

日銀YCCがあるから大丈夫？ ～海外金利上昇で円安にならない可能性 過信に注意～

2018年4月13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】

- ・米新規失業保険申請件数は23.3万件と前週から0.9万件減少。4週移動平均は23.0万件と今次サイクルの最低付近を維持しており、労働市場の回復持続を示している。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は反発。トランプ大統領がTwitterで「シリアをいつ攻撃するかを言ったことは一度もない」と発言したことからシリアを巡る地政学不安がやや後退。また決算シーズンを控えての業績期待もあったとみられる。WT I原油は67.07^{ドル}（+0.26^{ドル}）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDの強さが中位程度となるなか、JPYはやや弱めの推移。米長期金利は上昇したものの、USDが広範に買われることはなかった。スウェーデンのCPIが予想比下振れとなったことからSEKが軟調に推移したこと以外に大きな動きはなく、USD/JPYは107前半、EUR/USDは1.23での推移となった。
- ・前日の米10年金利は2.836%（+5.5bp）で引け。マクロ面で材料に乏しいなか、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（0.515%、+1.6bp）、フランス、イタリアが小幅に金利上昇、スペインが金利低下。対独スプレッドはスペインがタイトニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株上昇に追随して高寄り後、USD/JPY上昇を伴って上げ幅拡大（10:15）。

< #ECB議事要旨 #緩和バイアス削除 #日銀YCCの過信に注意 >

- ・昨日発表されたECB理事会の議事要旨は、新規の材料は乏しかったものの、これまでの出口構想を再確認させる内容であった。3月理事会では、フォワードガイダンスから「必要なら債券買い入れ規模を拡大する」という緩和バイアス部分が削除され、資産購入終了に向けての地均しが施された。ガイダンス削除は17年12月理事会で予告されていたこともあり、何ら意外感はなく決定は満場一致であった。ユーロ圏の実質成長率が堅調に推移し、インフレ基調が2016年をボトムに上昇していることから、ECBが自信を深めた格好である。もっとも議事要旨では「為替相場の上昇が、インフレに対し一段のマイナスの影響を及ぼす可能性があることを示している」、「貿易を巡る紛争によりすべての関係各国にマイナスの影響が及ぶ可能性がある」としてダウンサイドリスクも強調されていた。突然の買い入れ終了や、その後に控える中銀預金金利の引き上げを市場が織り込むことを警戒したのだろう。
- ・現在、ECBは18年1月に資産買い入れの規模を600→300億ユーロに減額したうえで、9月までの買い入れ継続を約束している。市場関係者の間では小額かつ小幅な延長（月間100億ユーロ、3ヶ月程度？）を見込む向きが多く、突然の買い入れ停止の可能性は低いとされている（当社欧州担当も同様の見解）。こうした計画は4月理事会で何らかの示唆があった後、6月理事会においてガイダンス修正という形で具体化するのがメインシナリオ。足もとでは3月理事会後に発表された3月PMIが急低下し、ユーロ圏鉱工業生産が3ヶ月連続の減産となるなど、景気下振れリスクが散見されているものの、資産購入停止への道筋

に大きな変更ないだろう。

- ここで注意したいのは、E C Bの出口戦略がグローバルな金利上昇を引き起こす可能性があること。G 4中銀全体では、日銀に動きがない一方でF E Dは断続的な利上げを実施し、B O Eも5月の利上げ確率が85.5% (0.50%→0.75%、Bloomberg) へと高まるなど、引き締め姿勢は明確に強まっている。こうした中銀サポートの減衰は広範な資産価格に下押し圧力を加えることになるが、本邦金融市場においては円相場と内外金利差の相関が低下し、海外金利上昇が円安に繋がるメカニズムが弱くなっていることが気掛かり。日銀Y C Cは、海外金利上昇時に真価発揮が期待されていたが、それを過信することは控えたい。