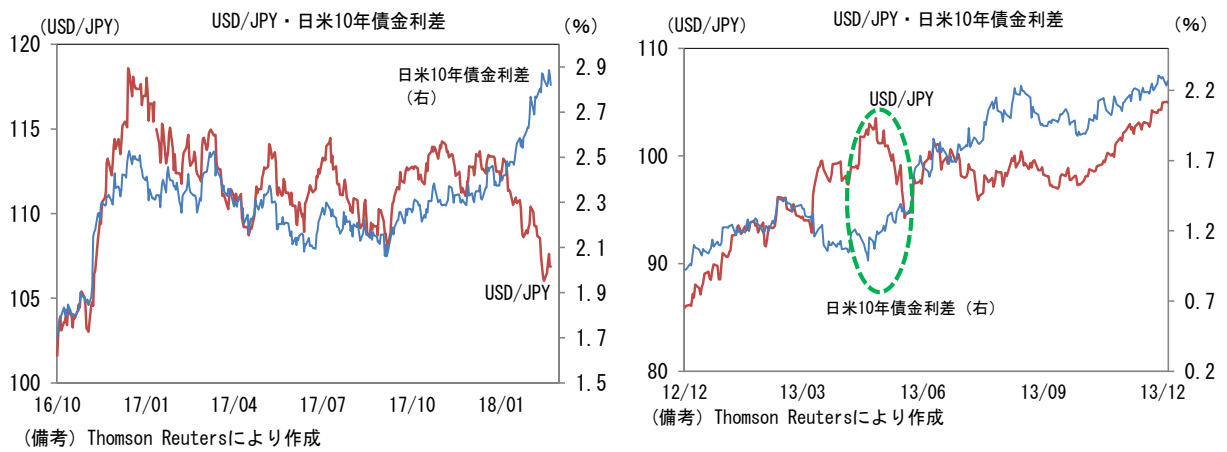
- ・前日の米国株は続伸。新規の材料に乏しいなか、米長期金利の低下を横目に自律反発の動き。NYダウは節目の25000ドルを回復。WTI原油は63.55ドル（+0.78ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDとJPYの強さは中位程度。加CPIの強さを受けてCADの強さが目立ったほか、リクスバンクの議事要旨が予想されていたほどタカ派的でなかったことからSEKが下落。もっとも、それ以外に大きな動きはなくUSD/JPYは106後半、EUR/USDは1.23を挟んで一進一退。
- ・前日の米10年金利は2.866%（▲5.5bp）で引け。マクロ面で新規の材料に乏しいなか、2年、5年、7年入札を通過したことなどから需給悪化懸念が後退。21日に約4年ぶりの高水準を記録していたこともあってこの日は買い優勢。欧州債市場（10年）はドイツ（0.653%、▲5.3bp）、フランス、イタリアが金利低下となった反面、スペインが金利上昇。対独スプレッドはスペインがワイドニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

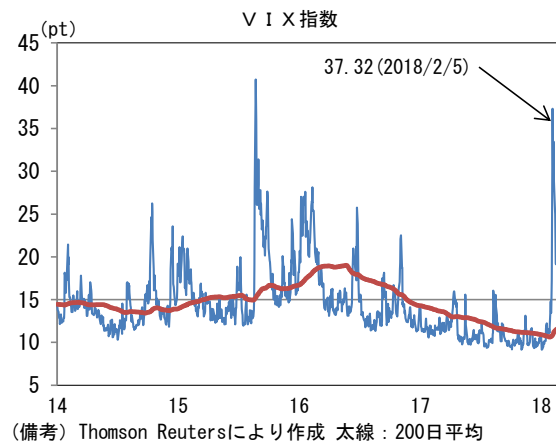
- ・日本株は米株高に追随して高寄り後、もみ合い（9：45）。

< #混乱モードは収束へ #VIXは2月の最低水準へ #USD/JPYは日米金利差との関係復活か >

- ・2月2日の米金利上昇に端を発する株式市場の大幅な変動は足もとで徐々に収まりつつある。1月雇用統計では、平均時給が市場予想を上振れたことで俄かにインフレ圧力が意識され、それがFEDの引き締め観測を喚起し、株価下落を引き起こした。それ以降、本邦金融市場では円高・株安が進行。
- ・一般論として米金利上昇は日米金利差拡大を通じてUSD/JPY上昇要因になると理解されており、実際、日米金利差とUSD/JPYは密接な連動性を有する。しかしながら、そうした関係は「金融市場が落ち着いている時に限られる」という条件がつく。今回がそうであるようにリスクオフを伴って金融市場が大幅な変動を経験している最中は、米金利上昇（≒日米金利差拡大）がUSD/JPY上昇に結び付かないことが多い。典型例として2013年央のテーパータントラムが挙げられる。当時も米金利上昇が株価に打撃を与えことで、投資家のリスク許容度が削がれ、JPYのショートポジションが巻き戻された。その結果、本邦金融市場では円高・株安が進行した。今回、米金利上昇とUSD/JPY下落が併存した基本的背景と類似しているだろう。



- ・もともと、足もとでは「金融市場の落ち着き」が徐々に戻りつつある。米国株V I X指数は5日に37.32までスパイクした後、23日には16.49へと低下し、2月2日の17.31よりも低い水準に回帰した。NYダウは節目の25000ドルを回復し、下落の半分程度を取り戻した格好となる。



- ・こうした安定的な状況では、日米金利差とUSD/JPYの連動性（方向感の一致）が再び強まる可能性が高いと考えられる。米金利が急上昇する前までに観測されていた水準の関係は既にリセットされているため、新たな線形関係がどのような水準感で形成されるかは判断が難しいものの、今後、米国経済の拡大期待が強まるなどして米金利に上昇圧力が生じた場合、素直にUSD/JPYが上昇する可能性が高いだろう。米10年金利の3%接近に株価が脆弱であることが判明した以上、115-120レンジへの到達の可能性は低下したが、それでもFEDが年3回ないしは4回ペースで利上げを実施するとの見通しはさほど変化しておらず、USDの上昇圧力は残っている。諸点に鑑みて、筆者はUSD/JPYの先行き12ヶ月の見通しを113で据え置く。