

FRB「利上げ停止好感」リスク選好一服

2019/3/8

3月後半にかけて英離脱、FOMC、米中会談などの波乱

国際金融市場は、1月からの米FRBによる「利上げ停止好感」のリスク選好が一服になってきた。すでにリスク選好に連動してきた米金利低下と金利のつかない金相場の上昇や、米3カ月物金利のFF政策金利方向への収れん低下といった「利上げ遅延の織り込み」は一段落になってきた。今後は先行きの利上げ再開、あるいは利下げ転換につながる景気悪化サインがいずれもリスク回避を促す可能性をはらむ。3月後半にかけては、中国全人代（国会）出尽くし、英EU離脱、FOMC、米中首脳会談などが均衡破壊の材料として警戒されよう。

11月からの米金利低下と金上昇が変調

「昨年11月以降の米長期金利低下と金上昇の同時相関が、2月20日前後から変調を来し始めた。リスク選好相場の一服が示唆される一方、調整後の新たな相場トレンドとテーマについてのヒント示唆という点でも注目される」――。

商品相場に詳しいベテランの証券業界関係者は、このような注意を払う。11月から今年2月にかけては「米金利低下（債券価格は上昇）と金高」が同時進行してきたが、同じ組み合わせでも12月まではリスク回避と安全逃避、1月以降はFRB利上げ停止などによるリスク選好とカネ余り再燃、微妙なインフレ期待の修復（金はインフレ・ヘッジ資産）――といった相場内容の変質が見られている。

しかし、2月20日前後からは金が反落に転じる一方、米10年債金利は小幅ながらも上昇に転じている（債券価格は下落）。続いて3月入りからは、米国株が1月からの戻り相場の調整反落へと移行し始めた。現状段階での米金利上昇と金下落、米株安は、先行きの相場メッセージとして、1) 緩やかな米長期金利上昇の再開と、金利のつかない金の魅力低下、2) それに伴うドル高圧力の高まりと、金利上昇・ドル高による米株への打撃懸念、3) 先行きの米景気減速と期待インフレの低下警戒による金下落――といった複合的な意味合いが注視される。

もちろん現状段階では、あくまで短期的なポジション調整、日柄調整との見方も少なくない。その中で相場メッセージとして間違いないのは、「FRB利上げ停止」という好材料の織り込み一段落だ。例えば金利のつかない金相場は、「利上げ停止による当座の米金利低下」という好材料が消化一巡となつての反落転換になっている。

同じように米FF政策金利（翌日物）に先行するLIBOR銀行間取引ドル建て3カ月金利（現在は米インターコンチネンタル取引所が管理）は、FRBの利

上げ後退に連動して金利低下とFFとの金利差縮小へと転じている。これまで「LIBORドル建て3カ月物FF」の金利差は、FRBによる利上げ継続観測が保たれていた昨年12月14日週には+0.55%にまで拡大した。昨年5月以来の大幅乖離となっている。しかし、利上げ停止観測を受けて、3月1日週には+0.10%へと急縮小している。

今年1月以降は同金利差の縮小と連動する形で、米株式投資家の不安心理の度合いを示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ・インデックス（VIX指数）が低下基調へと転じてきた（リスク回避後退）。FRBによる利上げ懸念の後退が、VIX低下の一因になっている。

米利上げ遅延好感一巡、過去はVIX上昇と米株安

すでに同金利差は3月から+0.10%へと縮小し、2017年12月の+0.11%以来の低水準になってきた。FRBは当面、様子見の中立姿勢を明示しており、FF2.5%との見合いで3カ月物金利は下限フロアに接近して、低下余地が狭まってきた（1日時点で2.5985%）。ドル/円ではドルの下支え要因となる反面、米国株市場では「利上げ後退の好感織り込み一巡」と「利下げ織り込みは尚早」という形で、調整株安を後押しさせるリスクをはらむ。

実際、2017年12月には「3カ月物金利FF」の金利差が+0.11%に縮小し、当座の利上げ遅延という好材料が消化されたあと、翌月の2018年1-2月にかけてVIX急上昇と米株急落に見舞われた。その前では2016年6-7月、2016年1-2月、2015年8-9月などで、同金利差の縮小を経た一段落とVIX上昇、米株安が連動観測されている。

目先の米国株を始めとした国際金融市場に関しても、1月からの「米利上げ停止好感」を受けたリスク選好相場の価格調整や日柄調整が警戒されやすい。ちょうど日足テクニカルの一目均衡表チャートでは、ドル/円で3月18日前後、外国人投資家が重要視するドル建て日経平均株価で3月15日前後に変化日を示す「雲のネジレ」が観測されている。その他の各種相場でも、3月の中旬から下旬にかけては雲のネジレが目立っている。現状からの調整加速と雲ネジレ前後での調整一段落（彼岸底など）、あるいは雲ネジレに向けたトレンド転換を巡る攻防が警戒されやすい。

相場の材料としても、12-14日にかけての英メイ首相による「合意あり」EU離脱手続きに関するの議会再採決、15日での中国共産党による全人代（全国人民代表大会、国会に相当）終了による政策期待の

出尽くし、19-20日のFRBによるFOMC、21-22日の欧州理事会やEU首脳会議での英EU離脱期限の延長容認審議（29日期限）、27日前後の米中首脳会談と貿易交渉の最終攻防——といったイベントが注目されそうだ。

このうち英EU離脱に関しては、紆余曲折はあっても「合意なき離脱リスク」の後退や離脱期限の延期が想定される。注目はFOMCだが、その段階で米中貿易協議に不透明さが残されていると、FRBは明確な経済見通しを示しにくい。

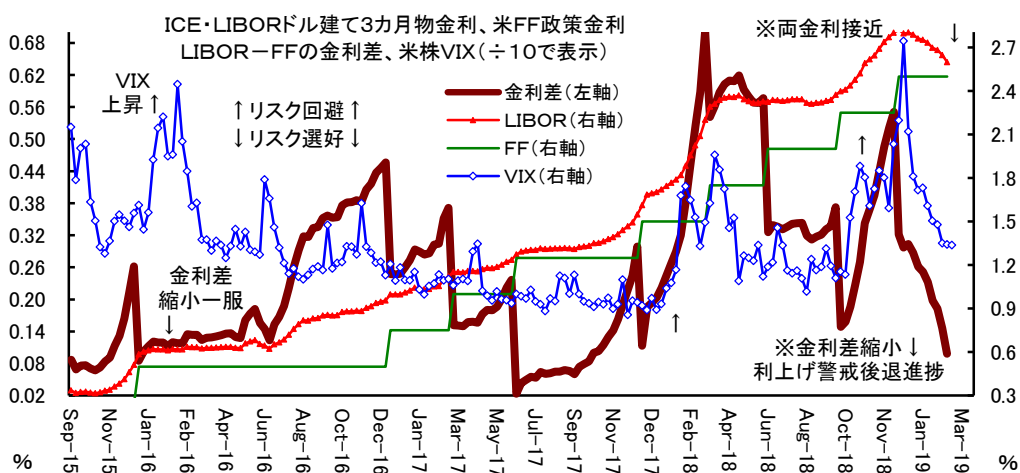
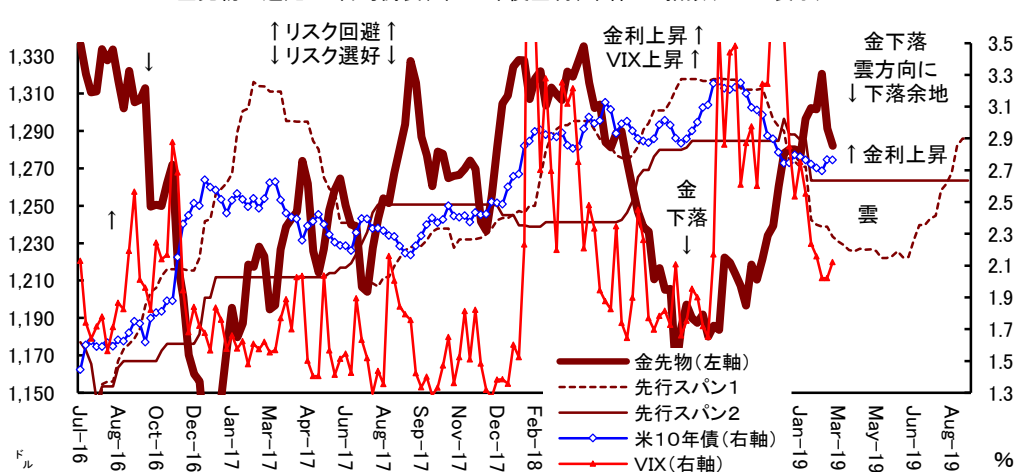
一方で20日までに米国の経済指標でリバウンド改善が目立ち、同時に中国での政策対応期待や英EU離脱懸念が一服となっていると、FRBの先行き利下げ確率は一旦の低下となる。その際、微妙に利上げ再開のオプションまで示唆されると、ドルは支援される反面、米国の株安を始めとした世界株安という

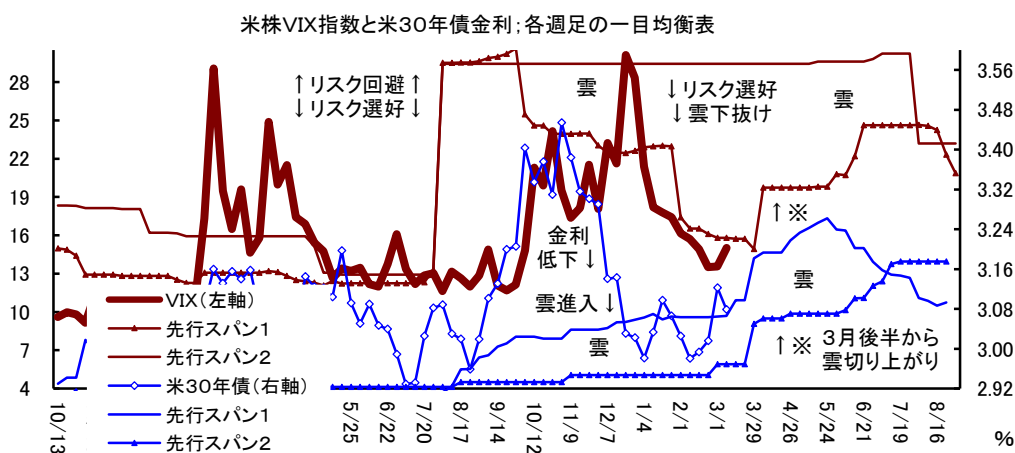
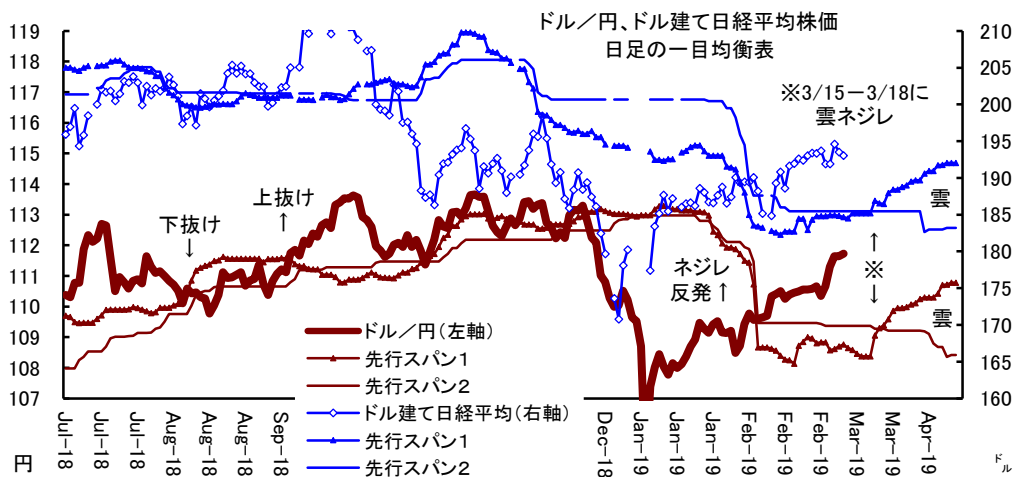
リスク回避を促す。反対に利下げ地ならしが見られても、まだ利下げ好感の前段階として「FRBが警戒する景気悪化のリスク」が着目され、リスク回避相場が優勢となる可能性も残されている。

しかもリスク回避の尺度である米株VIX指数は、週足・一目均衡表チャートで雲下限が3月29日週以降から上昇方向に切り上がっている（リスク回避方向）。同時期からは米30年債金利の週足でも、雲下限の上向き転換が先行き観測され始めた。3月後半に向けては英EU離脱や米債務上限、米中貿易協議が前向き進展となる可能性がある一方、それによる「好材料の出尽くし」が株安、「安全逃避後退」が米債金利上昇と米株安を促す波乱シナリオも無視できない。

その他、米国株市場については3月後半以降、4月上旬から本格化する米国企業の決算発表に対し、警戒感が高まるリスクにも注意を要しよう。

NY金先物の週足・一目均衡表、米10年債金利、米株VIX指数（÷7で表示）





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。