

日米金利差との付き合い方

～関税→物価上昇→米金利上昇→日米金利差拡大→円安 このルート？～

2018年7月12日（木）

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】

- ・前日の米国株は反落。中国に対する追加の2000億 ドル の関税設定がやや唐突なタイミングで発表されたことが嫌気され売り優勢に。もっとも、それ自体は既にアナウンスされていたもので新規の材料ではなかったこともあり下落幅は限定的。WTI原油は70.38 ドル （▲3.73 ドル ）で引け。USD高進行が一次産品の下押しに効いた。
- ・前日のG10通貨は米長期金利が低下するなかでUSDの強さが目立った。USD/JPYが節目の112を約6ヶ月ぶりに回復したことを受けて、広範な通貨にUSD買いが波及。EUR/USDは1.16後半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は2.849%（±0.0bp）で引け。米国時間早朝はドイツ金利上昇に追随して金利上昇となっていたが、その後は原油価格下落を通じた予想インフレ率低下などから金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.370%、+4.7bp ※入札あり）が金利上昇となった反面、フランスが金利低下。イタリア、スペインは小幅に金利上昇。ロイター通信がECB関係者の話として「インフレ見通しによっては7月25日の理事会での利上げも可能」との発言を紹介したことで欧州債金利が上昇する場面があった。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株下落が小幅に留まったことを好感、海外時間に進行した円安を受けて高寄り（9:15）。

<#関税インフレ #米金利上昇 #日米金利差拡大 #円安 #利上げ>

- ・米国は中国製品に対して追加で2000億 ドル の関税設定を発表。7月6日付で発動された500億 ドル については、その大部分が中間財など、企業が最終ユーザーであるモノであったことから消費者物価への影響は限定的だが、追加の2000億 ドル の関税リストには消費者物価に直接的な影響を与えそうなものが含まれていた。今後は消費者への配慮から、こうした品目が適用除外になる可能性はあるにせよ、適用開始となった品目については徐々に価格転嫁が波及し、消費者段階のインフレ率加速に繋がる可能性がある。既にインフレ指標が節目の2%を超えていることもあり注意が必要だろう。
- ・FEDは関税の影響を除去して金融政策の舵取りを行うと思われるが、関税による上昇分を定量的に検知するのは困難。FEDスタッフによる分析レポート等を通じて試算が示される可能性はあるにせよ、関税によるインフレ率上乗せ分をどう評価するかは意見が割れるだろう。また債券市場では予想インフレ率上昇やFEDの引き締め観測の高まりを通じて長期金利が上昇する可能性がある。
- ・こうした関税の影響を債券市場でどう解釈されるかは不明確であるが、仮に米長期金利が上昇した場合、USD/JPYは日米金利差拡大を通じて円安になるだろうか。ここで再確認したいのは日米金利差との付き合い方。これまで筆者は当レポートで1年以上先のUSD/JPYを予想するにあたっては「日米金利差拡大＝円安」とする思考パターンに距離を置くべきであると主張してきた。日米金利差は金融市場全般が落ち着いてい

る局面において高い説明力を有するが、何らかの要因で金融市場が混乱すると、その説明力が大幅に後退する。また、ショックの前後で水準の関係には断層が生じるため、結局のところ「日米金利差拡大＝円安」という単純な関係は成立しない。2018年2月はその典型例と言える。

- ・米国の景気拡大が長期化する下、失業率は既に4%以下の水準にあるなど、景気の拡大余地は乏しくなっている。それを懸念するかのように長短金利差が縮小していることを踏まえると、米長期金利が上昇したとしても、USDが調達通貨（JPY、CHF）に対して一段と強含むとは考えにくい。日米金利差拡大を前提に円安を見込む思考には引き続き距離を置きたい。

