

Global Market Outlook

発表日: 2018年12月20日(木)

USD/JPY 見通し

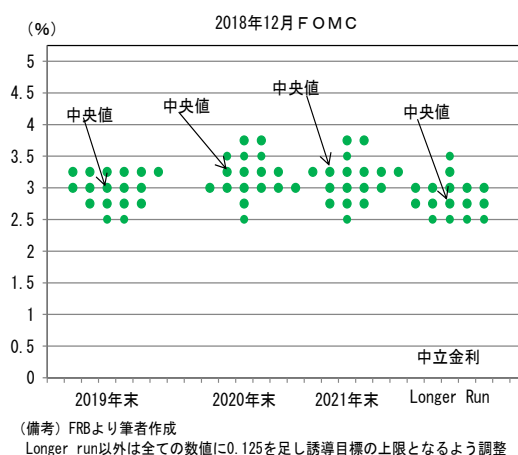
～小幅に修正～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

USD/JPY の先行き 12 ヶ月見通し (≒2019 年) を 105 円とする。従来から 5 円の円安方向への修正だが、円高方向への見通しに大きな変更はなく、またその背景のシナリオも概ね変わっていない。ただし 2018 年 4 月時点で 100 円への下落を見込んだ筆者の予想は、やや先を読み過ぎた感があり、その点を反省している。

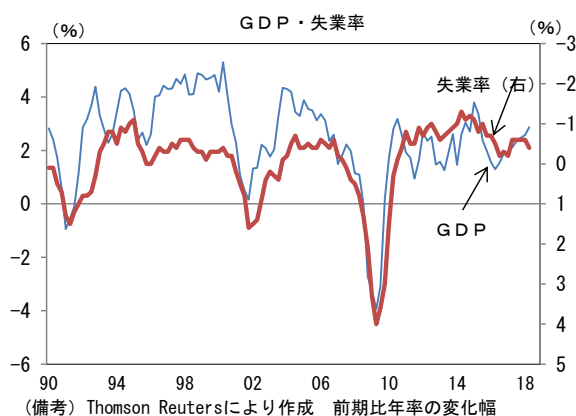
2019 年は F E D の利上げ打ち止め、米景気のピークアウト感がドル売り材料となるだろう。F E D の金融政策のベクトルが緩和方向に傾斜すれば、それは 2012 年の Q E 3 発動以来のことであるから、やはり相応のインパクトが予想される。政策の方向感が変化する初期局面で「日米金利差縮小→USD/JPY 下落」といった連想が働き、条件反射的な動きに USD/JPY が急落する可能性が高いとみている。以下、USD/JPY 予想にあたって最も重要なファクターである F E D の金融政策、米経済の成長軌道を整理していく。

12 月 F O M C では 2019 年の利上げ計画を 3 回から 2 回へと下方修正したほか、20 年以降については 3.25% へと従来から 25bp 下方シフト。中立金利も 3.00% から 2.75% へと低下した。また声明文では「更なる段階的な利上げが必要になると見込んでいる (expects that further gradual increases)」というこれまでの表現を変更し「更なる幾分かの段階的な利上げが必要になると見込んでいる (judges that some further gradual increases)」として微妙に慎重なトーンを醸し出した。2016 年 12 月以降、四半期に一度のペースで 8 回の利上げとバランスシート縮小を決定してきたが、そうした引き締め策が転機を向かえつつあることを印象付けた。中立金利までの距離は僅か 25bp、すなわち利上げ 1 回分相当しかなく、改めて利上げ停止が近づいていることを意識させる。

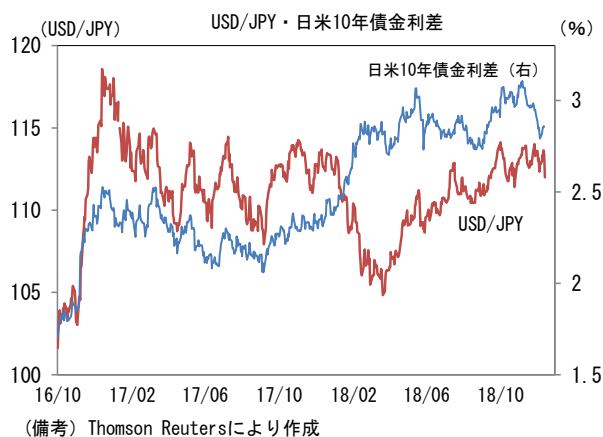


2018年央頃までの米経済は、法人税減税などの財政刺激効果が、金融引き締め効果を上回ったことからGDP成長率が年率4%近い軌道を描くという快挙が成し遂げられた。しかしながら、18年後半になると財政の刺激効果が剥していき、徐々に金融引き締め効果が表面化し、实体经济では住宅市場が顕著に落ち込み、金融市場では株価下落、長短金利差逆転といったネガティブな動きが観察されるようになった。足もとの米経済は、堅調な個人消費を背景に底堅く推移しているものの、これも来年以降は注意が必要だろう。個人消費は失業率の低下ペースが鈍化するにしたがって減速していく可能性が高く、全体の成長率も鈍化する可能性がある。

こうした見方はオークンの法則というシンプルな理論と整合的。目下3.7%まで低下した失業率はその低下余地が少なく、やがて米景気拡大ペースはスローダウンする可能性が高いと判断するのが自然だろう。たとえ素晴らしく巧みな経済政策を駆使したとしても、景気拡大が進むと伸びシロが減るといったトレードオフは避けられない。為替市場では景気拡大の「残り時間」がドルの「上昇余地」と解釈され、USD/JPYに下押し方向の力が加わるだろう。

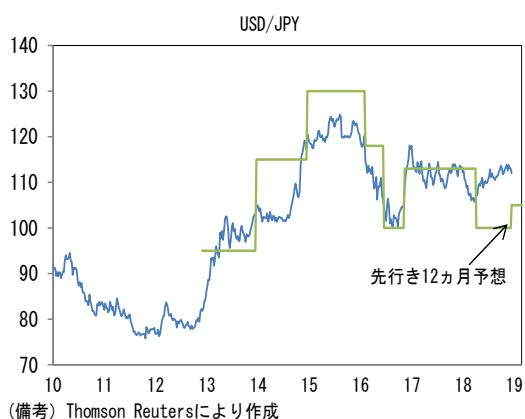


ところで、筆者は日米金利差を絶対的存在として扱わないよう注意している。ごく短期的なタームでは「FED利上げ観測上昇→日米金利差拡大→円安」といった連想が働くことでUSD/JPYが上昇する場面が多くみられるものの、やや長い目でみるとUSD/JPYと日米金利差の関係は希薄であるためだ。実際、両者の水準の関係は、直近12ヶ月の日次データに基づく R^2 （相関係数の2乗）が0.01以下、係数のt値は1.2と全く説明力を持たないことが統計的に明らかになっている。これこそが筆者の強調したいことであり、「日米金利差〇〇%ならUSD/JPYは〇〇」といった具合に水準の予想に用いることの脆さを浮き彫りにしている。



とはいえ、日米金利差が短期的にはUSD/JPYの水準の説明力を有し、方向感も一致することが多いのは事実であるから、結果的に2019年は日米金利差が縮小方向へ転換し、USD/JPYが下落方向へ推移する可能性が高いとみている。ちなみに両者の相関が復活した2018年7-9月期データに基づいてUSD/JPY105に整合的な日米10年債金利差を逆算したところ2.0%（≒米10年金利2%）という数値が得られた。かなり極端な印象を受けるかもしれないが、前述のとおり水準の関係は大きな断層が生じることが過去のデータから明らかになっており、飽くまで一つの目安に過ぎない。したがって、日米10年債金利が2%まで縮小しなくともUSD/JPYが105まで低下する可能性は十分にある（日米金利差と為替については12/18付けレポートを参照ください。次項に当該部分を貼付しました）。

以上を踏まえ、先行き12ヶ月のUSD/JPYの予想を105円とする。なお、予想にあたって日銀の政策変更は織り込んでいない。筆者の予想に反して日銀が政策を修正する場合など環境に変化が生じた場合、適宜修正を加えていく予定である。

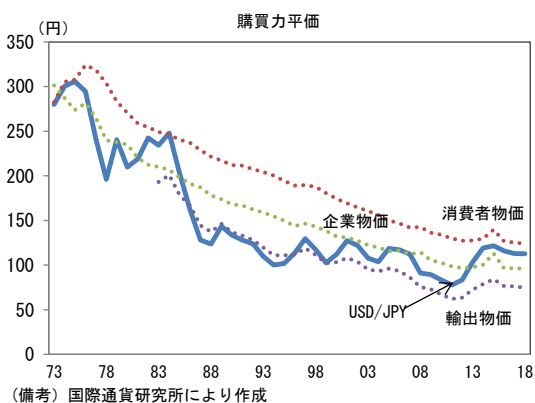
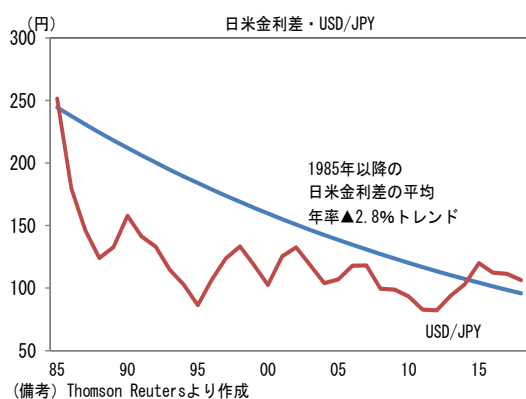


<以下、抜粋>

- 最近のUSD/JPYは日米金利差で説明が難しくなっている。そこで以下では、最も代表的な為替の決定理論である金利平価説と購買力平価説を踏まえつつ、日米金利差との関係を整理する。
- 1985年以降、日米10年債金利差は常に「米>日」の関係にあり、その差は3%程度で推移してきた。日々の相場解説で見られるような「日米金利差拡大を受けてドル高・円安に推移」といった関係が成立するならば、この間のUSD/JPYが一貫して円安・ドル高となっても不思議ではない。しかしながら、現実のUSD/JPYは長期にわたって下落し、そして興味深いことにその下落率は年率3%程度と結果的に金利平価説（カバーなし）が成立している。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理論。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。これは「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。こうしたパズルから言えることは、日米金利差は絶対的存在でないということ。
- 改めて強調するまでもないが、金利とインフレ率は表裏一体の関係にあることから、日米金利差は日米インフレ率格差に近似し、それは購買力平価から導出されるトレンドに近くなる。したがって短期

では「高金利＝通貨高」の関係が成立したとしても、インフレ率と金利が「米>日」である以上、長期・超長期では購買力平価や金利平価説に基づきUSD/JPYの理論値は円高方向に力が働くことになる。

- ・足もとで日米金利差とUSD/JPYの関係が希薄になっているが、ここで再確認したいのは為替の説明において日米金利差が絶対的な存在ではないということ。また、一口に日米金利差といっても期間は翌日物から30年まであり、かつ名目と実質に分かれるなど、その用法は様々である。このように複数の尺度が存在するため、大半の局面で何れかの尺度の日米金利差が説明力を持つ。それによって日米金利差が「優秀なモデル」として扱われている印象だ。



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、第一生命保険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。

