

# Market Flash

発表日：2019年7月9日(火)

## 日米金利差との付き合い方 ～為替はそう簡単には決まらない～

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:03-5221-4523)

- ・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は年内利下げに転じる見込み。

### < #日米金利差 #金利平価説 #FED利下げ→円高は本当か >

- ・FEDの利下げに伴い「日米金利差縮小→円高」という連想が働きがちだが、為替の説明において日米金利差が絶対的存在ではないことを再確認したい。日米金利差は、ごく短期間（数時間～数週間）の為替変動には高い説明力を持つが、長いタームの変動を説明するには限界がある。
- ・当レポートでは、為替の最も代表的な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。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。日々の相場解説で見られるような「日米金利差拡大を受けてドル高・円安に推移」、「おカネは金利の低い通貨から高い通貨に流れる」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）が成立してきた。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同じリターンになる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。
- ・当該国通貨に大幅なリスクプレミアムが存在しない場合、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。
- ・その一方で、日米金利差とUSD/JPYを重ね合わせ、その相関の強さが確認されることもある。ここで注意したいのは、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と。このように複数の尺度が存在するなかで、基

準時点を上手くコントロールすれば、大半の局面で何れかの尺度の日米金利差が高い説明力を持つ。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が、この関連の寿命は短く、長期の為替を説明するには不向きである。

#### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標】

- ・日本株はUSD/JPY上昇を好感する形で小幅高で推移している（10：00）。
- ・**6月景気ウォッチャー調査**によると現状判断D Iは44.0へと0.1pt下落し、先行き判断D Iは45.8へと0.2pt改善した。双方とも水準は低く、方向感はやを向いている。冷え込む景気の肌感覚を浮き彫りにしている。

#### 【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】

- ・前日の米国株は小幅下落。新規の材料に乏しいなか、パウエル議長の議会証言を前に買いが手控えられた。WT I原油は57.66<sup>ドル</sup>（+0.15<sup>ドル</sup>）。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面高。7月FOMCにおける50bp利下げ観測が後退したこともあり、USD/JPYは108後半へと上伸、EUR/USDは1.12前半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は2.048%（+1.4bp）で引け。7月FOMCにおける50bpの利下げ観測が後退する中で2年ゾーンを中心に金利上昇。欧州債市場（10年）はドイツ（▲0.366%、▲0.3bp）、フランスが概ね横ばい、イタリア、スペインが金利上昇。

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。