

PRAEVIDENTIA WEEKLY (9月21日)

ドル/円：デジャヴュか、ジャメヴュか

<要約>

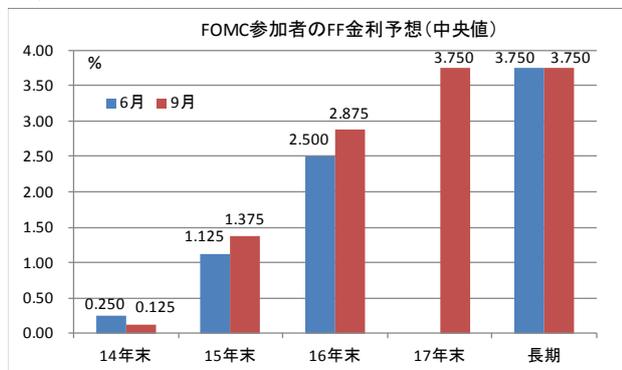
9月の米FOMCでは、参加者のFF金利見通しが引き上げられたことからドルが続伸、実際の利上げ開始まで半年程度はかかる時点での上昇ペースとしては異例だ。前回2004年から2006年の連続利上げと類似する可能性が高まっているが、当時のドル/円相場をみると、1%ポイント超の利上げの過程でむしろ下落している。FOMC声明文はむしろハト派化していたことや、国内政財界から円安警戒が出てくる可能性を踏まえると、長期的にはドル高円安方向に向かうにしても、短期的な調整リスクの高まりにも警戒する必要がある。

9月FOMCはあしゅら男爵？¹

9月16-17日の米FOMCに向けてドルは既に対主要通貨で大きく上昇していたが、FOMC結果発表後にドルは続伸、ドル/円相場は今年7月末の101円台から109円台へ8円、+7%上昇したことになる。市場が今回のFOMCの結果をタカ派的と解釈したのはFOMC参加者(計17名)の将来のFF金利予想が大きく引き上げられたためだ。例えばFOMC参加者の予想中央値は、15年末が前回の1.125%から1.375%へ+0.25%ポイント、16年末が2.50%から2.875%へ+0.375%ポイント引き上げられ、来年中の利上げ幅は0.875%ポイントから、1.25%ポイントに拡大した。量的緩和縮小(テーパリング)が次回10月FOMCで終了し、今回も維持された「相当期間(considerable time)」が意味する半年程度を経た後に利上げが開始されると仮定すると、来年6月、7月、9月、10月、12月の会合で毎回25bpsの利上げを行わないと1.375%に達しないことになり(図表1)、従来想定されていた2回に1回程度のゆっくりとしたペースとは趣がかなり異なる、むしろ前回2004年から2006年の毎回利上げに近いタカ派的なものとなったためだ。

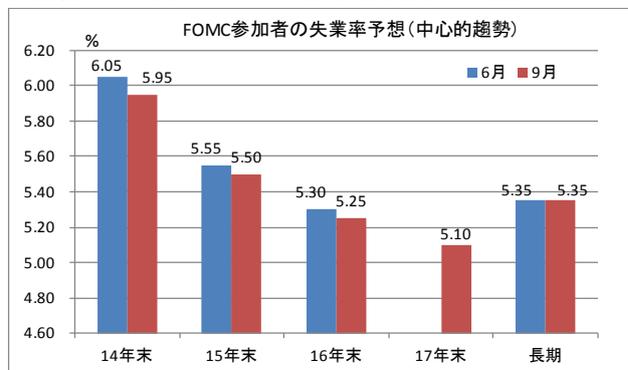
他方、声明文は前回と比べ若干ハト派化していた。労働市場に関して、前回は「労働市場環境は更に改善、失業率は更に低下した」とされていたのが今回は「労働市場環境は幾分(somewhat)更に改善したが、失業率は殆ど変らなかった」とされた。またインフレに関しても、前回は「委員会の長期的目標に幾分近づいた」とされていたのが今回は「委員会の長期的目標を下回って推移」とされた。FOMCの経済予測でもGDP成長率は今年分が若干下方修正された。失業率予測自体は下方修正(改善方向)されていたが(図表2)、声明文では失業率の改善を認めておらず、全体として声明文と経済予測数値との間に齟齬がある。恐らく、予測数値は単純にFOMCメンバーの予測を集計しただけのものでYellen議長は直接コントロールできないため、ハト派的な声明文でなんとか数値面でのタカ派化を補正しようとしたとみることもできる。この場合、今後のYellen議長らの発言で市場の早期利上げ期待の高まりに違和感が示される可能性があることになる。

図表1：9月FOMCにおけるFF金利予想



(出所) FOMC よりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：9月FOMCにおける失業率予測



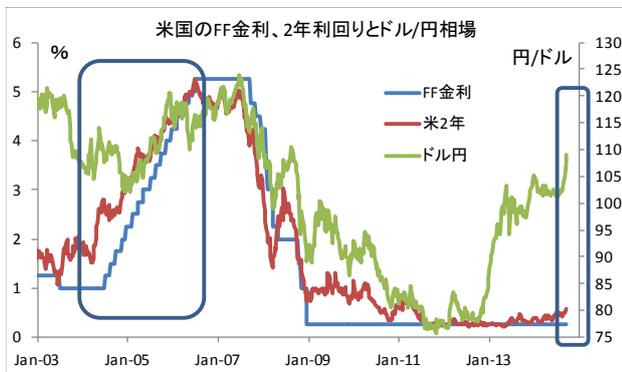
¹ アニメ「マジンガーZ」に登場する、右半身が女性、左半身が男性の悪役で、失敗のたびに上司に土下座して謝罪する。

デジャヴュ（既視感）というよりジャメヴュ（未視感）

年 8 回ある FOMC 会合で、FOMC 参加者の中央値予想通りに今年中に 1.25%ポイント、来年中に 1.5%ポイント利上げするには、今年中は 6 月以降毎回、来年中は 8 回のうち 6 回利上げが行われる計算となる（1 回に 25bps 利上げの場合）。これは「measured pace（整然としたペース）」で毎回の FOMC で合計 4.25%ポイントの利上げを行った 2004 年から 2006 年の前回の利上げ局面に類似したかたちになる可能性が高まったことから、当時の米金利とドルの上昇を振り返り、今回と比較してみよう。

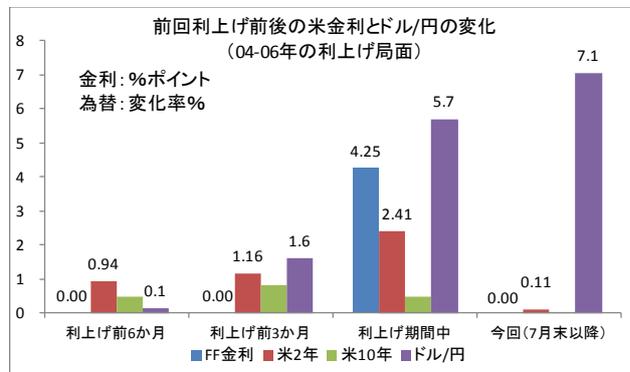
前回局面では、利上げ開始 6 か月前から利上げ開始までに、米 2 年債利回りは 0.94%ポイント上昇した一方、ドル/円は上下はあったものの+0.1%で 107 円台の横ばい圏内だった（図表 3、4）。一方で、今回はまだ利上げ開始まで半年程度は残っているにも拘らず、既に利上げ期待の高まりを受けて米 2 年債利回りが 0.11%ポイント、ドル/円は+7%も上昇している。これは、前回の実際の利上げ期間中の+5.7%の上昇率よりも大きいほか、今回の想定利上げ幅（3.5%ポイント程度、図表 1）は前回の利上げ幅（4.25%）よりも小さい可能性が高いことを踏まえると尚更、今回のドル上昇率がいかに大きく異例なことかが分かり、米利上げを織り込み過ぎの状況と言える。

図表 3：前回の米利上げ局面と今回（水準）



（出所）トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

図表 4：前回の米利上げ局面と今回（変化）



前回局面での動きを当てはめて今回の今後の動きを想定してみよう。まず、8 月以降のドル/円の上昇が全く先行きの利上げを織り込む動きではなく、従って今後、前回の利上げ半年前からの動きと同じだけの動きがみられると仮定し、来年末までの 1.25%ポイント程度の利上げまで、そして 2017 年中の利上げ終了までのドル/円の動きを試算する（図表 5、6 のケース①）。前回、利上げ開始 6 か月前から 1.25%ポイント利上げまでの間に、ドル/円相場は 3.1%下落したが、4.25%ポイントの利上げ終了までには結果として 6.5%の上昇となった。現在的水準（109 円）からスタートする場合、来年末の 1.25%ポイントの利上げまでに 3.1%下落し 105.7 円まで調整した後、2017 年末の 3.75%ポイント利上げ終了時には 5.5%、115 円へ反発・継続するかたちとなる。

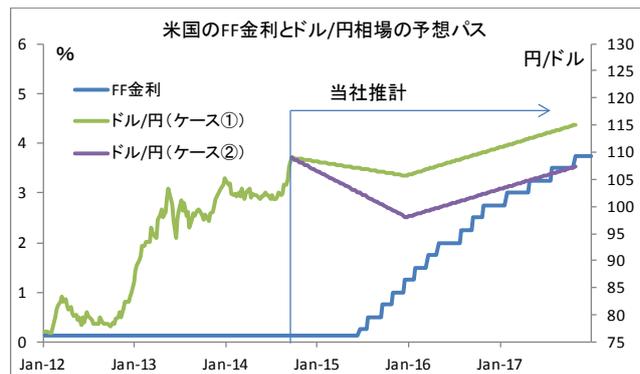
他方、8 月以降のドル/円の 7%超の上昇は既にこうした動きを織り込むものであることから、足許のドル高が始まる前である 7 月末の 102 円丁度近辺から前回の利上げ半年前以降の動きが起きると仮定して計算すると（図表 5、6 のケース②）、来年末の 1.25%ポイントの利上げまでに -10.1%、98 円へ大幅反落した後、2017 年末の 3.75%ポイント利上げ終了時には 107 円台へ反発するが現水準には届かないかたちとなる。

図表 5：今後のドル/円相場の試算（変化）

来年末までおよび利上げ終了までの米金利とドル/円の変化	FF金利	米2年	ドル/円 (現水準比)
前回変化を現水準に適用 (半年前~1.25%利上げ、ケース①)	1.25	1.22	-3.1
前回(半年前~利上げ終了)	4.25	3.35	6.5
前回変化(半年前~利上げ終了)を今回利上げ幅に調整し現水準に適用(ケース①)	3.625	2.86	5.5
今年7月末水準に適用(1.25%利上げまで) (ケース②)	1.25	1.11	-10.1
今年7月末水準に適用(利上げ終了まで) (ケース②)	3.625	2.75	-1.5

（出所）トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

図表 6：今後のドル/円相場の試算（水準）



足許のドル高基調の強さからすると9月中にも110円乗せはありそうな情勢で、上述のケース①がコンセンサスとなりつつあるようだ。但し、前回のように大幅かつ継続的な利上げが行われた場合でも、ドル/円相場は一方方向に上昇を続けた訳ではなく、かなり大幅な調整を数回経ている点は重要だ。9月FOMCの声明文はむしろ若干ハト派化していたことや、急ピッチの円安に対して内外から警戒感が高まるリスクも考慮すると、ここからは調整リスクを意識しておく必要があるというのが、過去の教訓と言えそうだ（円安牽制のリスクについては9月13日付当社週次レポート「円安牽制：敵は己の内にあり？」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
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 (14年分)
円	<p>「円安牽制：敵は己の内にある？」(14年9月13日)</p> <p>「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日)</p> <p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p>
ポンド	<p>「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日)</p> <p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p>
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <p>「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)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)</p> <p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「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)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリアだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「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)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「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)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けしないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日)</p> <p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p>