

利上げでドル高は過去のもの ～日米金利差拡大でも円高～

2018年3月27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】

- ・前日の米国株は大幅反発。貿易摩擦の回避に向け、米中が交渉を始めつつあるとの複数の報道が手掛かり。F Tは中国側が海外金融機関の資本規制緩和と半導体の輸入拡大を検討していると報じ、WS Jはムニューシン財務長官とUSTRライトハイザー代表が劉鶴氏に書簡を送付し、自動車の関税引き下げ、金融市場の開放といった具体的な要求を提示したと報じた。WT I原油は65.55^{ドル}（▲0.33^{ドル}）で引け。
- ・前日のG10通貨はJPYとUSDの弱さが目立った。米長期金利は上昇したものの、JPY以外の通貨に対してUSD買いは膨らまず、米金利上昇・USD安の展開に。一次産品価格の下落にもかかわらず、NOK、NZDの強さが目立った。USD/JPYは米国株急伸するなかでJPYショートポジション構築が進み105半ばへと0.6%上昇。
- ・前日の米10年金利は2.852%（+3.9bp）で引け。マクロ面で新規の材料はなかったが、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（0.524%、▲0.3bp）、フランス、スペインが小幅に金利低下となった反面、イタリアが金利上昇。対独スプレッドはイタリアがワイドニング。

【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（9：30）。
- ・USD/JPYは23日に105を割り込んだ後、27日も105半ばでもみ合っている。僅か数日前の22日にはF E Dが25bpの利上げを実施したうえ、2019-20年の利上げ計画を引き上げるなど、日米金利差拡大を通じた円安を意識させる出来事があったばかりだが、米中貿易摩擦への懸念に端を発するリスクオフがJPYのショートポジション巻き戻しを誘発した形だ。
- ・筆者は複数回にわたり当レポートで、USD/JPY予想の際に日米金利差を重視することに距離を置く考えを示してきた。特に2018年入り後は米景気の拡大サイクルが終盤戦に差し掛かりつつある状況を踏まえ、USDの先高感が薄れつつあることを念頭に、日米金利差拡大が円安に直結しない可能性があることを強調してきた。目下、失業率は4.1%と過去のサイクルの最低付近にあり、それに呼応するようにH Y債スプレッドのタイトニングが限界に近づきつつあるほか、最近では銀行貸出態度も厳格化方向へと向かうなど、クレジットサイクルが伸びきった状態にあることが窺える。
- ・そうしたなかでイールドカーブのフラット化は景気拡大が終盤戦にあることを強く意識させる。2年10年スプレッドは50-60bp、5年10年スプレッドは僅か20-25bp、7年10年スプレッドは10bpを明確に割り込み、逆イールドが視野に入りつつある。逆イールドの出現は一般的に景気後退の1-2年前に観察され、それは利上げサイクルの最終局面に概ね一致する。その頃になると金融市場では景気拡大期待がさほど膨らまないなかで、利上げ打ち止めが中心的話題となり、長期ゾーンの金利が抑制され易い。現状、利上げ局面は前半から中盤に差し掛かった段階とみられるが、市場参加者の脳内では利上げ打ち止め時期とその水準の

存在感が増しているはずだろう。ゆえに米10年金利はF E Dがドットチャートで示す均衡金利が一つの「頂点」として意識されているとみられ、3 %を大きく超えることはない。

- こうした米国の景気拡大が終盤戦に差し掛かりつつあることは、為替市場でUSDの先安感として認識される。したがって、単純に米金利が上昇しても、それがイールドカーブのステープ化を伴っていないのであればUSDの中長期的な先高感醸成されにくく、USD/JPYとの連動性も崩れる。筆者はUSD/JPYの先行き12ヶ月の見通しを113としているが、その予想はダウンサイドリスクが日増しに大きくなっていると判断せざるを得ない。

