

みずほマーケット・トピック(2016年12月7日)

日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて

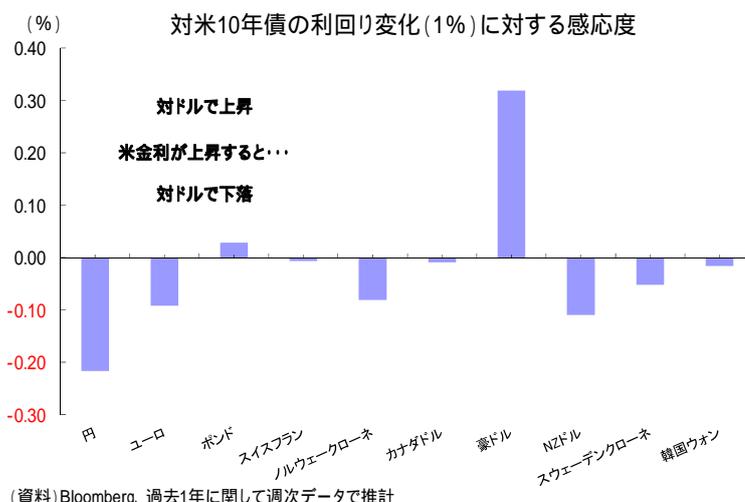
トランプ大統領の経済政策(トランプノミクス)の下で FRB の利上げに対する強気見通しが息を吹き返していることから、日米金利差に着目してドル/円相場の水準に「あたり」をつけようとする懐かしい議論が散見されるようになってきている。元より円金利の運用環境が困難を極めていたという現実があり、日米金利差の拡大に応じて本邦の機関投資家が対外証券投資を加速させるという展開は論理的である。主要通貨の米 10 年金利に対する感応度を比較した場合、先進国通貨の中で円のそれは突出して大きい。裏を返せば、今後、米金利が低下した場合、最も買われる可能性を秘めているのも恐らく円という不安はある。現状の日米 10 年金利差を前提に推計したドル/円相場の水準イメージは「120±6 円」となり、114 円付近は推計値の下限に位置。足許の為替相場に関し、金利差拡大をドライバーにして動くことは至極正しいとしても、現在は、その拡大をもたらしたものが正しいものなのかどうかを慎重に考えるステージだろう。

～米金利に対する感応度が突出して大きい円～

トランプ大統領の経済政策(トランプノミクス)の下で FRB の利上げに対する強気見通しが息を吹き返していることから、日米金利差に着目してドル/円相場の水準に「あたり」をつけようとする懐かしい議論が散見されるようになってきている。特に、米国の 10 年金利が当面超えることはないと見られていた 2%をあっさり上抜けした一方で、日本の 10 年金利が(指値オペによるけん制もあって)ゼロ%にペッグされていることから、長期金利差の拡大を取り上げて円売り・ドル買いの加速を当然視する論調も目立つ。元より円金利の運用環境は困難を極めていたという現実があり、日米金利差の拡大に応じて本邦の機関投資家が対外証券投資を加速させるという展開は論理的なものと言える。

なお、主要通貨の米 10 年金利に対する感応度を比較した場合、先進国通貨の中で円のそれは突出して大きい。

例えば、直近 1 年間を対象とした場合、米 10 年金利 1%の変化に対し、円は対ドルで▲0.2%程度下落する関係にあるが、これはユーロの倍というイメージである(図)。米金利の上昇で最も売られやすい通貨が円である以上、ドル/円相場を読む上での鍵は米国債動向と言って差し支えないだろう。この点、トランプ次期大統領の下での財政



政策に関し、何ら具体性が明らかになっていない時点から米 10 年金利は約+60 ベーシスポイント

も上昇しており、これに円相場が最も大きく反応しているという事実は留意すべきである。裏を返せば、今後、米金利が低下した場合、最も買われる可能性を秘めているのも恐らく円なのだろう。今後、トランプノミクスに関し共和党議会との調整が難航する可能性や予算が成立しても完全雇用状態の下で十分な執行が難しい可能性などを踏まえれば、そのような展開は十分想定される。

ちなみに、こうした円とは逆に、豪ドルは、突出して米 10 年金利に追随して買われる傾向が強い。これは大型のインフラ投資に乗じて鉄鉱石や石炭など、米国では供給できない商品の価格が上昇するとの期待から、「インフラ投資を背景とする米経済の過熱→米国への商品輸出拡大→豪経済の回復→豪州準備銀行(RBA)利上げ」といった展開が織り込まれているものと推測される。こうした豪ドルを巡る動きに関しても、未だ不透明な部分が大きい財政出動に賭けているという意味では円と同様のリスクを抱えていると言える。

～日米 10 年金利差に基づく推計～

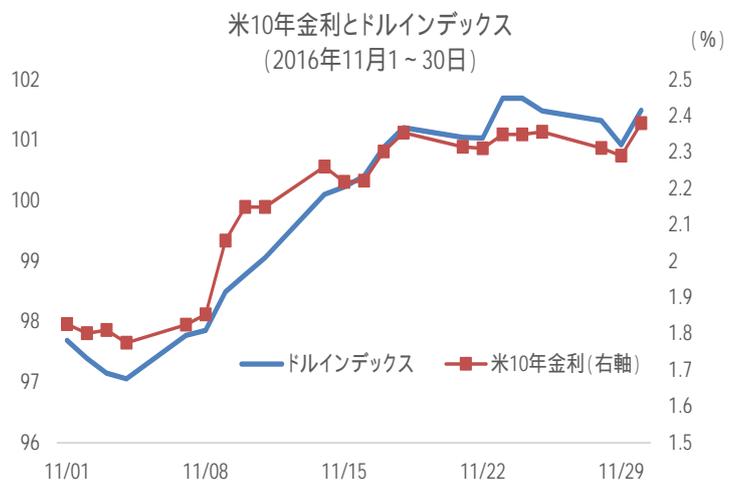
日米金利差、特に 10 年金利差に対する為替の反応が注目されている以上、その論点に照らして水準を検討する試みは必要だろう。そこで右図は過去 1 年間の日米 10 年金利とドル/円相場の関係を元に単回帰分析によって推計値を導出したものである。現状の日米 10 年金利差を前提に推計したドル/円相場の水準イメージは「120±6 円」となり、足許の 114 円付近は推計値の下限に位置する。もち



(資料) Bloomberg, 過去1年に関して週次データで推計

ろん、直近 1 年間と言え、人民元の大幅切り下げやそれに伴う原油価格の急落、英国の EU 離脱 (Brexit) そしてトランプ次期大統領の誕生など、異例の相場変動をもたらした材料が立て続いております。推計値は幅を持ってみる必要がある。だが、あくまで直近 1 年間の金利差から導出される推計値を見る限り、市場で散見され始めている「120 円到達」の予想はさほど無理な話ではないというのは一つのヒントにはなるかもしれない。

とはいえ、こうした米金利依存型の円売りは、あくまで「米経済が米金利上昇に耐えられるほど強い」ということが前提である。過去の本欄でも述べたように、筆者は「分かりもしない財政支出の影響」に右往左往するよりも、「既に起きてしまったことの影響」を心配している。既に述べたように、そもそもトランプノミクス下での財政出動の内容、規模、時期は明らかになっていない。少なくとも、支出が始まる



(資料) Bloomberg

のは最速で 2017 年 10 月以降に始まる会計年度であり、景気刺激効果の発現は 2018 年以降である。しかし、財政規模や効果はとりあえず脇に置いた上で、11 月 1～30 日の 1 か月間だけで 10 年金利が約+60 ベーシスポイント上昇し、ドルインデックスが約+4%も上昇している(前頁図)。こうした動きが実体経済に負の影響を全く与えないと言い切れる根拠はどこにあるのだろうか。完全雇用下での財政出動に関し、大きな乗数効果が見込めない以上、金利上昇や通貨高に対する耐久力も過信はできない。足許の為替相場において、金利差拡大をドライバーにして動くことは至極正しいとしても、現在は、その拡大をもたらしたものが正しいものなのかどうかを慎重に考えるステージだと筆者は捉えている。

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

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/ミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安競争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安競争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し