

米短期金利が安定化、ドル安リスク補完

金利差が為替差損カバー、米金利「プラス延命」の重み

2019/11/29

米国では短期債金利が安定化しつつあり、ドル/円でのドル安リスク補完機能が復調してきた。3カ月物の「米国－日本」金利差は昨年後半からの縮小が一服となり、3カ月前比でのドル安差損をカバーできる環境となってきた。先行き不透明感は根強いものの、FRBによる来年にかけての金利据え置き長期化観測や、予防的利下げの時間差効果などによる米国経済の復調期待などが、米短期金利のプラス化延命を支援し、日本の低成長・マイナス金利継続の中での短期ドル資産滞留の重みを増大させていく。

金利差縮小とドル安「金利差帳消し」リスク一服

「日本の2019年の経常収支見通しは、中期的ファンダメンタルズと望ましい政策と概ね整合的な水準にあると評価されている。この経常収支評価に基づき、2019年の実質為替レートも、ファンダメンタルズと望ましい政策と整合的な実質為替レートの水準にあると暫定的に評価されている」――。

IMFは25日、日本経済に関する年次審査報告を取りまとめたが、円相場水準については「整合的」という見解を示している。米国では10月31日、トランプ米大統領が改めてFRBに利下げ継続を要求し、「ドイツや日本などよりも金利を下げるべき。ドル相場は米国の製造業を痛めつけている」といった不満を表明したが、IMFは国際的な客観判断として、日本の経常収支や円相場について特に問題視していない。

しかも現在はFRBが利下げを休止する一方で、短期金利の押し下げ努力が続けている中でも、米国の短期債金利は下げ渋りや安定化が見られている。ドル/円では日本の政権・日銀の意図に関係なく、ドルの下支えや下限切り上がりを支援するものだ。

米財務省証券の3カ月物金利は、昨年12月の2.48%を直近最高とした長期低下を経て、11月4日の1.50%で一旦の底入れとなってきた。11月25日には1.59%方向に上昇する場面が見られている。一方で日本の3カ月物金利はマイナス推移が続いており、週間最高金利比較での「米国－日本」3カ月物金利差は26日時点で+1.77%となっている。昨年11月の+2.6%超え以降の縮小を経て、11月8日週の+1.67%で底入れ機運が見られ始めた。

一方、ドル/円の「週間ドル安値÷13週前（3カ月前）の週間ドル高値」比較による為替変化率は、26日時点で+1.82%のドル高となっている。米日金利差の+1.77%と合算すると+3.59%となり、「金利差＋為替変化率」のトータルではドル優位となってきた。あくまで3カ月の短期スパンでは、ドル安によ

る為替差損を金利差がカバーできる環境が復調しつつある。

27日時点で週間ドル安値は108.62円前後となっているが、「+1.77%の金利差」が帳消しにされる－1.77%のドル安差損は単純試算で106.70円以下となる。最近でいえば10月4日以来のドル安値水準であり、一定の余裕とバッファが付与され始めた。

この3カ月物ベースでの「米日金利差＋為替変化率」については、5月からマイナス基調が定着。5月以降は金利差縮小に連動する形で、3カ月前比でドル安が進行し、そのドル安差損のマイナス幅を金利差がカバーできずにドル安の負の連鎖が強まってきた。しかし、11月8日週からは金利差がドル安差損を帳消しに出来る環境となり、ドル安の圧力が減退している。

一方でFRBのNY連銀は、年末に向けた資金逼迫化に備えて短期金融市場への資金供給と短期金利の押し下げ政策を持続している。12月12日の予定見直しでは、オペ運営方針の増強も焦点になってきた。米短期金利の抑制要因となるが、資金供給の強化は間接的に米国株などのリスク資産が支援され、リスク選好が円高歯止めや円安の材料となり得る。

FRB利下げ、時間差で米国の景気とドル底上げ

しかも米国の短期債金利については、FRBによる来年にかけての「政策金利据え置き長期化」観測も下げ渋りと安定化に寄与していく。FRBは明確にマイナス金利政策を否定していることもあり、米短期金利の「プラス化延命」は、日本の低成長とマイナス金利継続の中であって、短期ドル資産滞留の重みを増大させていく。

来年についてはパウエルFRB議長が25日、7月から3回に及んだ予防的利下げにより、「米国の成長見通し全般が諸問題によって著しく損なわれる事態を防止する効果が既に証明されている」と指摘した。金融緩和措置の全面的な効果は「時間の経過と共に感じられる」とタイムラグに言及しながら、「消費者や企業のセンチメントの下支えや、住宅や耐久消費財といった金利敏感セクターにおける支出の促進に既に貢献している」と自信を示している。

過去にも予防的利下げを含めたFRBの利下げは、極めて高い確率でタイムラグを経た米国経済の底上げに寄与している。今年は10月までに「6カ月間で計－0.75%の利下げ」が実施されたが、リーマン・ショック前の利下げ開始局面では2001年1月以来となるものだ。当時は米国経済の持ち直しに連動してドルも上昇となり、ドル/円は同月の安値113円か

ら約1年後となる2002年2月の135円方向まで、ドル高トレンドが形成された。

現在と似たような予防的利下げのあった1995年以降は、1996年1月に「7カ月間で計-0.75%の利下げ」で打ち止めとなった。当時のドル/円は同月安値の101円から、約1年半後となる1997年5月の127円方向までドル高モメンタムが点火されている。

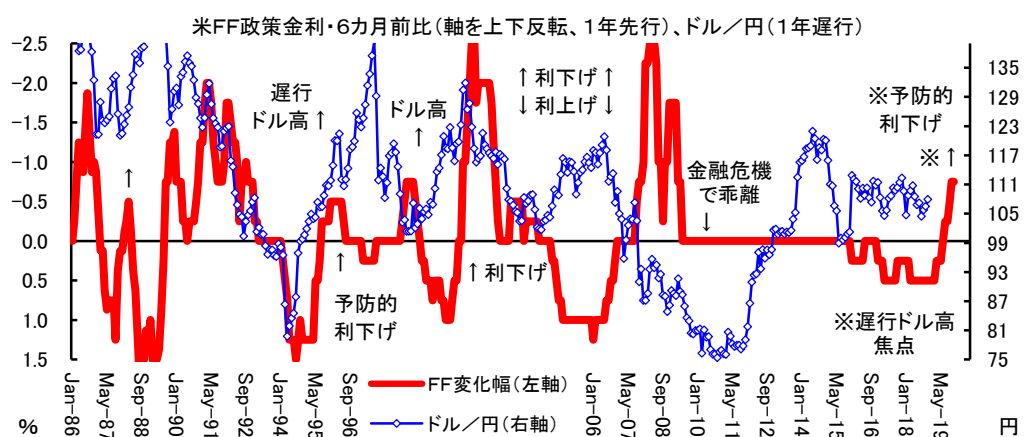
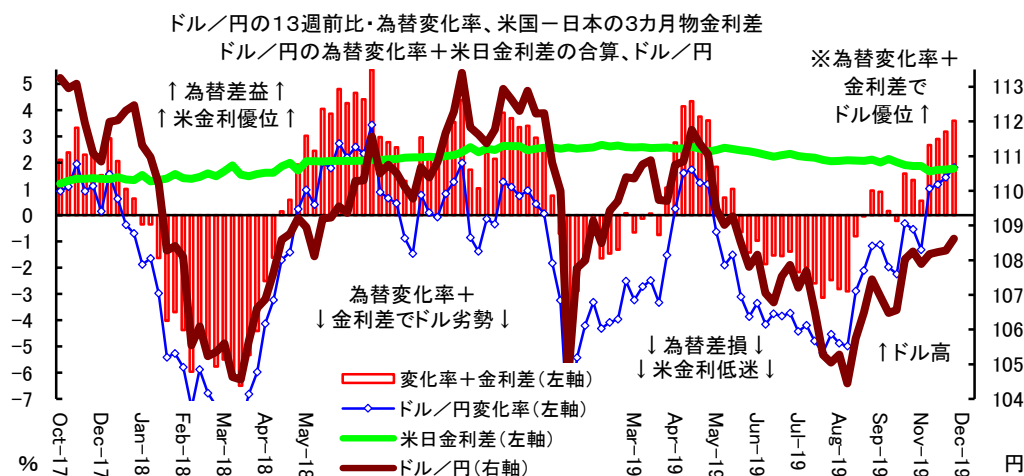
すでに米国ではパウエル議長が指摘する予防的利下げの効果が散見され始めた。26日には10月の新築住宅販売が減少となったが、9月分が大幅に上方修正され、9-10月の2カ月分では約12年ぶりの高水準となっている。2カ月合計の前年比は+30.7万戸となり、実に2005年8月の+38.1万戸以来という急増となった。2005年8月といえば、その後に良くも悪くも住宅バブルが過熱し、2007年夏にかけて米国の景気改善と株高、ドル高が持続した実績を有している。

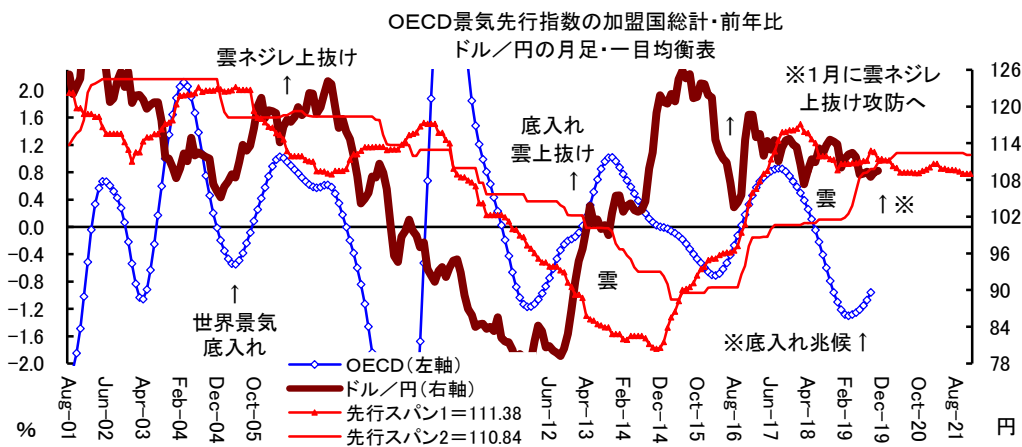
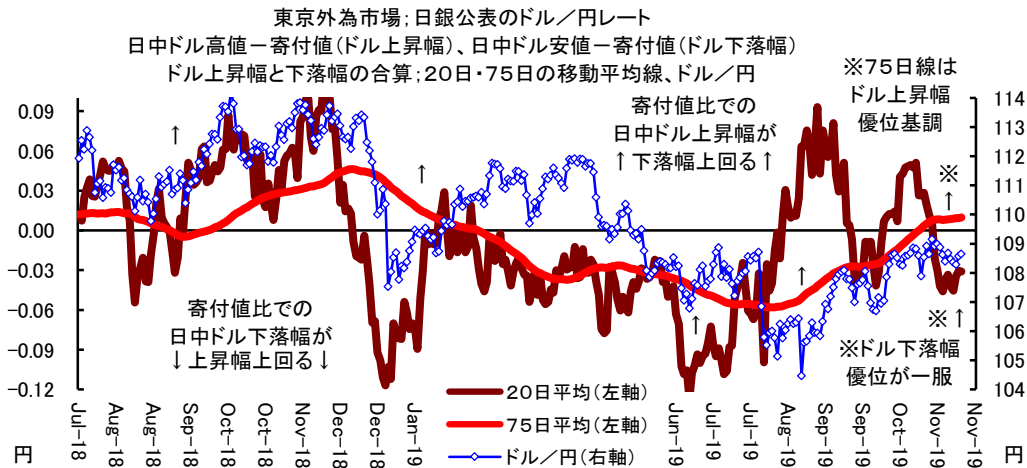
現在のドル/円は10月中旬以降、9月の日銀短観における大企業・製造業の想定為替レート108.68

円を巡る攻防が続いてきた。引き続き国内輸出企業によるドル売りなどがドルの上値を抑える一方、「ドルの売り場」が提供されてきたことでドル売り手当ての消化進捗も見られつつある。

東京市場におけるドル/円の需給動向で参考になるのが、9時・寄付以降のドル上昇幅（日中ドル高値-寄付値）とドル下落幅（日中ドル安値-寄付値）の合算比較だ。25日にはドル上昇幅+0.16円に対し、ドル下落幅は-0.08円にとどまり、+0.08円のドル上昇幅優位となってきた。22日からプラス化が目立っており、10月以降のドル下落幅優位のマイナス基調に歯止めが掛かっている。

ここに来て20日や25日の移動平均線ベースではドル上昇幅優位へと基調が転換し始めた、中期の75日移動平均線は8月から上向き化へ転じている。輸出減少などによる東京外為市場での需給的なドル安・円高圧力の減退を示すもので、過去実績としてドルの下げ幅縮小や下限切り上がりが支援されやすい。





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。