

みずほマーケット・トピック(2015年12月16日)

## 日米金利差から見る現状のドル/円相場

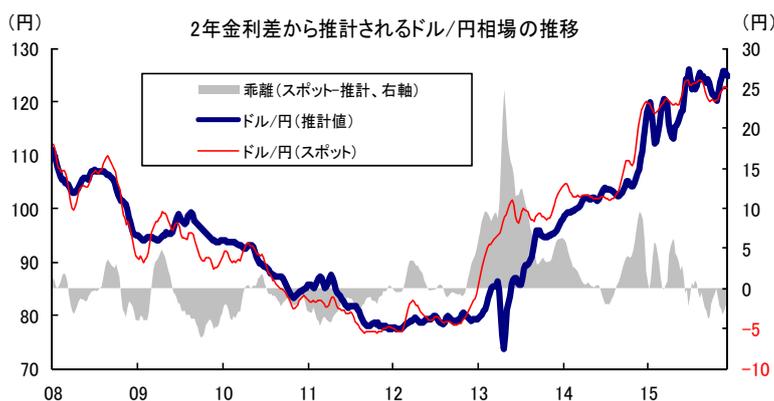
いよいよ今晚から明日にかけて FOMC が開催される。シンプルな考え方に基づくならば、利上げは日米金利差の拡大を通じて円安・ドル高に効くことが期待される。この点、既に現状のドル/円相場は名目ベースないし実質ベースの日米 2 年金利差に照らしてさほど違和感の無い水準にあるようにも見受けられ、単純に「初回利上げ→円安・ドル高」という想定は危うい。参考までに推計値を算出すると、名目ベースでは「125±1.5 円」程度、実質ベースでは「121.50±0.7 円」程度のイメージに止まる。ドル/円相場が続伸するためには声明文ないし会見において今後の金利差拡大に期待を持たせるような情報発信が必要になるだろう。だが、現状の米経済を前提にすれば、そのような展開を期待するのは無理筋というのが直感的な印象である。

### ～名目金利差とドル/円相場のおさらい～

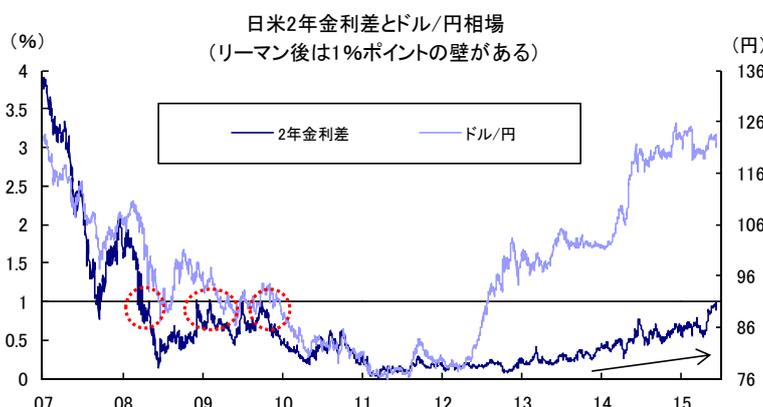
いよいよ今晚から明日にかけて FOMC が開催される。FF 金利先物から算出される市場の利上げ織り込みは 80% 弱に及んでおり、もはや利上げをしない方がサプライズといった状況にある。注目は声明文や記者会見における今後の利上げに対するファイティングポーズの在り方だろう。今回の初回利上げのタイミングで今後への自信の無さを吐露するとは思えず、ひとまず 1～3 月期のテーマとして「対米金融政策格差の拡大」は続くだろう。だが、IMM 通貨先物取引に見られる投機筋のドル買い持ち高が依然として高水準に止まる中、現下の原油価格の趨勢や利上げ着手がもたらす材料出尽くし感を踏まえれば、ごく短期的(例えば年内)にはドル相場の下値リスクも警戒したい。

なお、シンプルな考え方に基づけば、利上げは日米金利差の拡大を通じて

円安・ドル高に効くことが期待される。この点、既に現状のドル/円相場は日米金利差に照らしてさほど違和感の無い水準に落ち着いているようにも見え、金利市場が政策変更を織り込んでいるの



(資料) Bloomberg、4週平均を用いて直近1年のサンプルより推計



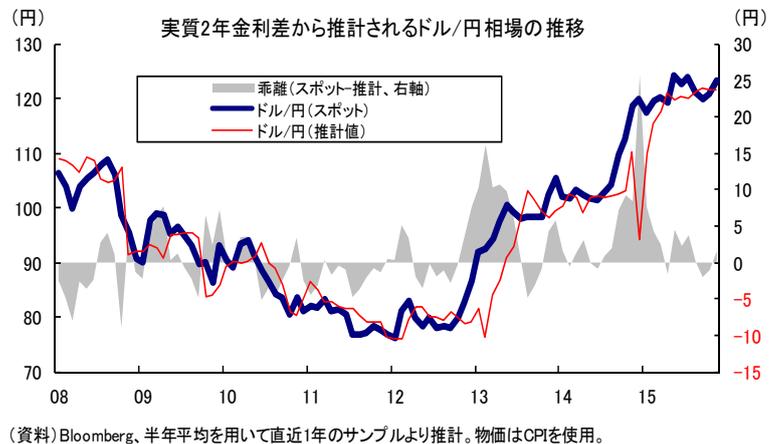
(資料) Bloomberg

だと仮定すれば、単純に「初回利上げ→円安・ドル高」という想定は危うい。ここからさらに続伸するためには声明文ないし会見において今後の金利差拡大に期待を持たせるような情報発信が必要になるだろう。

前頁図(上)は直近1年間の日米2年金利差とドル/円の実勢相場に関し、単回帰分析を行ったものである(データは4週平均を使用)。例えば、先週末(12月11日)時点の日米2年金利差に基づき算出されるドル/円相場の推計値は「125±1.5円」程度といったイメージになる。やや上値余地を残すものの、実勢相場対比で大きな違和感を覚えるといった状況でもないだろう。また、本欄や『中期為替相場見通し』では繰り返し述べているように、伝統的にドル/円相場との相関が強い日米2年金利差に関しては、リーマンショック後、一度も超えたことの無い「1%ポイントの壁」が存在するが、現状、これも超えそうで超えないという地合いが続いている(前頁図、下)。金利面からドル/円の新高値を期待するには米金利の一段高が求められる印象である。

### ～実質金利差とドル/円相場～

なお、上記はより市場参加者に意識されやすい名目ベースでの議論だが、アベノミクス初期、特に量的・質的金融緩和(QQE)が導入された2013年4月以降の日本では「インフレ期待を押し上げることで実質金利を引き下げ、実体経済における消費・投資行動を刺激する」といったロジックが持て囃されていた。事実、今年5月1日に日銀企画局から公表された日銀レビュー『「量的・質的金融緩和」：2年間の効果の検証』でも、QQEによって人々のインフレ期待が引き上げられ、実質金利も低下することで需給ギャップが改善、結果として物価も上昇するという解説が行われていた<sup>1</sup>。そこで実質ベースの日米2年金利差に関し、上述と同じ推計を行ってみると、「121.50±0.7円」程度のイメージになり、さらに足許の水準に近い印象になる。日米共に商品安を背景としてディスインフレ環境が継続すると考えた場合、実質金利差の拡大は名目金利差の拡大に委ねられることになりそうであり、やはり米金利の一段高がなければ実質金利面からの円安・ドル高も期待しづらい。



効果の検証』でも、QQEによって人々のインフレ期待が引き上げられ、実質金利も低下することで需給ギャップが改善、結果として物価も上昇するという解説が行われていた<sup>1</sup>。そこで実質ベースの日米2年金利差に関し、上述と同じ推計を行ってみると、「121.50±0.7円」程度のイメージになり、さらに足許の水準に近い印象になる。日米共に商品安を背景としてディスインフレ環境が継続すると考えた場合、実質金利差の拡大は名目金利差の拡大に委ねられることになりそうであり、やはり米金利の一段高がなければ実質金利面からの円安・ドル高も期待しづらい。

日米名目金利差ないし実質金利差が拡大するためには、①米国の名目金利が上昇する、②米国のインフレ率が低下する(結果として米国の実質金利が上昇する)、③日本の名目金利が低下する、④日本のインフレ率が上昇する(結果として日本の実質金利が低下する)のいずれか又は複数が同時発生する必要がある。もはや日本の名目金利は限界まで低下しており③は厳しく、商品価格がこうした状況の下で④も難しいとの声は多い。現時点で最も可能性が高いのは②である。商品価格の低迷と長きに亘るドル高を踏まえれば②の傾向は今後一段と強まっても不思議ではない。だが、結局のところ、そのようなインフレ環境は利上げ路線の正当性に疑義を呈するものだろう。②

<sup>1</sup> 詳しくは本欄 2015年5月8日号『QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～』をご参照下さい。

の可能性が強く見込まれる中では①にも期待はできない、というのが真つ当な見方のはずである。

総括すると、今後ドル/円相場が上値迫いとなるためにはインフレ率が強含む中、これを抑制するように米国の名目金利が連続的に引き上げられるような展開が必要になりそうである。しかし、本来中央銀行が利上げに着手して、正常化に向かえる環境というのはかくあるべきものだろう。現状のようにドル高が企業収益や各種企業マインド、輸出入など、経済・金融指標に影響を与えつつある中での利上げは直感的に「無理筋」であり、金利差拡大が頓挫する中で、やはり 2016 年のドル/円相場は 4 年間続いた円安局面の小休止を見込むのが妥当と考えておきたい。

以 上

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定が替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イェレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測定に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の用途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長し唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について