

Special Report

金融市場調査部 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

米金利と原油価格から探るドルの方向感

KEY POINT

- 昨年末以降の株安がトランプ大統領とパウエルFRB議長を軟化させ、金融市場の過度な不安が後退
- 金融政策のハト化は景気拡大を長期化。米金利の上昇ペースは緩やかになるも、上昇期間は長くなる
- トランプ政策の穏健化は米中貿易摩擦を緩和。中国景気や原油価格の持ち直しに繋がる可能性
- 米金利上昇はドル高圧力、原油価格上昇はドル安圧力。この大小関係が今後のドルの方向感を決める
- 来年末に米金利3.3%、WTI原油64ドルと予想すれば、米実質金利は上がりずドル円は111円^(注)程度で横ばい

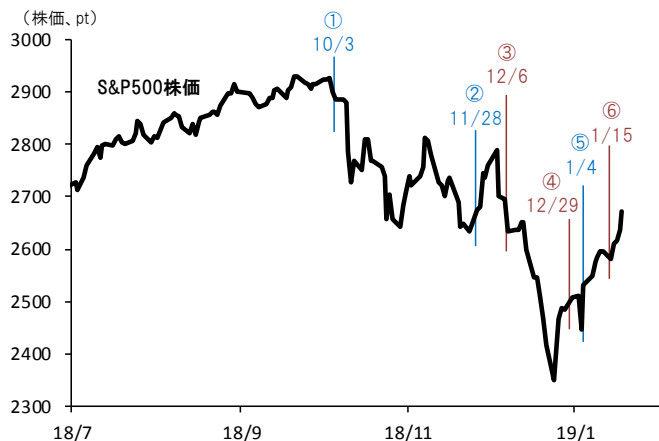
注：これはあくまでも本稿のモデル値。金利・原油価格以外の要因も総合した当社のドル円レートの予想値は、19年末113円、20年末110円(図表9参照)

株安が政策修正を招く

昨年末以降の米株安が、パウエルFRB議長のハト化とトランプ大統領の対中穏健化を招いている。株式市場に漂う不安心理の根底には、引き締め的な金融政策と強硬なトランプ政策への警戒があったため、キーマン2人の翻意(軟化)がいま、金融市場に安堵感を与えている(図表1)。

S&P500株価指数は、昨年10月から年末にかけて約20%下落したが、足下までにその半分程度を取り戻した。昨今の株安は景気後退を予見したものではなく、不安心理に基づくミスマーケティングであると思われる。しかし、行き過ぎた株安はそれ自身が景気後退の引き金をひく恐れがあるため、過度な不安心理の鎮静化は好ましいものだ。

図表1: 株価下落でキーマン2人が翻意



- ① ハウエル議長、積極的な利上げを示唆「中立金利まで、まだ道のりは長い」
- ② ハウエル議長、利上げ打ち止めを示唆「政策金利は中立金利を僅かに下回る」
- ③ 米中関係悪化(ファーウェイCFO逮捕)
- ④ トランプ大統領、習主席と電話協議「取引は上出来、大きく進展しつつある」
- ⑤ ハウエル議長、利上げ打ち止めを示唆「金融政策を柔軟に見直す用意がある」
- ⑥ トランプ大統領、交渉進展を強調「習氏と素晴らしい関係。合意できると思う」

出所: Bloomberg, SFH

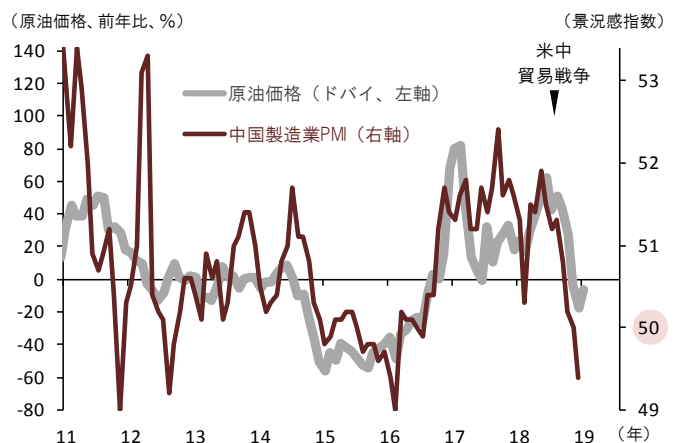
マクロ経済への影響

では、FRB やトランプ大統領の政策修正は、マクロ経済にどのような影響を与えるだろうか。

通常、米国の景気後退は、①景気の過熱→②FRBの利上げ→③長期金利の上昇→④投資の腰折れ、という経路でもたらされる。パウエル議長のハト化は、長期金利の上昇ペースを抑え、景気拡大を長期化させることになる。

一方、トランプ大統領の穏健化は何をもたらすだろうか。同氏の保護主義による中国との貿易戦争は、世界貿易の萎縮や中国の景気悪化を招き、原油を始めとするコモディティ全般の価格下落に繋がってきた。図表2の通り、貿易戦争が始まった昨年7月以来、中国の景況感と原油価格の上昇率が急落している。

図表2: 中国景気と原油価格の高い相関



出所: 中国物流購買部協会、Bloomberg、SFH

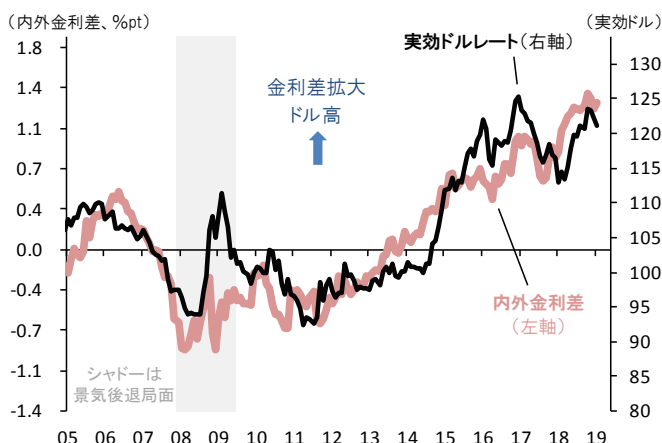
また、国際的なサプライチェーンの分断(中国排除)は、米企業の生産性の低下や悪性インフレ(単位労働コストの上昇)による悪い金利上昇を通じ、米国景気の下振れリスクを高めてきた。トランプ大統領が対中政策を軟化させることは、こうしたリスクを低下させ、米中双方の経済にプラスになるほか、需要の回復に伴う原油価格の持ち直しにも繋がる。

ドルへの影響

これによってドルの価値はどのような影響を受けるだろうか。中長期的には、為替レートは内外の実質金利差(=名目金利差-期待インフレ率格差)によって決まる。ただ、米国の期待インフレ率は他国に比べて原油価格の影響を受けやすいため、実効ドルレート(複数の通貨に対するドルの総合的な価値)は原油価格との相関が高い。

図表 3 は内外名目金利差と実効ドルレートの間関係を見たものだ。米国の金利が上昇すれば、内外金利差は拡大し、これがドル高圧力となることわかる。

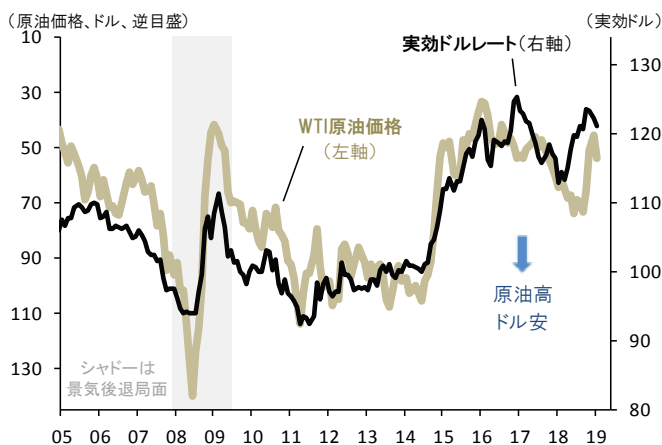
図表 3: 内外金利差と実効ドルレート



注:内外金利差は、米国の10年債利回りと独・日・英・豪・加それぞれの10年国債利回りとの差を加重平均したもの
出所:JP Morgan, Bloomberg, SFH

他方、図表 4 は、原油価格と実効ドルレートの間関係を見たものだ。この図表では原油価格を逆目盛りで描いており、原油価格が上昇すれば実効ドルが下落するという、逆相関の関係を表している。これは原油価格の上昇が米国のインフレ期待を高め(実質金利を押し下げ)、ドル安圧力を生むことを意味している。

図表 4: 原油価格と実効ドルレート

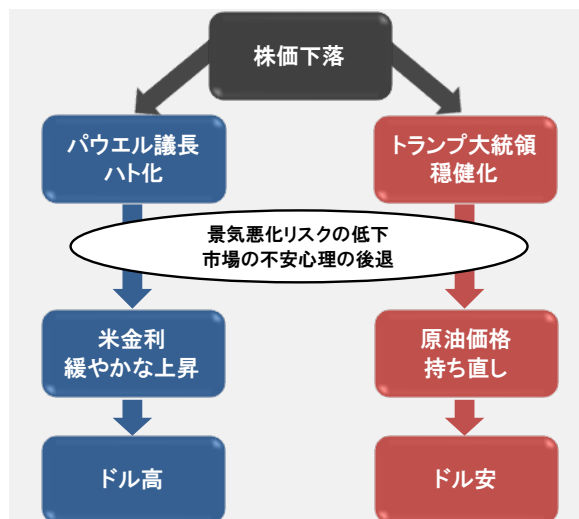


出所:Bloomberg, SFH

今後の長期金利は、FRB のハト化によって、上昇ペースは緩やかになるも、景気拡大が続く分だけ上昇期間は長期化しそうだ。また原油価格は、トランプ政策の穏健化と中国経済の回復によって、持ち直しが予想される。

したがって、今後の実効ドルの方向性は、米金利と原油価格の変化幅の大小関係に大きく依存することになる(図表 5)。

図表 5: 株安発の政策変更と実効ドルの関係



出所:SFH

実効ドルとドル円の適正值マトリックス

そこで、実効ドルを内外金利差と原油価格に回帰し、この2つの変数の組み合わせで決まる実効ドルレートの適正值(モデル値)を表にまとめた(図表 6)。また、表中下段(網掛け)の数字は、実効ドルに対応するドル円レートを表している。表中の米金利と原油価格の組み合わせでは、ドル円レートの適正值は1ドル=105.8円~115.5円の範囲で動くことがわかる。また、現在は米金利 2.8%、原油価格 55ドル近辺にあり、ドル円の適正值は109.4円程度である(表中の丸印部分)。

図表 6: 米金利と原油価格に基づく実効ドル(ドル円)レート

		米長期金利 (%)							
		2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4
WTI 原油 価格 (ドル)	45	121.6	122.4	123.1	123.9	124.6	125.4	126.1	126.9
		110.6	111.3	112.0	112.7	113.4	114.1	114.8	115.5
	50	120.6	121.3	122.1	122.8	123.6	124.3	125.1	125.8
		109.7	110.4	111.1	111.7	112.4	113.1	113.8	114.5
	55	119.5	120.3	121.0	121.8	122.5	123.3	124.0	124.8
		108.7	109.4	110.1	110.8	111.5	112.2	112.9	113.6
60	118.5	119.3	120.0	120.8	121.5	122.2	123.0	123.7	
	107.8	108.4	109.1	109.8	110.5	111.2	111.9	112.6	
65	117.5	118.2	119.0	119.7	120.5	121.2	122.0	122.7	
	106.8	107.5	108.2	108.9	109.6	110.3	110.9	111.6	
70	116.4	117.2	117.9	118.7	119.4	120.2	120.9	121.7	
	105.8	106.5	107.2	107.9	108.6	109.3	110.0	110.7	

注:実効ドル=120.10+7.48×内外金利差-0.21×原油価格。推定値はすべて1%有意、adj 決定係数 0.93。上段は実効ドルレート、下段(網掛け)はドル円レート 出所:SFH

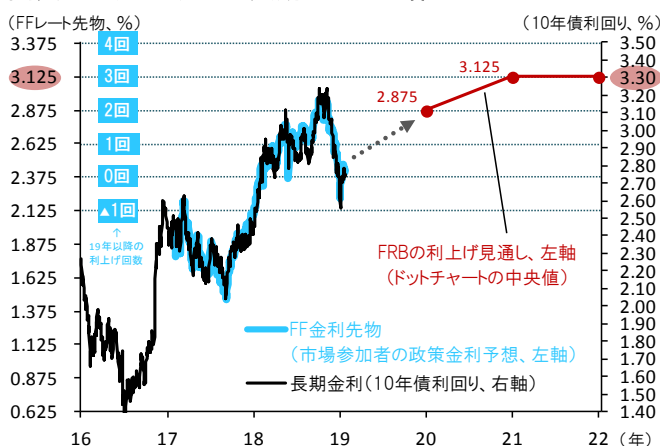
米金利、原油価格の見通しとドル円の適正値

以上の検討により、今後の米金利と原油価格に見当がつけば、ドル円の方向感が見えてくる。

<米金利は今年末 3.1%、来年末 3.3%>

まず米金利の行方だが、これはFRBの金融政策次第だ。図表7は、米国の長期金利とFF金利先物が密接に連動していることを示している。FF金利先物(20年1月限)とは、市場参加者の今年末の政策金利の予想を表すものだが、これが現在の政策金利と同水準の2.375%(左軸)にあるということは、市場参加者は年内の利上げ回数をゼロ回とみているということだ。長期金利はそれと連動しており、現在は2.8%程度(右軸)にとどまっている。

図表7: ドットチャートと長期金利の関係



注:ここでのFF金利先物は20年1月限であり、市場参加者による19年末の政策金利水準の予想を表す 出所: Bloomberg、SFH

他方、FRBは昨年12月のFOMCにおいて今年2回、来年1回の利上げ見通し(ドットチャート、図中の赤線)を示している。この通りの利上げが行われれば、いずれFF金利先物はドットチャートが示す金利水準に収斂し、長期金利もそれに応じた水準まで上昇しよう。その場合の米国の長期金利は、今年末3.1%、来年末3.3%である。

筆者は、FRBが株安に配慮して、6月まで利上げを停止するものの、年後半には労働市場の引き締めなどを背景に、2回(9、12月)の利上げを行うと予想する。一方、FRBが利上げを打ち止めにするなら、今年末の長期金利は現在と同じ2.8%程度となる。また、市場の混迷が深まり、FRBが利下げに転じるなら、長期金利は2.5%程度まで低下することになる。

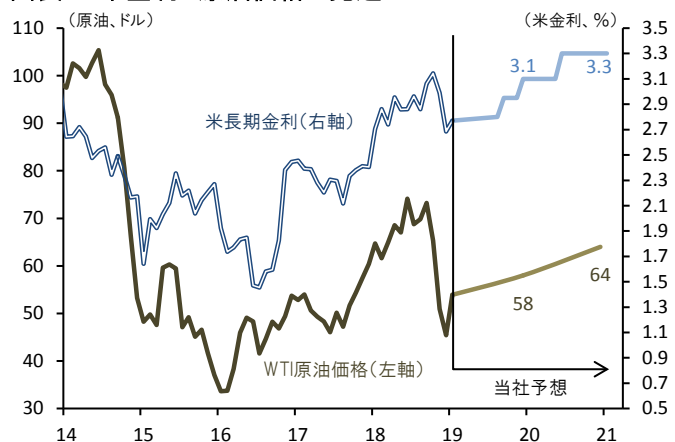
<WTI原油価格は今年末59ドル、来年末70ドル>

原油価格については、トランプ大統領の対中政策軟化への期待などから既に持ち直しつつあるが、この先どこまで上昇するかは、中国経済の回復度合いに依存しよう(前掲図表2)。

米中貿易戦争(関税合戦)が始まり、中国の景況感(PMI)が急落したのは昨年7月。PMIがそれ以前の水準である51.2程度を今年末ころまでに取り戻すなら、その時の原油価格の上昇率は前年比10~20%程度となる。昨年12月にWTI原油価格は1バレル=49ドルとなったが、それが今年末には58

ドル、来年末には64ドル程度となる計算だ。中国当局も足下の景気悪化を危惧し、財政出動や減税、金融緩和を強化しているところであり、中国景気と原油価格は、これまでの行き過ぎた下落から、緩やかに持ち直していくことが予想される(図表8)。

図表8: 米金利と原油価格の見通し

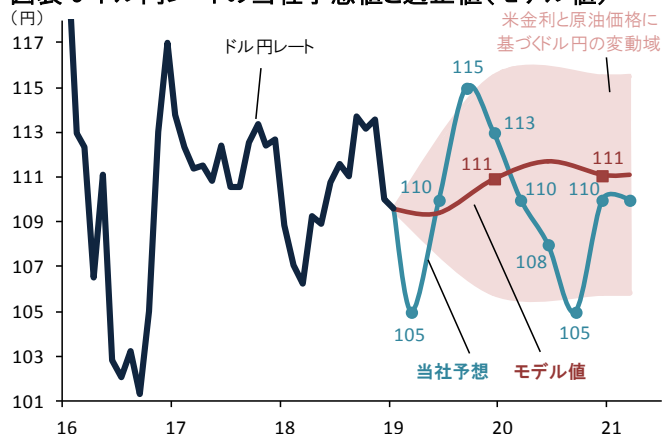


出所: Bloomberg、SFH

<ドル円の適正値と当社予想値>

上記の金利・原油価格見通しに対応する為替レートの適正値を、再び図表6を用いて見てみる。今年末値は、長期金利3.1%、原油価格58ドルの交差点にあり、実効ドルは121.5、ドル円は110.9円である。また来年末については、長期金利3.3%、原油価格64ドルとなれば、実効ドルは122、ドル円は111.1円となる(図表9)。

図表9: ドル円レートの当社予想値と適正値(モデル値)



注: 当社予想は「Monthly Global Market Report」を参照 出所: SFH

ここで想定したような米金利と原油価格の上昇の組み合わせでは、「金利上昇によるドル高圧力」と「原油価格上昇によるドル安圧力」が均衡し(実質金利が上昇せず)、実効ドルとドル円レートはともに横ばい圏での推移となる公算が大きい。また、このようなドルレートの膠着は、昨年11月~12月に米金利と原油価格が同時に急落したときにもみられたものである。

なお、為替レートは実質金利差のみならず、諸外国の金融政策や外交・地政学リスク、そしてトランプ大統領の気まぐれで大きく変動する。そうした諸要因も考慮した当社のドル円レートの予想値は、今年末113円、来年末110円である。

渡辺 浩志



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より外向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

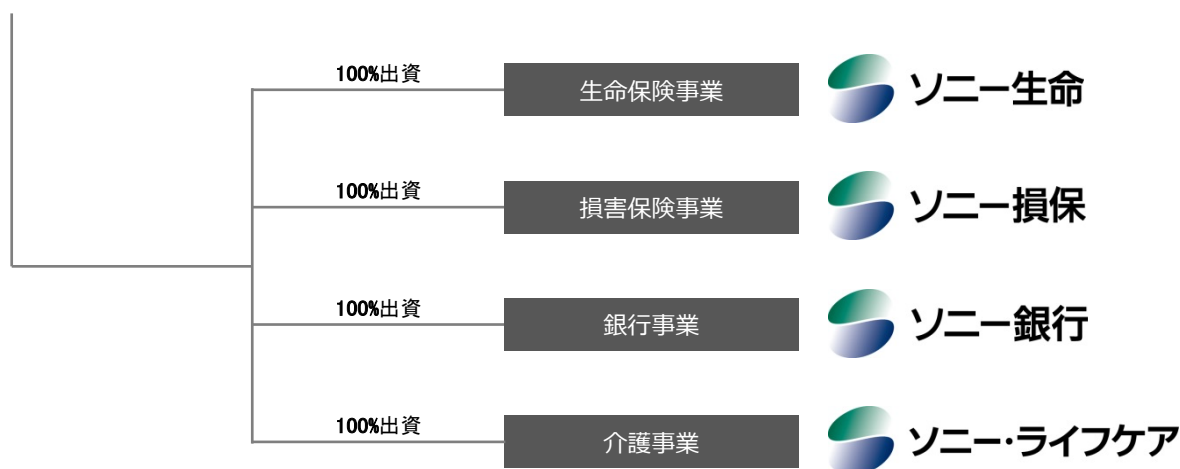
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社（以下「当社」といいます）が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものではありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものではありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社（以下、「グループ会社」といいます）に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと（お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます）による結果のいかなるもの（直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場（銘柄コード8729）



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場（銘柄コード8729）しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>