

Market Flash

発表日：2019年6月5日(水)

FED が利下げしてもUSD/JPYは急落しないだろう

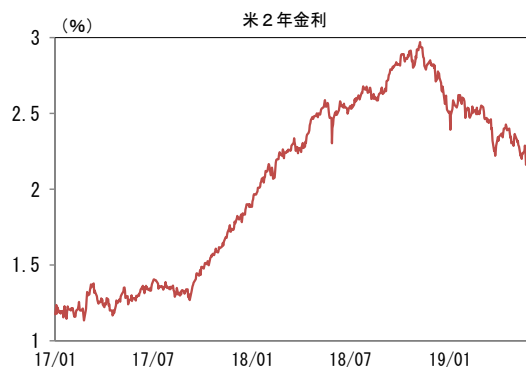
～低金利アライアンスの拡大～

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)

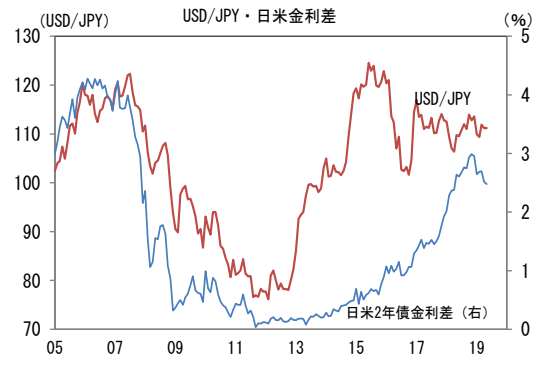
- ・日経平均は底堅い企業業績を背景に、先行き12ヶ月は23000近傍で推移しよう。
- ・USD/JPYは米利下げ観測が浮上する中、先行き12ヶ月で105へと下落しよう。
- ・日銀は現在のYCCを2020年末まで維持するだろう。
- ・FEDは利上げを停止し、2019年は様子見を続けるだろう。

< #パウエル議長 #利下げ #USD/JPY #急激な円高は考えにくい >

- ・筆者は2018年12月より示してきたUSD/JPY105という予想に自信を深めている。FEDが利下げに転じた場合、あっさりと100を割れるとの見方もあるが、目下のUSD/JPY下落はマイルドであり、今後急落の可能性は低いとみる。以下、USD/JPY105が妥当であることを再確認したい。
- ・パウエル議長は4日のシカゴの講演で、現在の景気拡大を維持するために「適切な行動を取る」と発言。「利下げ」という直接的表現こそ避けたものの、貿易戦争が経済の不透明感を増幅する下、金融市場が荒れ模様の様相を呈していることもあり、利下げ観測を迫認する形となった。
- ・4日時点で米2年金利は1.858%と2回程度の利下げを織り込んだ状態にあり、金利先物から逆算した年内利下げ確率は98.2%と完全なコンセンサスが形成されている。
- ・USD/JPYは、FEDの利下げ観測およびそれを反映した日米金利差縮小に伴い、下落基調にある。ただし、そのペースは前回の利下げ局面にあたる2000年代後半と比べて非常に緩やかである。当時は、毎日がフラッシュクラッシュのようなきついUSD/JPY下落に見舞われたが、それに対してFEDのベクトルが明確に変化した2019年入り後、USD/JPYが1%を越えて下落したのは僅か2営業日である(うち1日は1月3日のフラッシュクラッシュ)。

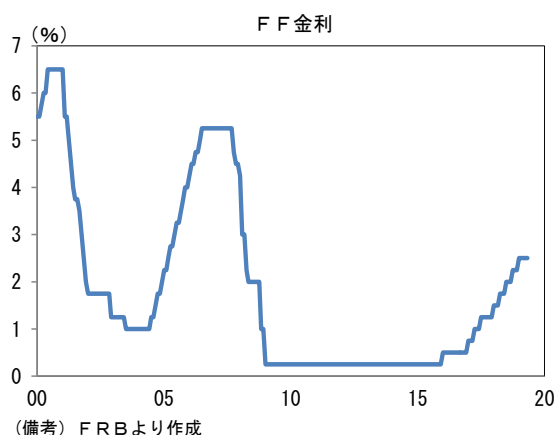


(備考) Thomson Reutersにより作成



(備考) Thomson Reutersにより作成

- ・当レポートで繰り返し主張しているとおおり、以下の2つの理由からマイルドなUSD/JPY下落を予想する。まず、第1に、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、今回のスタートは2.50%と低い¹。2006-07年頃は5%程度の日米金利差を背景とする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。



- ・また世界的に低金利通貨が増えたことが大きい。当時はJPYが唯一の低金利通貨だったことから、世界的に金利が低下するとJPYに買いが集中し易く、リスクオフの都度、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。一方で今次局面においてはUSDを除く多くの先進国通貨が金利を持たない。特にEURが「経常黒字・マイナス金利」という逃避通貨の性格に変貌し、JPYと似たカテゴリーに分類されるようになったのは大きい。こうした「低金利アライアンス」の拡大がJPYの特異性を薄め、USD/JPY下落をマイルドにする。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株は欧米株高に追隨して高寄り後、上げ幅拡大（10：00）。

【欧米経済指標他】

- ・欧米で重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】

- ・前日の米国株は大幅反発。中国とメキシコが貿易交渉に前向きな姿勢を示したほか、パウエル議長が経済の下振れリスクに対処する構えを示したことで買い優勢。WT I 原油は53.48ドル（+0.23ドル）。
- ・前日のG10通貨はUSDとJPYの弱さが目立った。RBAは予想どおり3年ぶりの利下げに踏み切るも、追加利下げについて具体的言及がなかったこと等からAUDは+0.2%と小幅ながら反発。USD/JPYは逃避需要の後退からJPYが売られたものの、USDも同様に弱かったことから108前半での推移となった。
- ・前日の米10年金利は2.130%（+5.9bp）で引け。上述パウエル議長発言が金利低下圧力となるも、逃避需要の後退から金利上昇。カーブはややスティーブ。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.206%、▲0.5bp）が概ね横ばいも、フランス、イタリア、スペインが金利低下。

¹ FF金利上限、追加利上げ無しと仮定。