

ドル/円、短期的には金利差が騰落率カバー 緩やかながらも金利差拡大、為替差損を補完

2022/2/21 (月)

為替相場のドル/円は緩やかながらも「米国－日本」の短期金利差が米優位に拡大しており、短期的には金利差が騰落率をカバーできる環境となってきた。3 カ月スパンでは3 カ月物の米日金利差が、3 カ月前比でドル安が進んでも為替差損を補完できる流れとなりつつある。「金利差＋騰落率」の合算ではネット・プラスの基調へと転じ、ドルが下がれば買いという押し目買い安心感を付与させていく。2 年スパンでもドル/円の2 年前比騰落率を2 年債の金利差がカバーできる環境となっており、過去は最低でも1－2 年のドル高トレンドが形成されてきた。

3 カ月の米日金利差、3 カ月前比ドル安を帳消し

「ドル/円で円は2022 年末の1 ドル＝120 円に向けた今回の周期の中で、最も弱い（円安・ドル高水準）に近づいている。2023 年からは円高・ドル安が緩やかに進み、2023 年末には110 円まで行くだろう」――。

海外格付け機関フィッチ・レーティングスのチーフエコノミストは、17 日付けのレポートでこのような見通しを示した（ブルームバーグが引用紹介）。

2022 年は米国の金利上昇などでドル高・円安基調がサポートされる一方、2023 年にかけては「世界経済の減速と、2023 年4－6 月期から予想される日銀のバランスシート縮小（日銀総裁の交代時期）などで円安が円高方向に反転していく」と予測している。もっとも同氏は「日銀バランスシートの前途は大きな不確実性をはらんでいる」とするなど、先行き不透明感にも言及した。

一方、海外から2023 年のドル安・円高予想が示され始めても、「2023 年末には110 円まで行く」程度のドル安・円高レベルは、改めて長期トレンドとしてのドルの下限切り上がり、円の上限切り下がり意識させるものだ。現状段階では長期スパンでのドルの下値余地減退が意識されるほか、当座は120 円方向のドル高余地残存が注視されやすい。

その中で足元の米国債市場では、FRB の利上げ加速思惑や当座のインフレ高止まり警戒などで、短期金利が上昇している。政策金利FF（翌日物）に近い政府短期証券の3 カ月物金利は、終値ベースで昨年12 月末の0.03%から2 月15 日には0.380%方向に上昇となってきた。

かたや日本では日銀による実質的なマイナス金利政策の堅持と金利上昇の抑制策などもあり、3 カ月物金利はマイナス状態が持続している。結果、3 カ月物金利の「米国－日本」金利差は、週末終値ベースで2 月11 日週に＋0.41%となった。昨年5 月の＋

0.06%をボトムとして、緩やかながらも2020 年3 月以来の開き幅となっている。

依然として金利差の小幅状態には変わりなく、ドル/円相場や国内機関投資家の米債投資に関連した為替ヘッジ対応への影響は限定的だ。それでも2 月11 日週にドル/円は、週末終値比較で13 週（約3 カ月）前比の騰落率が＋1.74%のドル高となっている。3 カ月物金利差＋0.41%との合算では、＋2.15%のネット・プラス化となった。その前の2 月4 日週も、金利差＋0.30%で騰落率＋1.65%、合算ではネットで＋2.15%というプラス傾向が目立っている。

昨年10 月以降はドル/円が13 週前比ドル安のマイナス化（為替差損）となる週があっても、3 カ月物金利の緩やかな拡大が為替差損をカバー。「金利差＋騰落率」の合算では、ネットでのプラス基調が定着しつつある。こうした為替差損を金利差が補完できる局面では、過去実績として「ドルが下がれば買い」というドルの押し目買い安心感が付与されてきた。

金利差と為替騰落率のネット合算、プラス基調に

同時に短期金利差での米国優位方向への拡大と先行き拡大余地は、短期投機筋に対してドル・ショート（売り持ち）と円ロング（買い持ち）のポジションを継続的に保有する金利差負担を重くさせていく（キャリーコストの悪化）。短期的にはリスク回避や米指標の悪化などにより、ドル売り・円買いが進む場面があっても、持続的なドル・ショートと円ロングのポジション拡大と、トレンドとしてのドル安・円高への基調転換を阻む要因となる。

米日の3 カ月物金利差では、米ICE のLIBOR（インターコンチネンタル取引所の銀行間取引金利）でも、2 月11 日週の週末終値が＋0.527%のドル金利優位となり、2020 年5 月以来の開き幅となってきた。ドル/円の13 週（3 カ月）前比騰落率との合算は、こちらも昨年10 月からネット・プラス基調が定着しつつある。

同ベースでの「金利差＋騰落率」のネット合算は、1 年スパンのトレンド方向を示す52 週移動平均で方向角度が上向き化となってきた。

最近では2016 年9 月から上向き化が定着したが、ドル/円はドル高モメンタムが点火された。月間のドル高値では同月の104 円台から、3－4 カ月後には118 円方向にドル高が進んだほか、2018 年にかけて108－114 円を中心としたドルの安定化が長期化している。

その前に52 週線の上向き化とネット合算のプラス化基調は、2014 年、2012 年、2005 年、2000 年、

1995年などで観測されてきた。いずれもドル/円は高確率で、長期スパンでのドル高・円安トレンドが形成されている。

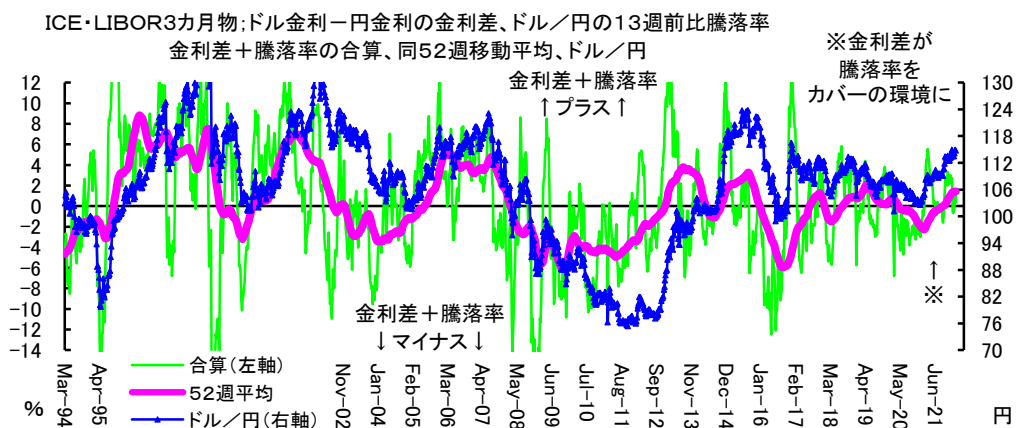
現在の米国債市場では、FF政策金利と相関性の高い2年債金利も上昇となってきた。2月10日には1.63%超え場面があり、2019年12月以来の高水準となっている。2月17日時点で米国－日本の2年債金利差は+1.48%前後の米優位と、月末値ベースでは2019年12月以来の開き幅となってきた。

同じ17日段階でドル/円の2年（24カ月）前比騰落率は、「月間ドル安値÷2年前の月間ドル高値」比較でも、+1.72%のプラスになっている（ドル高差益）。2年債の米日金利差とドル/円の2年前比騰落率のネット合算は、+3.19%のプラスとなってきた。こちらも昨年9月から、プラス基調が定着している。

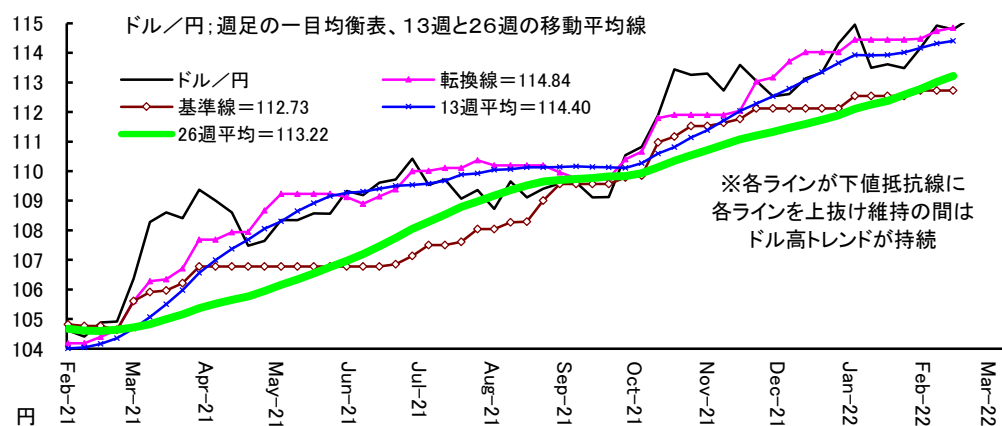
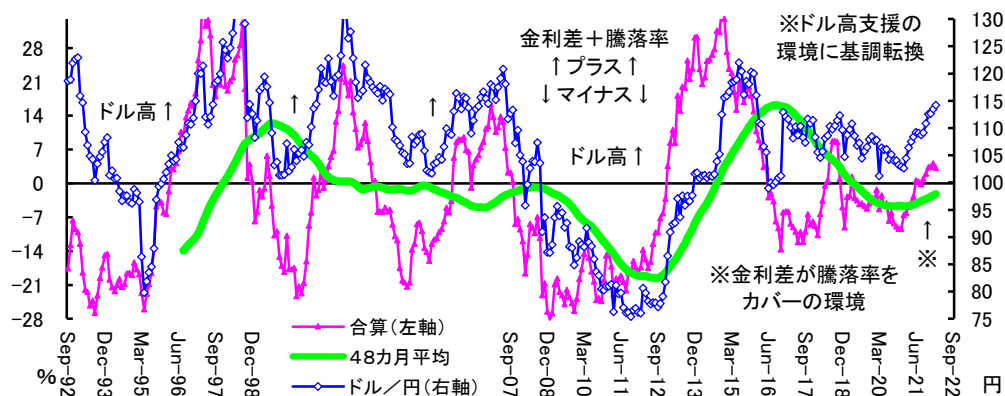
過去にこうした「金利差＋騰落率」ネット合算でのプラス基調は、2013年1月から観測された。ドル/円の月間ドル高値は、同月の91円台から29カ月後となる2015年6月の125円超えまで、+34円幅以上のドル高トレンドが形成されている。その前では

2005年10月以降に20カ月間、+7円超幅のドル高、2001年1月以降に13カ月間、+15円幅のドル高、1996年3月以降に29カ月間、+40円幅のドル高などがあり、高確率でドル高モメンタムが点火されている。

今回についても、最低1－2年前後のドル高トレンド持続が注目されやすい。こうした2年債金利での米日金利差の米優位拡大と、2年前比でのドル高・円安が同時進展した局面では、ドル高・円安の支援材料として、1) 過去2年のドル安・円高差損が帳消しにされ、ドルの戻り売り圧力が減退する、2) 米2年債金利の上昇はFF金利に先行しているケースがあり、先行きの米利上げ余地がドルを底上げさせる、3) 米日金利差での米国優位方向は、投機的なドル・ロングと円ショートのカリー（持続的な保有）妙味を高める、4) ヘッジコスト上昇等による日本勢の米国債投資での為替ヘッジ引き下げのほか、為替ヘッジ無しやヘッジ抑え目の米国債投資を後押しさせる、5) 海外勢による金利低位の円を調達・借入れする動きが広がる——といった要因もある。



2年物国債金利; 米国－日本の金利差、ドル／円の24カ月(2年)前比騰落率
金利差＋騰落率の合算、同48カ月移動平均、ドル／円



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。