

PRAEVIDENTIA WEEKLY (6月13日)

伝統（的金融政策）に強い英国

<要約>

低インフレを主因に長期に亘り低金利を維持するとしてきた米国でインフレ率がようやく上昇し始めたほか、英国でも好景気と住宅市場過熱の中、BoE 総裁が市場に対して利上げへの心の準備を促すなど、やや気が早い英米で徐々に利上げに向けた地ならしが始まりつつある。非伝統的金融政策（資産購入）から伝統的金融政策（金利操作）に重点がシフトすると、為替市場もより短期の金利に反応し易くなってくる。当社の分析では、英米の利上げ（期待）で最も大きく動く可能性がある通貨ペアはユーロ/ポンドとポンド/円だ。

英米で利上げ機運が高まる

米国では、雇用増が続き失業率もかつて Fed が利上げ開始を検討する水準として定めた 6.5%を下回るなど、景気回復が鮮明となったが、インフレ率がコア PCE デフレーターでみて 1%台前半とむしろデフレリスクが残る中、フォワードガイダンスの効果もあってなかなか利上げ開始時期に関する議論が高まらなかった。もっとも、ようやく最近になって各種インフレ指標が持ち直し始め、今年 4 月分がこれまでの前年比+1.1%~+1.2%から+1.4%へ上昇すると、2%のインフレ目標に近づく可能性が高まったことから複数の Fed 高官がインフレリスクに言及し始めた。Yellen 議長は量的緩和縮小が終わる今年秋から更に「相当期間（半年程度）」経ってから利上げを開始すると述べてきたが、このままインフレ率の持ち直しが続けば、来年初、あるいは年内にも利上げ開始を予想する向きが増えてくるだろう。

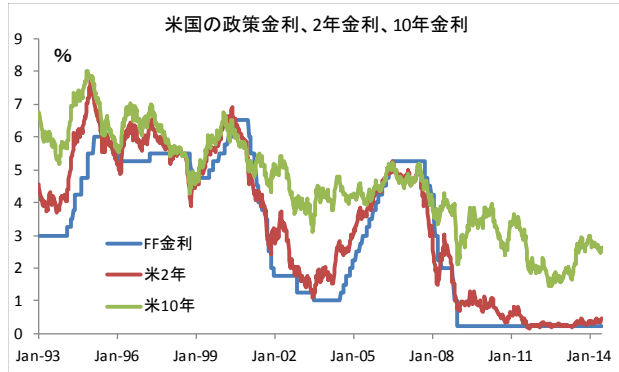
英国は米国の一歩前にでたかたちだ。英国では景気好調が続く中、住宅市場の過熱をいかに抑制するかという議論が高まっているが、つい最近までは住宅バブルやそこからくる金融安定の問題は金融政策ではなくマクロプルーデンス政策（金融機関への規制強化など）でまず対処し、金融政策は最後の手段と明言してきたが（詳細は 5 月 10 日付当社週次レポート「[ポンド：M と F、どちらが支配的？](#)」を参照）、6 月 12 日に Carney 総裁が「利上げは市場予想より早く訪れる可能性」があると述べたことから、年内利上げ開始を予想する向きが一気に増え、ポンドの上昇トレンド再開に繋がった。

非伝統的政策から伝統的政策への回帰は「短期化」を招く

金融危機後長く続いた量的緩和などの「非伝統的」金融政策の下では、政策金利＝短期金利がゼロに収斂する中で、長期債券の購入を通じた長期金利の押し下げと流動性供給が政策の柱となったため、為替市場の注目は 10 年債利回りに集中していた。もっとも、米国で昨年央以降、量的緩和縮小の議論が高まり、今年初めから実際に縮小が始まったものの、当初想定されていた長期金利の上昇は持続的なものとはならず、むしろ反落に向かい、10 年債利回りへの注目度が低下している。

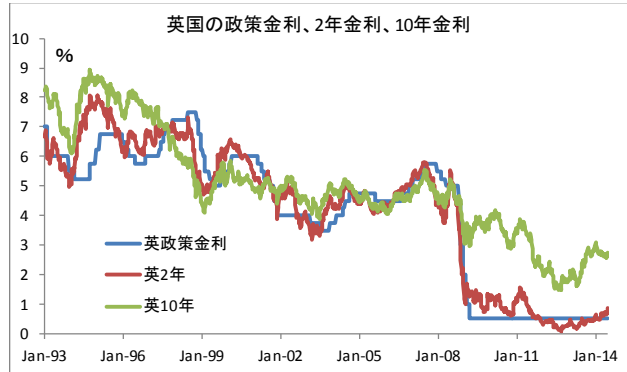
一方、利上げ開始時期に関する議論が相対的に重要度を増してくると、政策金利とより年限に近い 2 年債利回りが動き始めてきている。実際、過去の利上げ局面における政策金利、2 年債および 10 年債の利回りの動きをみると（[図表 1-4](#)）、特に米国では利上げ開始前から 10 年債よりも 2 年債利回りの方が大きく上昇し始め、10 年債利回りの上昇は小幅なものに留まる傾向があることが分かる。英国でも程度の差こそあれ同様の動きがみられている。

図表 1：米国の長短金利

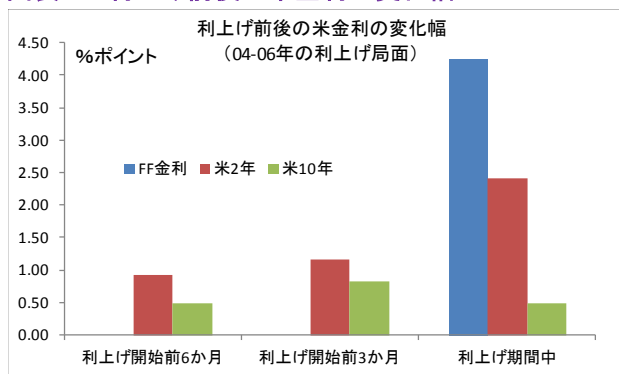


(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2：英国の長短金利

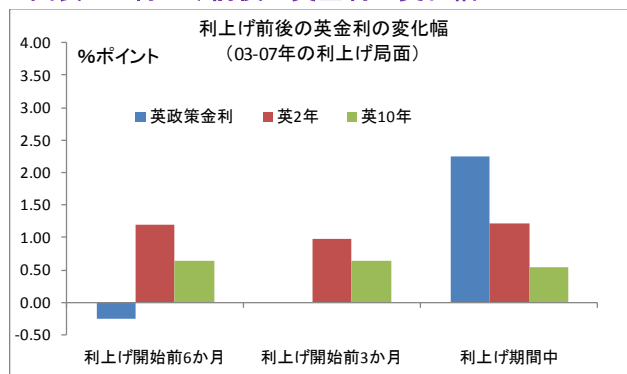


図表 3：利上げ前後の米金利の変化幅



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：利上げ前後の英金利の変化幅



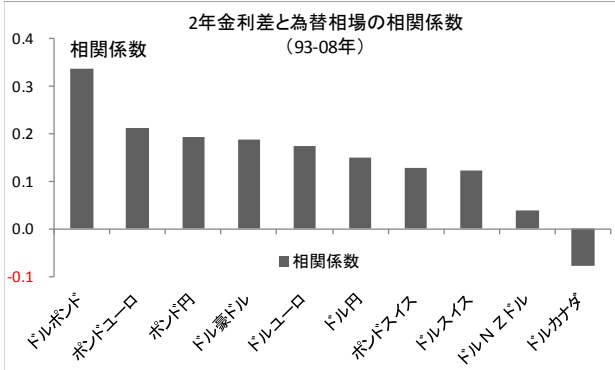
2 年金利差と関係が深い通貨ペアを求めて

このため、既に 3 回連続で利上げを行っている NZ ドルは別として、今後利上げ開始に関する議論が高まるとみられるポンドやドル相場については、10 年金利差よりも 2 年金利差との関係への注目度が更に高まるだろう。通常、短期的動向については殆どの通貨ペアが 2 年金利差と密接に連動しており、金利差との関係で取引するのであれば一見するとどの通貨ペアを選んでも然程変わらないように思われるが、①長期的にみて相関性が高く（金利上昇で有利になった際にちゃんと上昇する）、②金利差の動きに対して感応度が高く変動が大きく、かつ③関係する 2 国の金融政策の方向性が同じではなく反対である、といった条件に当てはまる通貨ペアの妙味が相対的に大きい。

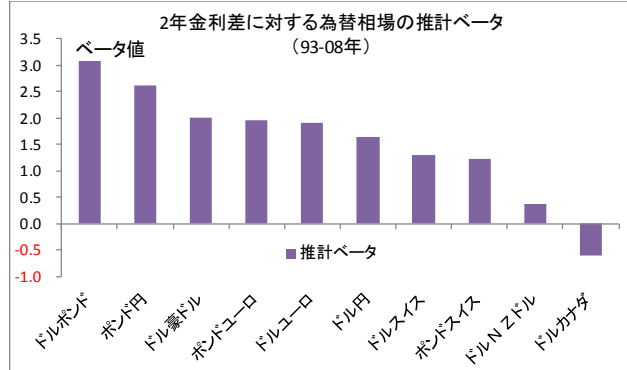
相関性および感応度がいずれも高い通貨ペアは、ポンド/ドル、ユーロ/ポンド、ポンド/円、豪ドル/米ドルおよびユーロ/ドルがある（図表 5、6）。例えばポンド/ドルは、英米 2 年金利差が 1%ポイント英国に有利に動いた場合に 3%程度上昇する傾向があり（ベータ値が 3）、2 年金利差に対する感応度はドル/円（ベータ値が 1.6）の倍近く、つまり同じ金利差の変化幅が起きた際に、ポンド/ドルの変化率はドル/円の倍になる傾向があるということだ（図表 6）。これに金融政策の方向性の違いも考慮に入れると、年内利上げ機運が高まるポンドに対して、ユーロと円は ECB と日銀が共に緩和バイアスを維持しており、次回あるとすれば追加緩和方向でコントラストが出易いため、ユーロ/ポンドとポンド/円が最も取引妙味が大きい。また、ユーロ/ドルも比較的 2 年金利差との相関・感応度がいずれも高いことから、足許は ECB に左右されている面が強いものの、米国の利上げをテーマに取引する場合には動きが大きく取引妙味がある。

他方、ポンド/ドル、豪ドル/米ドルについては、2 国の金融政策の方向性が同じであることから、長い目でみると欧英間、英日間ほどにはコントラストが出にくい。とは言え、特に英米間では利上げ開始タイミングが違ふとみられることから、目先から年末まではまず英国サイドで BoE の利上げ開始タイミングを巡る期待の変化で動き、年末以降は米国サイドの Fed の利上げタイミングに関する議論を材料に振れが大きくなるだろう。方向性としては、目先は BoE の利上げが先になりそうであることからポンド/ドルは上昇方向だが、年末以降は Fed の追従によりドルが買い戻されるリスクが高まり下落方向に向かうリスクに注意したい。

図表 5：主要通貨ペアの 2 年金利差との相関係数



図表 6：2 年金利差に対する為替相場の感応度



(注) 週次データを使用。金利差については前週比変化幅、通貨ペアは前週比変化率を用いて算出。相関係数は、+1～-1 の値をとり、同方向に動く傾向が強いと+1 に近く、逆方向に動く傾向が強いと-1 に近くなる。ベータ値は、金利差 1%ポイントの変化に対して過去に通貨ペアが何%動いたかを算出したもの。

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

ディスクレーマー

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すよう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おります。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
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	「円高に対する生命保険」(14年5月2日) 「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日) 「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日) 「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日) 「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日) 「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」(13年11月1日) 「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)
ドル	「FOMC:相手選びは慎重に」(13年10月25日) 「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日) 「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)
ユーロ	「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日) 「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」(13年11月8日) 「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)
ポンド	「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日) 「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日) 「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)
豪ドル	「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（ベア）？」(14年5月17日) 「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日) 「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)
NZドル	「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日) 「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日) 「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)
加ドル	「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日) 「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)
フラン	「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)
主要通貨	「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日) 「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日) 「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)
新興国通貨	「BRL：働く通貨はキャリーだぜ」(14年6月7日) 「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日) 「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日) 「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日) 「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日) 「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日) 「ZAR：負けないで」(14年1月10日)
テーマ	「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日) 「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日) 「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日) 「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6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ヘシフト(13年11月29日) 「消されるべきヘッドライン」総合デフインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日) 「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)