

## 日米実質金利差からみたドル円相場

内外の金融政策の格差が改めて印象付けられている。ポルトガルで開催された ECB 主催の国際金融会議ではラガルド ECB 総裁は基調講演で“見通しに変化がなければ7月も利上げを続ける”と述ベインフレ抑制へ金融引締めを強調した。オーストラリア、カナダ、スイス、英国が相次いで利上げを決定し、米国は6月のFOMCでは利上げを見送ったものの、年内あと2回の利上げを示唆している。

一方、日銀については2023年の平均賃上げ率が3.66%（連合集計春の平均賃上げ率）と30年ぶりの高水準に達したが、それでも植田総裁は今後の賃上げの持続性には不確実性が高いことを強調し、大規模な金融緩和を継続している。こうした内外の金融政策の方

向性の違いによって円は先進各国通貨の中では最弱通貨となっている。

また、日米に関しては2021年11月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、テーパリング（量的緩和の終了）が示唆され、日米金融政策の方向性の違いの起点となった。ドル円相場で考えた場合、2021年11月以降、日米実質金利差とドル円相場は極めて相関が高い状態が続いている。少なくとも米国が利上げを完全に停止し、政策転換するまで、この関係性は継続するものと思われる。今後のドル円相場を考える場合、今後日米実質金利差が縮小に向かうのか、あるいは拡大に向かうのかを考えることが重要になる。



※ 2021年11月以降、ドル円と日米実質金利差の連動性が高まった。昨年12月の黒田日銀体制下でのYCC（長短金利操作）の修正でさらなる修正観測によって円高に傾いたが、今年の4月に日銀が植田体制に代わっても金融緩和継続が明示され、ドル円は再び昨年の高値を目指している。

### 4月以降米国の実質金利は上昇傾向に

4月以降、FRBによる年内の利下げ観測が後退（消滅）したことで米国債利回りはほとんどの年限で年初来の高水準に近づいている。債券投資家にとっては4%近辺の10年長期国債利回りが本当に魅力的な水準であるかどうか、米金融当局がインフレを抑制できないリ

スクを十分に埋め合わせするに十分な水準なのかどうかということを疑問視し始めたのではないだろうか。米経済が堅調さを維持し、金融当局がより高い水準の政策金利をより長期間維持した場合、4%近辺の10年長期国債利回りは魅力的には映らない。流動性を確保するとしても短中期債へのシフトが有効だろう。ただ、

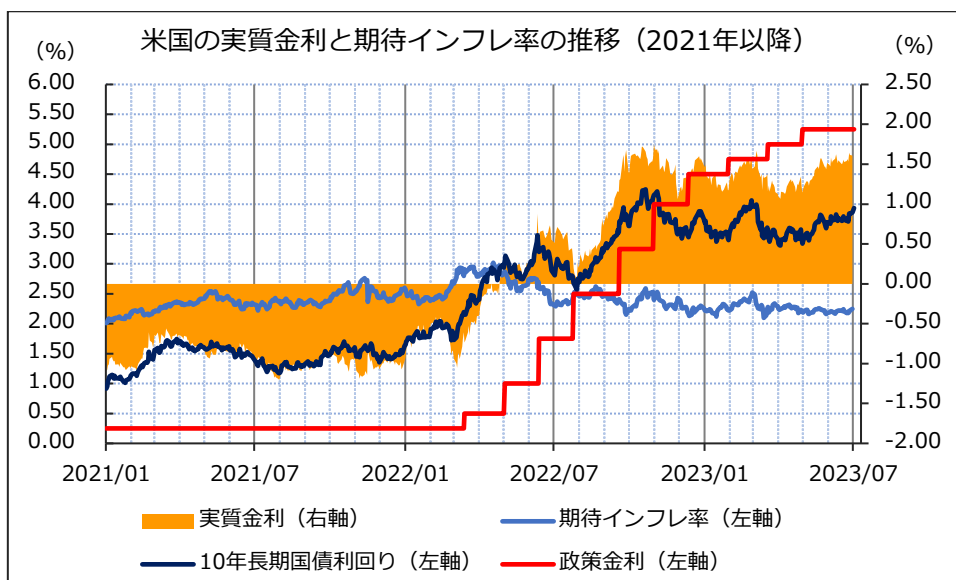
本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表表、QUICK社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

一方で長期金利が4%をゆうに超えてくると、金利上昇による保有証券の下落によって中堅地銀が経営破綻に追い込まれた3月上旬の事象を想起させる。

現在の短期金融市場は7月のFOMCでの利上げを7割程度織り込んでいるが、その後の利上げについては懐疑的だ(6月FOMCで年2回の利上げを示唆)。5月のPCEコアデフレーターは前年同月比4.6%の上昇となり、2022年11月からの水準が維持されたことでインフレの粘着性について認めながらも、景気後退(リセッション)入りも意識している。6月のFOMC議事要旨でも「インフレ率が目標の2%を依然として大きく上

回り、労働市場が極めて引き締まっているとの認識のもと引締めの金融政策を維持するのが適切になる」と参加者の意見は一致している。

ただ、FRBの金融引締めのプログラムは、“どの程度引き締まった水準に留め置くか”という段階に移行しており、利上げサイクルの最終局面であることに変わりはない。昨年秋のように米国の利上げの水準がどこまで到達するのかわからず、強いドル高期待に包まれていた状況とは異なり、“ドル高”によるドル円の浮力は強いとは言えない。



- ※ FRBは2022年3月から利上げを開始。米国の実質金利はプラスゾーンに転換し金融引締め状態に
- ※ 0.75ポイントの利上げを連続実施したことで、FRBのインフレ抑制に対する信頼感は回復。期待インフレ率(10年ブレイクイーブンインフレ率)は2%台前半に低下してきている。名目金利の上昇によって実質金利は再び1.6%を超える水準まで上昇してきており、一段と引き締まった状態にある。

**日銀は金融緩和を継続**

前述のように2023年の平均賃上げ率が3.66%と30年ぶりの高水準に達したが、それでも植田総裁は今後の賃上げの持続性には不確実性が高いことを強調している。7月の展望レポートではインフレ見通しを上方修正するとみられるが、“賃金上昇を伴う安定的・持続的な物価上昇”を達成するためには価格転嫁による消費者物価の上昇を容認し、企業利潤を確保したうえで、賃上

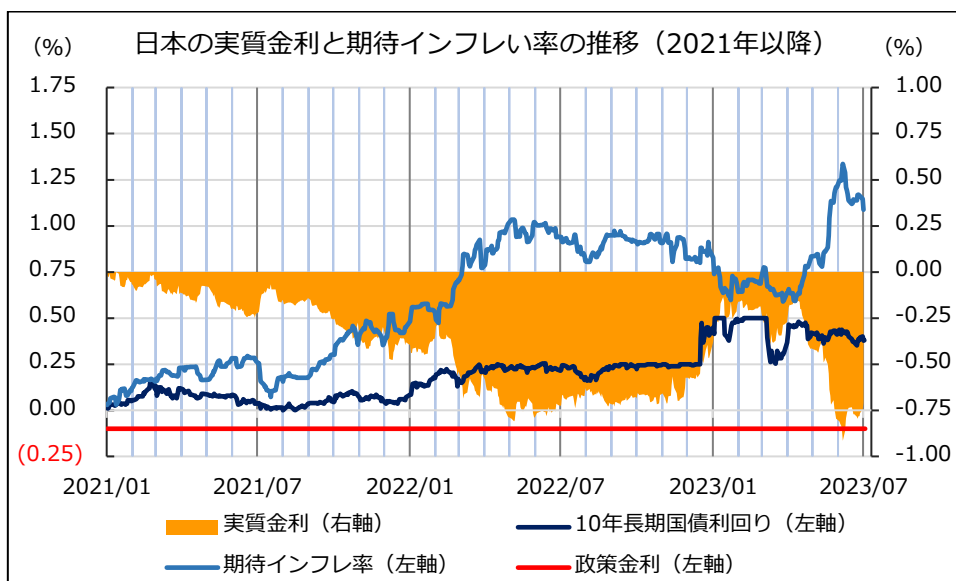
げと労働力不足を補う省力化投資を継続的なものにしていきたいと考えているのだろう。YCC(長短金利操作:イールド・カーブ・コントロール)についてはすでにその弊害を日銀自身が指摘しており、米国が引締りを継続している年内には解除する可能性が高いと思われる。YCCの修正は日本の長期金利に上昇圧力を加えるものの、日米の短期金利差が5%程度あることで機関投資家による為替ヘッジ付の外債投資には慎重なこ

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表元、QUICK社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

とから長期金利の上昇圧力（債券価格は下落）は生損保等の国内機関投資家による国内債需要によって抑えられることになるだろう。

YCC の修正はその性格上“サプライズを伴う”可能性が高く、短期的にはドル円相場にインパクトを与えるが、YCC の修正・撤廃という“金融政策の微調整”が引締め

ではなく、“金融緩和長期化のための正常化”という評価を市場がすることで少なくともドル円相場のトレンドを修正するような動きとはならないのではないだろうか。ドル円相場が再び円高方向に修正されるとすれば、米景気の減速が顕在化し、米長期金利がピークアウトして以降になると思われる。



- ※ 日本の期待インフレ率は賃上げによって 2023 年 4 月以降再び 1% を超えてきた。今後安定して 1% を超えた水準を維持できるかどうかは価格転嫁の継続と来年以降の継続した賃上げ実施がカギを握る。
- ※ 一方、日銀の金融緩和継続によって実質金利はマイナスを継続。現行の YCC 許容上限は 0.5% だが、それを下回る水準で推移している。2022 年 12 月の YCC 修正時はマーケットは事実上の金融引締めと解釈し、期待インフレ率も低下したが、現在は植田総裁のもと YCC を修正したとしても“金融緩和長期化のための正常化”と理解されるのではないだろうか。昨年のようなドル円相場の混乱は考えづらい。

### 日米実質金利差からみたドル円の上値

本レポートでも指摘したように米債券市場は米経済のリセッションサイクルをリセットした可能性がある。年初には年後半のリセッション入りをマーケットは織り込んでいたが、堅調な労働市場がサービス消費を支え、底堅い経済指標が続くことで政策転換（利下げ）期待の後退とともに債券市場が織り込むリセッション入りも 2024 年以降にリセットされたと思われる。労働市場が堅調さを維持することで米経済が急減速するリスクは後退したが、一方で金利の上昇余地も限られてきた。米国の実質金利水準は足元で 1.6% を超えて

きており、3 月上旬の米地銀経営破綻直前の水準まで上昇してきた。実質金利の上昇によって金融が引き締まることで、FRB は政策金利を一段引き上げる必要性が薄れてくるのではないだろうか。足元の米長期金利 3.936% に対して期待インフレ率は 2.26% で実質金利水準は 1.676% (=3.936-2.260%) となる。期待インフレ率に大きな変動はなく、米長期金利が 4.1 程度まで上昇した場合、米実質金利で 1.9% 程度が上限となるのではないだろうか。一方、日本の期待インフレ率は足元の賃金上昇や物価上昇によって 1% を超える水準まで回復してきた。10

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表表、QUICK 社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

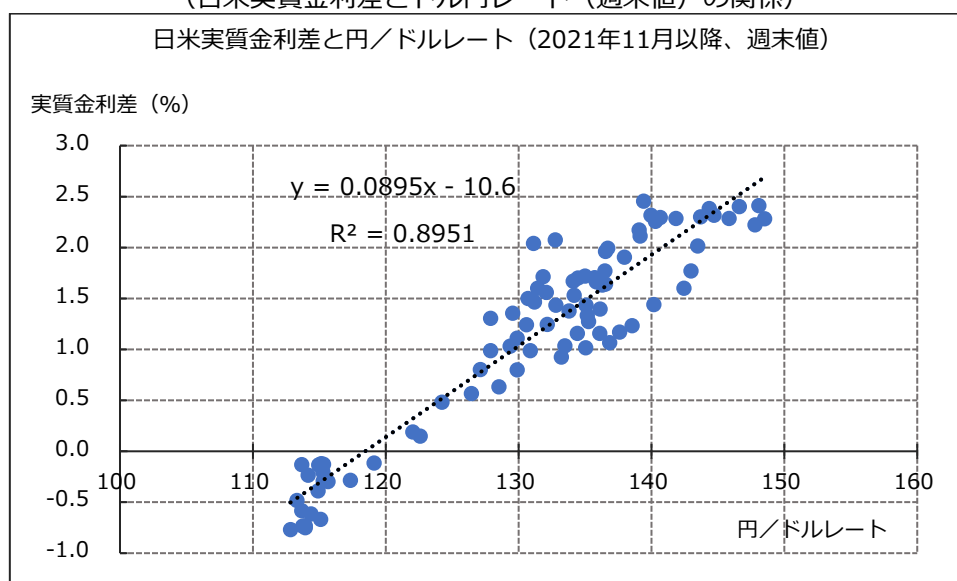
年長期国債利回りも足元で YCC 上限の 0.5%を下回り 0.40%近辺で推移している。日本の実質金利がマイナス 0.660%。日銀の政策修正がなければ日米実質金利差は 2.56%となり、日米実質金利差との相関関係のみとドル円の 1ドル=147 円程度がターゲットになる。YCC のサプライズ修正によって日本の長期金利が 0.7%程度まで上昇した場合は 4 円程度の円高修正となるのではないだろうか。

なお、シカゴマーカンタイル取引所が公表する 6 月 30

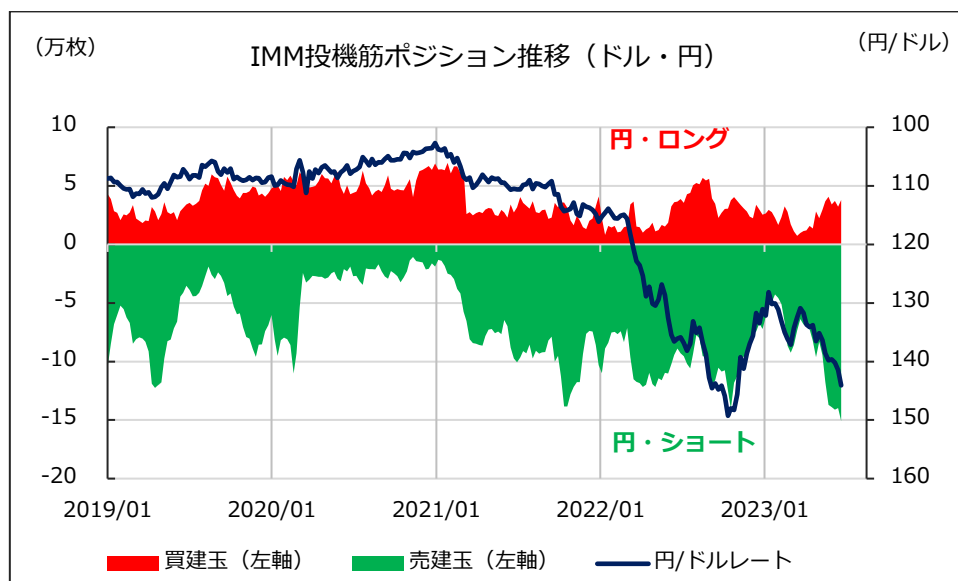
日現在の投機筋の通貨先物のポジションは、円ショートが 15 万枚と過去 5 年程度でみても最高水準にあり、一段の円ショートは難しいと思われる。また、高水準の円ショートポジションに対して足元では円ロングポジションもわずかながら増加してきた。

ユーロ圏の景気減速によるドル高再加速はリスク要因だが、米経済の減速と米長期金利のピークアウトによって、ドル円のピークアウトも近づいているのではないだろうか。

(日米実質金利差とドル円レート (週末値) の関係)



- ※ 2021 年 11 月以降のドル円レート、日米実質金利差をプロット。同期間における日米実質金利差とドル円レートの相関係数は 0.946 と極めて相関が高い。
- ※ 日米の金融政策が修正されるまでの、同相関が継続するものと思われる。



- ※ シカゴマーカンタイル取引所の国際通貨市場で取引されている通貨先物取引の投機筋のポジション。ヘッジファンドや金融機関、CTA（商品投資顧問）などの投機的なポジションをある程度把握できる。
- ※ 6月27日現在で投機筋の円ショートポジションは過去最高の15万枚まで積み上がっている。ネットの円ショートポジションでは11万枚の円売り越したが、一方、円ロングポジションも3月の7千枚をボトムに6月27日現在では3.8万枚まで増加している。投機筋は次のドル円相場の変動に備えつつあるのではないだろうか。



## ～添付資料をご覧頂くうえでの留意事項～

### 【手数料等】

- 商品等への投資には、各商品等に所定の手数料をご負担いただく場合があります。
- 例えば、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(単元未満株式を除く)のお取引の場合は約定代金に対して最大 1.265%(ただし、算出された手数料が 2,750 円に満たない場合は 2,750 円、いずれも税込)の委託手数料、外国株式取引に関しては外国株式国内委託取引の場合、現地手数料および外国株式国内委託手数料が必要となります(外国株式国内委託手数料は約定代金に対して最大 0.88%、手数料の下限 4,400 円、いずれも税込)。外国株式店頭取引の場合、購入対価のみが必要となります。また、円決済時に適用される為替レートには為替スプレッドが反映されます。適用為替レートは当社が決定した為替レートによるものとします。非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債、EB 債等)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみが必要となります。投資信託の場合は銘柄ごとに設定された「販売手数料」「信託報酬」「信託財産留保額」等の諸経費をご負担いただきます。

### 【リスク等】

- 各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)があります。
- なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下、「信用取引等」といいます)を行う場合は、信用取引等の額が当該信用取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下、「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。
- 当社では信用取引における委託保証金の額は、約定代金の 30%以上(うち 10%以上は現金)で、かつ 150 万円以上が必要です。

※上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

### 【資料について】

- この資料は情報提供のみを目的としております。従いまして、投資に関する最終判断は、ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。



商号等：第四北越証券株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第128号  
加入協会：日本証券業協会

2019年10月1日