

# Market Flash

発表日: 2019年5月16日(木)

## FED が利下げしてもそれほど円高にならない理由 「低金利アライアンス」の拡大

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)

- ・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は米利下げ観測が浮上する中、先行き12ヶ月で105へと下落しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは利上げを停止し、2019年は様子見を続けるだろう。

### < #為替 #USD/JPY #キャリートレード全盛時代とは違う #低金利アライアンス >

- ・15日に米2年金利は、鈍いインフレ率と景気の先行き不透明感を背景に、2.160%へと低下した。FF金利先物から逆算した9月FOMCにおける利下げ織り込み度合いは55.2%と高水準にあり、年内約2回の利下げを織り込んでいる。筆者は年内据え置きをメインシナリオとしているが、トランプ大統領がFEDに対して圧力を強めていることもあり、年内利下げが現実味を帯びつつある。
- ・仮に年内の利下げが現実となった場合、USD/JPYには下落圧力がかかるだろう。過去数年、逆を向いていた日米金融政策のベクトルが同じ方向を向くならば、日銀が大胆な緩和策を講じない限り、JPY買いが優勢になるとみられる。しかしながら、周知の通り日銀に残された策は少なく、JPY買い圧力を跳ね返す力はない。
- ・もっとも、USD/JPYの下落圧力は過去の同様の局面に比べて弱まっていると考えられ、筆者の予想である105程度に留まると予想される。2007年9月に始まったFEDの利下げ局面はスタートのFF金利が5.25%と高く、僅か半年後の08年4月には2.25%へと3%も低下したのに対して、今回のスタート地点は2.50%（FF金利上限、追加利上げ無しと仮定）である。2006-07年頃は5%程度の日米金利差を背景にキャリートレード全盛の時代であったことから、その分、巻き戻しの規模も大きかったが、今回はそうした状況にない。したがって、日米金利差縮小に着目したJPY買いの規模は、前回対比で小さいだろう。
- ・また世界的に低金利通貨が増えたことも大きい。当時はJPYが唯一の低金利通貨であったため、世界的に金利が低下するとJPYに買いが集中するという事情があり、リスクオフの度に条件反射的なJPY買いが観察された。当時はEURの翌日物金利が4.25%と高水準にあったほか、高金利通貨の代表格であるAUDに至っては7.25%と豊富なキャリー収益が獲得できる環境にあったため、「リスクオフ→JPY買い」がある種のセオリーとして通用した。一方で今次局面においてはゼロ近傍ないしはマイナス金利通貨が多くあり、USDを除く多くの先進国通貨が金利を持たない。こうした低金利アライアンスの拡大は、逃避通貨としてのJPYの特異性を薄め、USD/JPY下落をマイルドにすると考えられる。

**【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】**

- ・日本株は米中貿易戦争の激化が重荷となり売り優勢（10：30）。米国は自動車関税発動の是非を検討する時期を6ヶ月先送りするとしたが、本邦金融市場の反応は限定的。

**【欧米経済指標他】**

- ・**4月米小売売上高**は前月比▲0.2%と予想外に減少も、3月分は+1.7%へと上方修正された。自動車とガソリンを除いたベースも▲0.2%と減少したが、そこから建材等を除いたコア小売売上高は±0.0%と横ばいを維持。同項目は3月に+1.1%と強く伸びた反動もあり、2ヶ月連続の増加とはならなかったが、3ヶ月前比年率では+3.2%へと持ち直し基調にある。
- ・**5月NY連銀製造業景況指数**は+17.8へと7.7pt改善。ISM換算では52.7へと1.6pt低下したものの、指数を下押ししたのは「在庫」であり、重要項目の出荷や新規受注は改善した。
- ・**4月米鉱工業生産**は前月比▲0.5%と2ヶ月ぶりに減産。製造業生産も▲0.5%と弱く、モメンタムも下向き。自動車生産が減少基調にあり、3ヶ月前比年率でみても▲3.5%とマイナス圏にある。

**【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】**

- ・前日の米国株は続伸。米中通商協議に対する不透明感が重荷となるなか、自動車関税発動の是非を検討する時期を先送りするとの報道が好感された。WTI原油は62.02<sup>ドル</sup>（+0.24<sup>ドル</sup>）。
- ・前日のG10通貨はUSDとJPYの強さが中位程度。特段の材料がないなかでGBPの弱さがやや目立ったが、それ以外の通貨は小幅な変動。最強のNOKも+0.3%の上昇であった。USD/JPYは日米金利差縮小を横目に一時109近傍へと低下したものの、次第に切り返し109半ばで引け。
- ・前日の米10年金利は2.373%（▲3.7bp）で引け。株式市場は上昇したものの、FEDの利下げ観測が高まっていることもあり、カーブ全体で金利低下。欧州債市場はドイツ（▲0.098%、▲2.8bp）、フランス、スペインが金利低下。他方、イタリアは小幅な金利上昇。伊サルベニー副首相がEUの財政規律に対峙する姿勢を見せたことが材料視された。

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。