

「吉田スペシャル・レポート(月曜日)」(8/6)

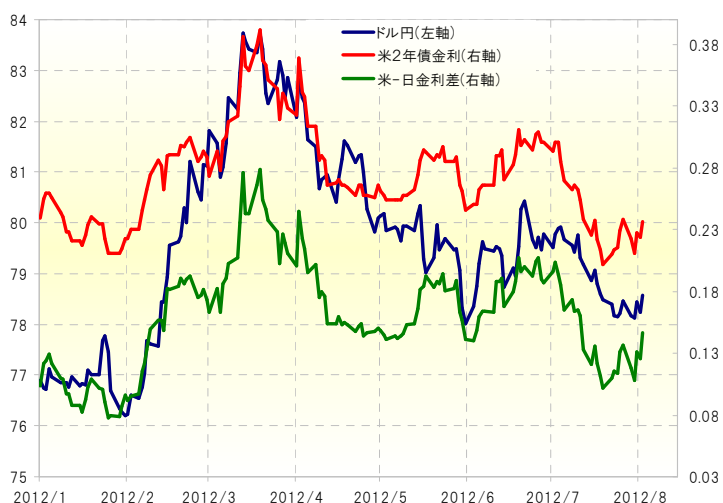
ドル安・円高終了の「金利シグナル」とは？

マーケット エディターズ・吉田 恒

◆ドル円と米2年金利の関係

先週は、FOMC、ECBといった米欧中央銀行金融政策会合、そして米雇用統計に代表される重要景気指標発表など、注目イベント目白押しとなりました。そんな「イベント週間」は、最終的に米7月雇用統計が久しぶりのポジティブ・サプライズとなり、そして欧州不安も少し落ち着く気配を見せたことから、ドル高・円安、リスクオンという結果となりました。

《資料1》



ではこれで、3月84円から続いてきたドル安・円高、そして欧州主導のリスクオフは終了したのでしょうか。それを判断する目安について、今回は考えてみたいと思います。

まずはドル円について。ドル円は、《資料1》のように米2年金利ないし日米2年金利差と基本的に相関関係が高いことがわかります。そんなドル円が、7月に入ってからドル安・円高再燃となったのは、米2年金利が0.3%を大きく割り込み、さらには0.25%も下回って、2月初め以来の水準まで低下したと連動していました。

このように米2年金利が大幅な低下に向かったのは、7月初めに発表された6月ISM製造業景況指数が約3年ぶりに拡大と縮小の境目とされる50を割り込み、さらに6月雇用統計のNFPも3ヶ月連続で前月比増加幅が1ケタにとどまるなど、6月の米景気指標が軒並み急悪化となったことから、FRB追加緩和観測が本格化したことを反映した動きだったで

しょう。

そういったFRB追加緩和は、8月1日のFOMCでは見送られましたが、次回9月FOMCにかけて引き継がれた形となりました。3日発表された米7月NFPが、事前予想10万人増加に対し、16万人の増加となるなど、7月の景気指標が改善した兆しはありますが、9月FOMC前に発表される8月の雇用統計の結果を中心に、景気および雇用の「改善」が確認されない限り、FOMCは追加緩和、QE3に踏み切るとの観測は残っているようです。

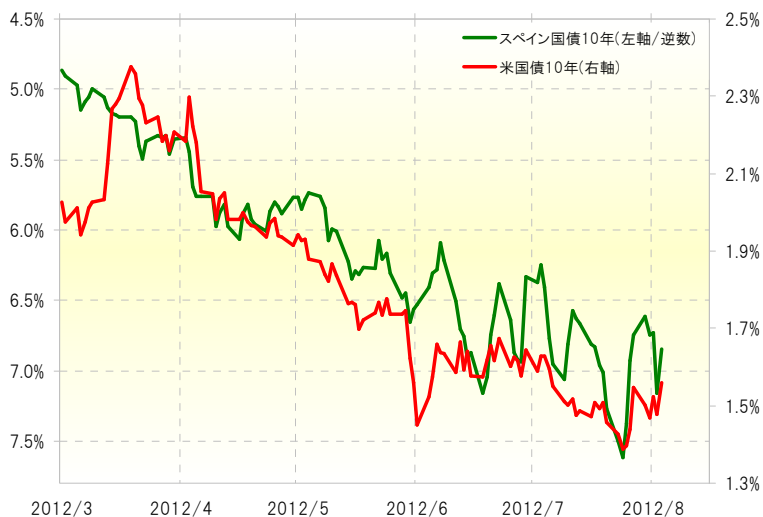
そういった中で、一時0.2%割れ寸前まで低下した米2年金利は、3日には0.24%近くまで反発しましたが、さらに0.25%の大台を回復し、上述のように7月初め以来の0.3%まで戻らないことには、追加緩和観測、QE3の可能性が完全に消えたとはいえないでしょう。

この米2年金利は、上述のようにドル円と相関性が高いだけに、3月からのドル安・円高終了、そしてドル高・円安「第2幕」始まりの目安は、米2年金利が0.25-0.3%以上に反発するかが一つでしょう。

◆米金利とスペイン金利の逆相関関係

ところで、米金利低下の終了、上昇再開のもう一つの鍵を握るのは欧州債務不安でしょう。《資料2》は、これまで述べてきた米2年金利ではなく、米10年金利について、欧州不安の代理変数であるスペイン10年金利と重ねたものですが、一定の逆相関関係が続いてきたことがわかります。

《資料2》



これを見ると、米金利低下が続いてきたのは、米追加緩和観測とともに欧州不安を受けた質への逃避、世界一の安全資産とされる米国債への資金シフトと密接な関係があったといえそうです。

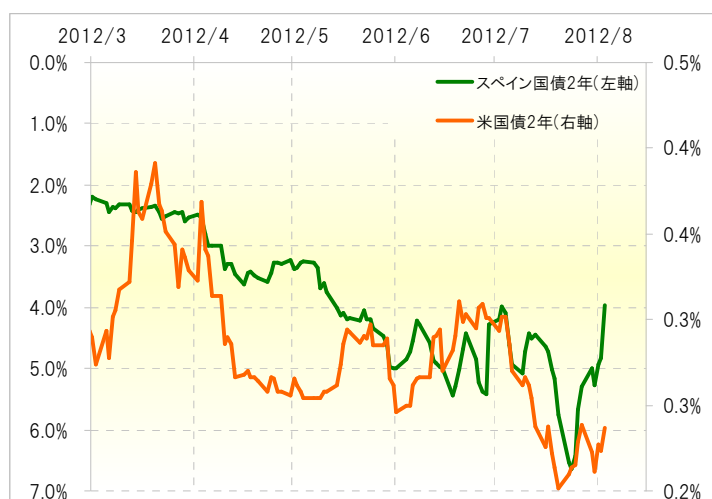
さて、その欧州不安は、先週2日のECBドラギ総裁の会見を受けて、いったんは解決期

待が失望に転じたようになりましたが、3日には改めてスペイン金利は低下するなど、欧州不安一段落の可能性もくすぶり続けています。

米金利とスペイン金利の逆相関関係からすると、スペイン 10 年金利が、「危険ライン」とされる 7%を完全に下回り、さらに 5 月以来となる 6%割れへ向かうようになれば、欧州不安の一段落により、質への逃避の逆流で米金利上昇が本格化する可能性が出てくるでしょう。

ところで、《資料 3》は 2 年金利について、米国とスペインの金利を重ねたものです。10 年金利ほどではないものの、局面においては逆相関関係があるといえるでしょう。そして何より、スペイン 2 年金利は、上述の 10 年金利と異なり、7 月下旬以降の物凄い低下となっています。

《資料 3》



スペイン 2 年金利は 7 月 24 日の 6.4%がピークで、8 月 3 日にはついに 4%を割り込むまで低下しました。スペイン 10 年金利がドラギ総裁など政策当局の発言に一進一退が続いていることとは対照的に、7 月下旬のドラギ総裁による「ユーロを守るために何でもする」発言以降、ほぼ一本調子での金利大幅低下となってきたわけです。

これは、ECB が「ユーロを守るために何でもする」、その象徴はスペイン国債購入であり、それも 2 年物までを対象にしていると見られているためです。実際に ECB が購入する予定の 2 年ものまでの債券は価格が急騰、利回り急低下となっているわけですが、それにより欧州不安一段落となるかはまだ懐疑的なためより年限の長い債券相場は一進一退が続いているということでしょう。

それにしても、スペイン 2 年金利との逆相関関係からすると、米 2 年金利は 0.3%を大きく超えて上昇してもおかしくない構図になっていることがわかります。ECB がスペイン国債購入などの対策に実際に動き出すのは 9 月以降との見方のようなのですが、それに向けてス

ペイン短中期金利低下が続き、さらにそれが長期金利にも波及するかは注目です。

それは、最近にかけて米景気以上に米金利の歴史的な低下を演出していた可能性があるものだけに、それがついに終了し、上昇再開に向かうかを考える上での目安になりそうです。そしてそんな米金利の動きが、とくに米 2 年金利を中心に、ドル円の行方を考える上での鍵になっていると思われるわけです。(了)