

PRAEVIDENTIA WEEKLY (11月29日)

来年のマクロテーマ（1）長期は損気

ドルへの影響力は長期から短期金利へシフト

＜要約＞

来年の為替市場で最も重要なイベントの一つに米国の資産購入縮小があるが、その為替相場へのインパクトとして重要なのは、単なる米金利上昇・ドル高といった面だけでなく、ドル/円においては10年金利差から2年金利差への重要性のシフトを、ユーロ/ドル相場においてはユーロ圏要因から米国要因への相対的重要性のシフトを、それぞれ引き起こす可能性を秘めている点だ。テーパリングが淡々と進行するにつれ、市場の焦点が量的緩和終了後のFF金利引上げタイミングへシフトすること、それと絡めてFOMCのフォワードガイダンス変更に関する見方が揺れ動くと思われることが、ドル相場変動にとっての米金利の重要性を、長期物からより短期物へシフトさせるためである。

テーパリングがもたらすドル/円の変動要因の短期シフト

今年9月にも開始されそうだったFOMCの資産購入プログラム縮小開始だが、現時点では来年1Qには開始される見通しとなっている。現在毎月850億ドルの購入規模をFOMC会合毎に100億ドルずつ縮小していくと、約1年程度で資産購入が終了する計算となる。こうした所謂テーパリング期待の変化および今後の実際のテーパリング開始・進行は主に長期債利回りを大きく動かす一方、2年程度までの短めの金利については、時間軸政策、最近ではフォワードガイダンスによって律せられており、低水準で変動は非常に小さかった。ドル/円相場でも、Fedが政策金利（FF金利）をゼロ近辺へ低下させた08年末以降、米日2年物金利差の変動が小さく、特にFedがMEP（満期延長プログラム）によって金融緩和局面にも拘らず長期国債を購入する一方で残存3年以下の債券を売却する時期もあり（2011年9月～2012年末）、米国の2年金利のマクロ経済動向との整合性からみた意味合いが低下したこともあって、変動要因としての重要性は2年程度の金利差から10年程度の長期金利差にシフトしていた（図表1、2）。

図表1：米日短中期金利差とドル/円相場



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：米日10年金利差とドル/円相場



来年中は、米景気の回復継続に伴って量的緩和（QE）縮小が2回、3回と連続して淡々と（measured pace）行われていくと、市場の焦点は2015年初あたりのQE終了後のFF金利引上げのタイミングおよびペースに移ることとなる。その過程で、資産購入の中心舞台であった10年程度の米債利回りはQE終了を事前に織り込み、3.0-3.5%の水準へ早期に（恐らく年前半）上昇した後は安定期に入る可能性がある一方、FF金利引上げを睨んで短期金利が動き出すと流動性の高い2年程度の利回りの変動も次第に大きくなるとみられる。即ち、米日10年金利差が安定化に向かう一方、2年金利差の変動が大きくなっていく可能性が高く、ドル/円相場における注目も次第に10年金利差から2年金利差へ移っていくとみられる。2年金利と10年金利の変動の方向性に大き

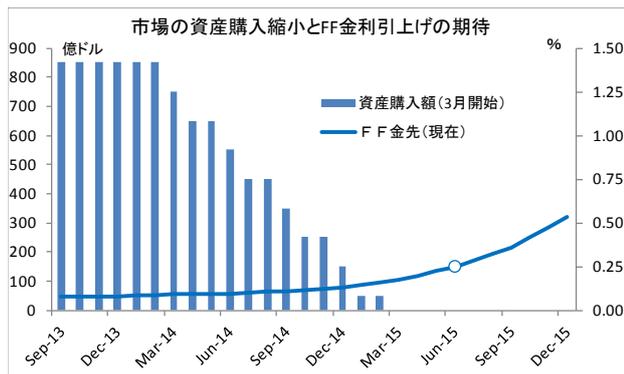
な相違はないはずだが、来年後半には相対的に変動が沈静化する可能性がある 10 年債利回りに注目し過ぎると、大きく変化し出す可能性が高い 2 年債利回りから受けるインパクトを見逃がすことになるだろう。2004 年から 2006 年の FF 金利引上げ局面では、10 年金利差よりも 2 年金利差の変化幅の方が圧倒的に大きかった（前掲の図表 1、2）。

FF 金利に関する期待を左右する要因として、資産購入縮小と同時に、FF 金利を据え置く期間（＝FF 金利引上げ開始時期）に関する期待をコントロールしているフォワードガイダンスを変更するのかが重要となってくる。現在は失業率が 6.5%を上回る限り現在の低金利を継続する、というものとなっており、市場予想では来年 3 月にテーパリングが開始され 2015 年 3 月頃 QE が終了、その後比較的すぐのタイミングである 2015 年半ばに失業率が 6.5%へ低下し、程なくして FF 金利（現在の目標は 0.00-0.25%、実勢水準は 0.07%程度）がまずは 0.25%へ引上げられることが概ね織り込まれている（図表 3）。

こうした予想は、最近の Fed 高官発言（量的緩和終了後すぐに、あるいは失業率 6.5%達成後すぐに利上げを行う訳ではない）とやや齟齬があるため、市場の FF 金利引上げ予想時期を遅らせるためには、例えば失業率基準を 6.0%や 5.5%へ低下させるなど、フォワードガイダンスを強化する必要がある。10 月 FOMC でも議論があったように、失業率基準を 6.5%から引き下げる場合には（例えば 6.0%）、当然失業率がその水準に到達する予想時期より後に FF 金利引上げ開始時期予想が後ずれすることになる（図表 4）。

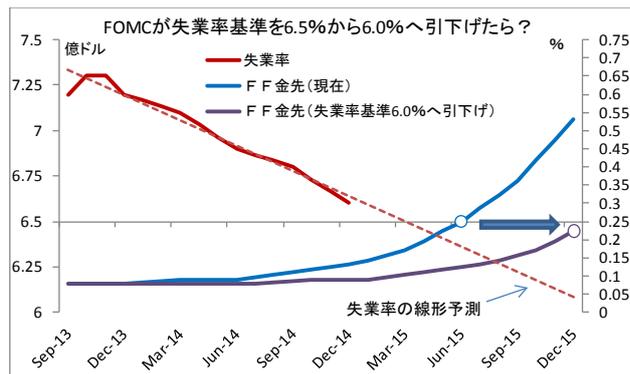
こうした変化に、FF 金利先物や 2 年物など比較的短期の金利は大きく影響を受けることになるだろう。フォワードガイダンスを変更しなくとも、そもそも市場の期待を安定化するためのアンカーとして機能するはずのフォワードガイダンスを変更するか否かにつき議論されること自体が、期待を不安定化させ、短期金利の変動要因となる。

図表 3：市場のテーパリングと利上げの予想



（出所）プレビデントリア・ストラテジー作成

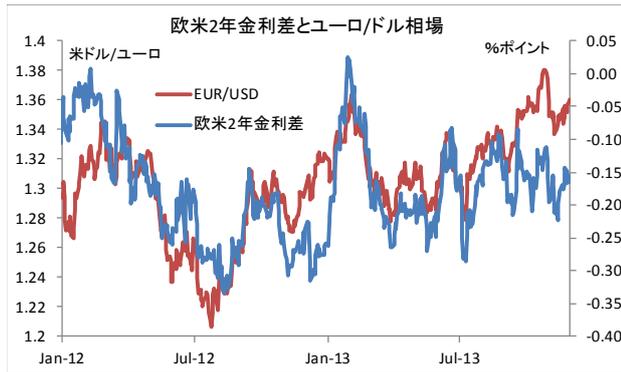
図表 4：フォワードガイダンス強化の場合



ユーロ/ドルへの影響：米国が主導権奪還？

こうした米金融政策の変化の影響はユーロ/ドル相場にも一定の影響を及ぼすとみられる。ユーロ/ドル相場は伝統的にドイツとの米国の長期金利差よりも短期金利差、特に 2 年金利差との連動性が高いが、米 2 年債利回りが概ね横ばいで推移する中、独 2 年債利回りの変動の方が圧倒的に大きいことが多く、従って独米金利差の変動の殆どは独 2 年債利回りの変動によるものだった（図表 5、6）。ユーロ圏では来年にかけて、景況感改善一服やギリシャ問題、そして銀行に対する包括的審査（資産評価やストレステスト）といった潜在的な独利回り低下・ユーロ下押し圧力があるが、これまでよりも独利回りの変動が大きくなるかは明らかでない一方で、米国で上述のようにテーパリング進展を受けて 2 年程度の利回りの変動が大きくなると、独米金利差の変動が米国要因でもたらされる局面が増えてくる可能性が高い。この意味で、来年はユーロ/ドル相場の主導権を米国が奪還する年となるかもしれない。

図表 5：欧米2年金利差とユーロ/ドル相場



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：ドイツと米国の2年債利回り



当社のドル/円、ユーロ/ドルの見通しとの関係

こうした相場変動要因の長期から短期金利へのシフトは、当社の来年のドル/円およびユーロ/ドル相場見通しにおいて必ずしも中心的な位置を占めている訳ではない。但し一定の影響があるとみており、ドル/円相場について当社はテーパリング開始期待から3月に向けて米長期債利回り上昇と共に105円へ続伸した後は、それまでにQE終了が相当程度織り込まれ、資産購入縮小が淡々と進む過程では米長期債利回り上昇も一服に向かいドル押し上げ力は弱まっていくとみている。そのため本邦要因（Jカーブ効果を受けた本邦貿易赤字縮小）が92円への円反発に繋がるとみているが、来年末頃からは再び米利上げ開始期待に焦点がシフトし（米2年債利回り変動の重要性が高まる中で）ドル安一服・反発に繋がるとみている（詳細は11/1日付ウィークリーレポート「[来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう](#)」を参照）。ユーロ/ドル相場見通しにおいても、当社は景況感改善の一服、ギリシャ問題、銀行に対する包括的審査などから年央にかけて1.25ドルへユーロ安ドル高が進行するとみているが、その後は米資産購入縮小からくるドル高圧力が後退することからユーロ/ドル相場も1.30ドルへ持ち直しに向かうとみている（詳細は11/8日付ウィークリーレポート「[来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落](#)」を参照）。

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。
当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。
当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号