Market Flash

発表日:2018 年 12 月 18 日(火)

姿・形を変え「優秀なモデル」になる日米金利差

～USD/JPY の説明力は高くない～

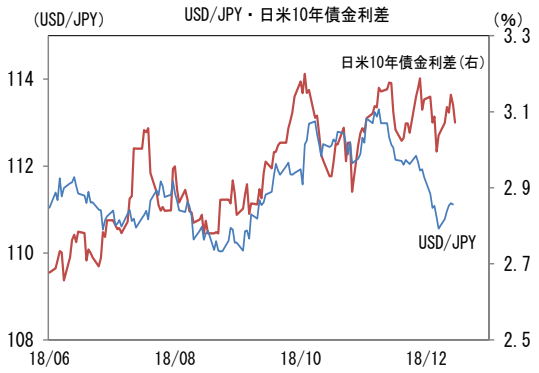
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一(TEL:03-5221-452

・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き 12 ヶ月は 23000 近傍で推移しよう。
・USD/JPY は米利上げ打ち止めが視野に入る中、先行き 12 ヶ月で 100 へと下落しよう。
・日銀は現在の YCC を 2020 年春頃まで維持するだろう。
・FED は 2019 年後半に利上げを小休止する可能性があるだろう。

＜＃日米金利　＃金利平価説　＃購買力平価＞

・米10年金利が３％を明確に割り込んでいる現状、為替市場では日米金利差の更なる縮小がUSD/JPY下落に繋がるとの見方もある。そうした下、19日のＦＯＭＣで2019年の利上げ計画が２回へと変更され、声明文記載の「更なる段階的な利上げ」の文言が修正・削除されれば「日米金利差縮小→USD/JPY下落」といった連想が働きそうだ。

・しかしながら、最近のUSD/JPYは日米金利差で説明が難しくなっており、そうしたシンプルな反応がみられるかは微妙である。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を踏まえつつ、日米金利差との関係を整理する。



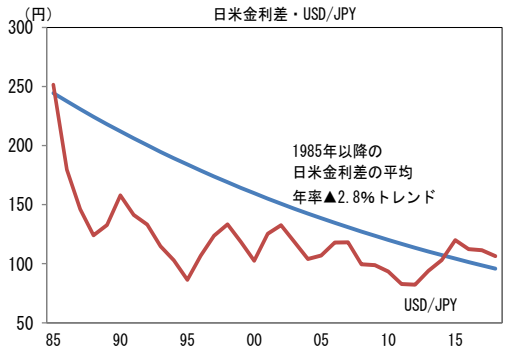
(備考) Thomson Reutersにより作成

・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。日々の相場解説でみられるような「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

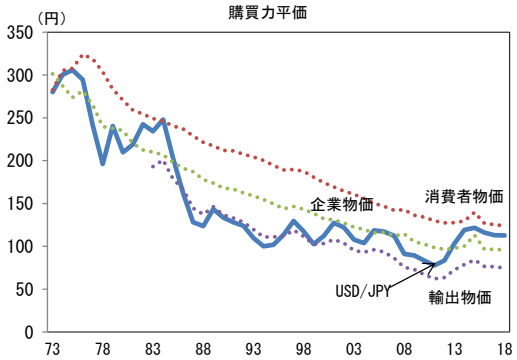
高い通貨ほど通貨安、金利の低い通貨ほど通貨高という関係が成立する。これは「ＦＥＤの利上げ→日米金利差拡大→USD/JPY上昇」という考え方とは真逆である。こうしたパズルから言えることは、日米金利差は絶対的存在でないということ。

・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。



（備考）Thomson Reutersより作成



（備考）国際通貨研究所により作成

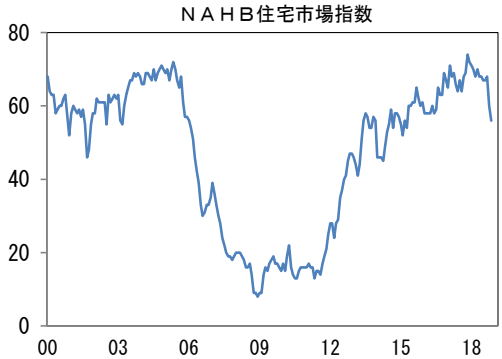
【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

・日本株は米国株が大幅に下落した流れを引き継ぎ下落（10：00）。

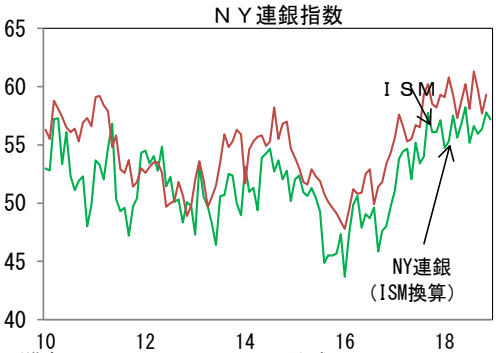
【海外経済指標他】

・12月ＮＡＨＢ住宅市場指数は２ヶ月連続でネガティブサプライズ。市場予想（60）を大幅に下回り56へと低下した。山火事、悪天候などが影響した可能性はあるが、既往の住宅価格高騰、ローン金利上昇が足かせになったとみられる。２ヶ月累計の下落幅は▲12とかなり大きい。

・12月ＮＹ連銀指数は＋10.9へと11月の＋23.3から急落。主要項目が押し並べて弱かったが、雇用が非常に強かったことからＩＳＭ換算では57.2と0.6ptの低下に留まった。



（備考Thomson Reutersにより作成



（備考）Thomson Reutersにより作成

【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下落。米指標が弱く景気減速懸念が喚起される下、原油安を伴い大幅下落。ＷＴＩ原油は49.88ﾄﾞﾙ（▲1.32ﾄﾞﾙ）。

・前日のＧ10通貨はリスク回避姿勢が強まる下でCHF、JPYが堅調。他方、原油価格の下落を横目にNOK、CADが軟調。USD/JPYは欧州時間からほぼ一貫して下落し113を割れた。EUR/USDは1.13半ばへと水準を切り上げた。

・前日の米10年金利は2.857％（▲3.2bp）で引け。株式市場の下落を横目に金利低下。カーブはブルスティープ。欧州債市場（10年）はドイツ（0.256％、＋0.4bp）が横ばい、フランス、イタリアが小幅に金利上昇、スペインが小幅に金利低下。

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調査研究本部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。見通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。