

米金利下限フロア接近、ドル安余地狭まる

利下げ織り込みで緩和手段減退、量的緩和は株高・円安に

2020/3/13

米国債市場では金利急低下の中で短中長期債が「下限フロア」のゼロ％に接近しつつあり、ドル/円ではドル安余地の狭まりが焦点となる。引き続きFRBの連続利下げ余地は残るものの、すでに政策金利FFのゼロ近傍方向への織り込みは進捗しつつあり、FRBはマイナス金利政策を否定しているとあって、日本に続く「緩和手段減退＝通貨高の圧力」が先行き意識されていく。FRBには量的緩和増強などの手段は残されているが、米国株などにはプラスとなることで、リスク選好による円安や円高抑制の要因となる。

過去ゼロ金利、2年債等が下限到達でドル底入れ

「債券や銀行預金、短期金利（で利回り）を本当に当てにしているならば、低金利は重荷だろう」――。

パウエル米FRB議長は2017年11月の就任公聴会で、当時の低金利政策に関してこのような考えを示している。その後にFRBは正常化利上げと予防的利下げなどを経たが、FRBは他の先進国比で長短金利や預金金利の一定プラス水準は死守させたままだ。

ロイター通信は昨年9月、当時のトランプ氏によるマイナス金利要求に関して、解説記事で「低金利は住宅の買い手や企業の設備投資などには追い風だが、銀行預金の多くや、譲渡性預金証書（CD、定期預金的一种）などがリターンが悪化を起し、インフレ調整後の家計貯蓄は目減りする」などと指摘。そのうえで「FRB当局者はマイナス金利について、リスクが高く政治的支持も低いことから、導入は不必要と否定している」、「パウエル議長は預金者の懸念を強く意識しているようだ」（同）と伝えている。

最近も3日にクリーブランド連銀のメスター総裁が、「米国でマイナス金利の恩恵がコストを上回るとの見方に私は懐疑的」と発言したばかりだ。今年1月にはダラス連銀のカプラン総裁が、「マイナス金利を導入した国では、それが成長に役立ったとは全く確信できない。金融（システム）に害を及ぼしたと思う」と辛らつな評価を行っている。

こうしたFRBの基本姿勢からすると、米国の短中長期債金利は2月以降の急低下にあっても、「ゼロ％の前後」が当座の下限フロアとして意識されやすい。引き続きFRBによる連続利下げと連動した一段の金利低下余地は残るものの、すでに翌日物である政策金利FFの「先行きゼロ近傍」を織り込む形で、9日には米10年債金利が0.31％前後、2年債金利が0.25％前後へと急低下してきた。為替相場のドル/円では、米債金利の低下余地の狭まりに連動する形

で、「現状からのドル安余地の狭まり」や「当座のドルの下限レベル接近」が注目されそうだ。

2008年のリーマン・ショック後にも、FRBによるFFゼロ利下げへの織り込みと、実際のゼロ金利化に連動した米2年債金利の急低下とドル安場面があった。しかし、2年債金利がFFゼロとの時間軸格差での下限フロアゾーンである0.32％へと低下してきた2011年6月以降は、ドル安ペースが鈍化。2007年の124円からの長期ドル安を経て、2011年6月から2012年11月にかけては、75―77円前後を下限としたドル下げ止まりと底練りが1年半近く定着している。

同期間中に米2年債金利は、一時的に0.14％方向への下振れがあったものの、基本的な下限は0.20％から0.25％前後という「下限フロアであるゼロ％の手前」での長期底這い化が続いた。あくまで結果論ながらも、同期間中のドル安値75―77円は「歴史的なドル買い場」となっている。

今回についても米2年債金利は、すでに3日に0.25％前後へと急低下してきた。2011―2012年時と同様、目先は金利とドル双方の下抜けオーバーシュート場面があっても、現状からの金利低下余地の限界に即したドル安余地の狭まりとドルの底値フロア形成が注目されやすい。

過去ドル安は米金利に低下余地、現在は下限接近

米10年債金利については、市場主導の形でマイナス圏に低下していく可能性はある（債券価格は一段高）。それでも米10年債金利は、すでに2日に0.31％まで低下してきた。日本の10年債金利ですら3月の現状最低は―0.19％前後であり、万一、米10年債金利が追随しても、残りは―0.5％程度の低下余地しか残されていない。その前段階として「ゼロ％の下限フロア」があり、現状段階からの米10年債金利の低下余地と、連動する形でのドル/円でのドル下落余地には制約が生まれている。

過去のドル安局面でいえば2018年10月の場合、米10年債金利の月間最高は3.26％となっていた。そこからの「潤沢な金利低下余地」が着目される形で、ドル/円は114円台から翌年1月の一時的な104円台まで―10円ものドル安が進展している。2015年6月以降のドル安も、当時の米10年債金利は2.50％まで上昇していた。そこからの金利低下の残存余地の大きさもあり、ドル/円は同月の125円台から、翌年6月の99円前後方向へのドル安モメンタムが後押しされている。

さらに言えば2007年6月以降の長期ドル安の起点

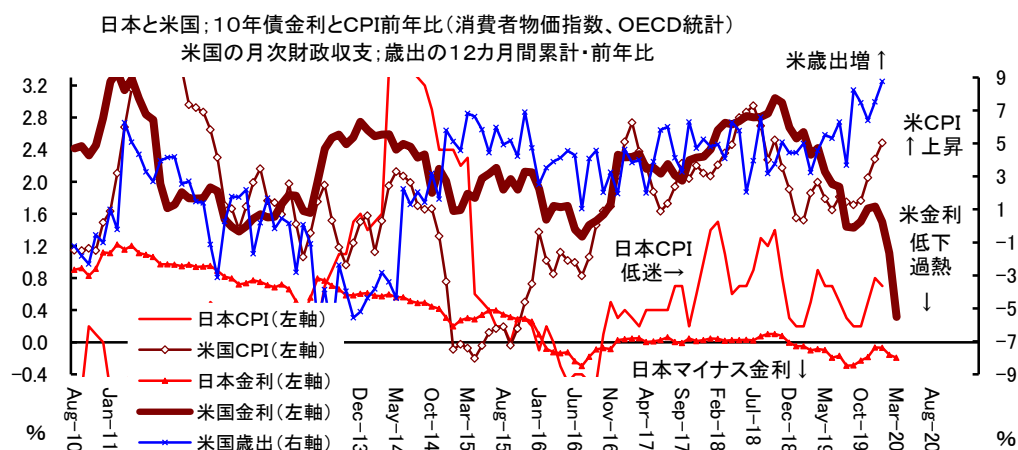
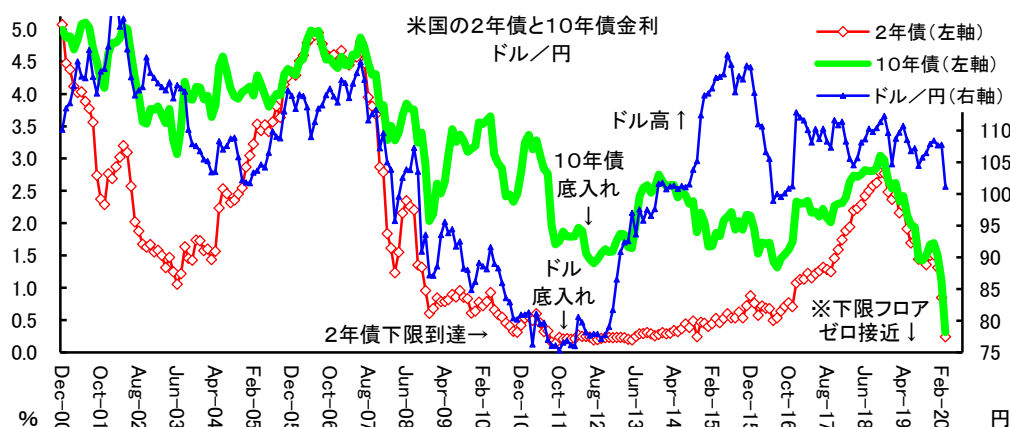
時に、米 10 年債金利は 5.32%まで上昇していた。そこからの金利低下余地の大きさが、同月の 124 円から 2011 年の 75 円方向までのドル崩落の一因となっている。ひるがえって現在は 3 日に、米 10 年債金利は 0.31%前後まで急低下してきた。現状からの当座の下限フロアであるゼロ%までの近さを勘案しても、「米金利低下とドル安の残存余地」の狭まりが注目されやすい。

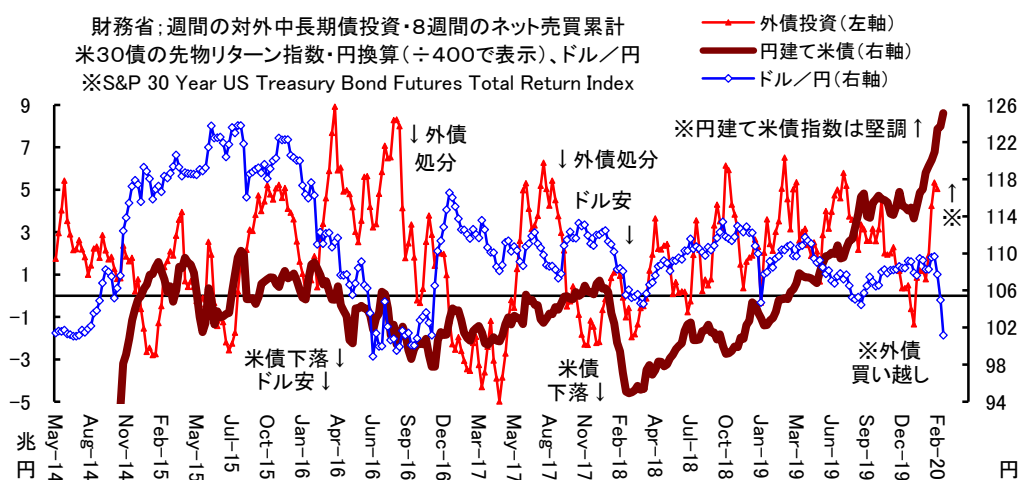
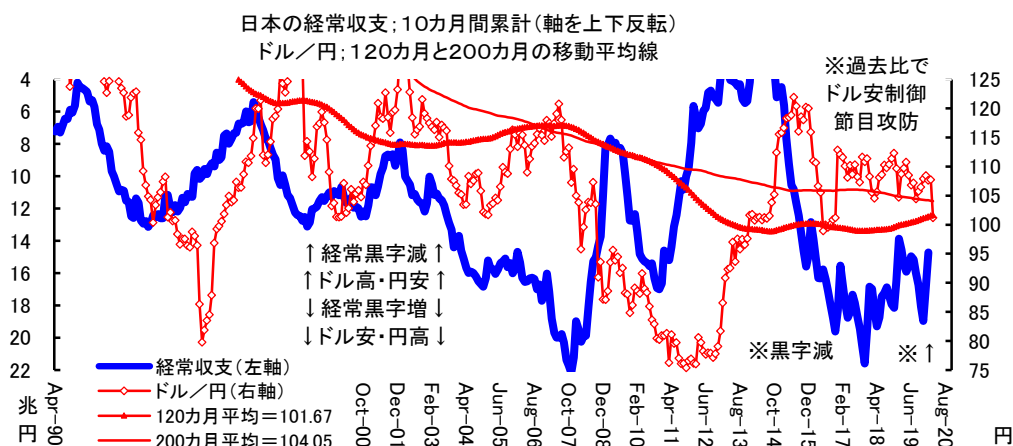
しかも FRB は FF ゼロ近傍への利下げが市場で織り込まれつつあり、マイナス金利政策を否定している以上、先行き「緩和手段の減退」が意識されていく。現在は日銀による緩和限界論が円高要因となっているが、FRB も追従した「日銀化」がドル高要因となる可能性を秘めている。すでに ECB（欧州中銀）についても、緩和手段の制約が意識され、ユーロは底堅さを増してきた。日銀は良くも悪くもゼロ%の下限フロアを下抜け突破させているが、FRB は困難であり、米金利の低下余地の限界到達が、他通貨比でのドル安抑制やドル高要因となる可能性は無視できない。

もちろん、FRB は量的緩和の再強化など、日銀に

比べれば緩和手段は多く残されている。しかし、過去実績として FRB による量的緩和の強化は、米国株など世界的な株高に寄与していく。基本的にはリスク選好による円安や、円高抑制によるドル/円のレンジ安定化が連動観測されてきた。量的緩和に関しては、日銀についても株式 ETF（上場投信）の購入枠拡大といった同調の緩和余地が残されている。

当座のドル/円は季節要因として、日本企業の年度末決算対策による海外収益の円転（リパトリエーション）や輸出企業のドル売り手当て増加などがドル安やドル上値の重さの材料となる。一方で過去の 3 月期末との比較では、1) 日本は輸出急減などで経常黒字が縮小している、2) 海外現地法人や海外の買収企業の売上が急減しており、日本に還流される利益・配当などが減少している（所得収支の黒字減）、3) 日本勢は米国債投資を急拡大させているなか、現在は米国債価格の高騰がドル安・円高による為替差損を帳消しにしている（米国債の価格面での期末損切り減退）——といった環境変化がある。現状からの過度なドル安・円高圧力の抑制要因として注視されそう。





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。