

米日金利差の縮小に制約、過度なドル安制御

日銀 0.5%死守、円一段高は出口遅延に、米国は FF5%へ

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/12/23 (金)

米国－日本の 10 年債金利差は縮小に制約があり、為替相場では歴史的な円急落・ドル急騰の反動調整を超えた円高・ドル安の抑制要因として注目される。日銀は緩和修正でも当面は 10 年債金利の上限 0.5% 抑止を続けるほか、現状からの一段の円高・ドル安加速は来年の米国を始めとした世界景気の悪化懸念とあいまって、日銀による本格的な緩和出口を遅延させる。かたや米 FRB は短期政策金利 FF を来年にかけて 5% 超えに引き上げる構えで、年限見合いで米国の長期 10 年債金利は低下余地に制約がある。

政府「景気」で一部不満、日銀追加策に縛りも

「日銀による 20 日の緩和修正サプライズに対し、首相官邸の中枢周辺に出向している財務省関係者からは、初期反応として『ちょっと、ひどいな』という批判的な声が聞かれた」――。

ある官邸関係筋はこのように打ち明ける。日銀では修正決定後、黒田東彦総裁が「利上げではない」と釈明したが、財務省関係者による第一報での「実質利上げ」ヘッドラインを受けた不満反応としては、「現在は日本の景気にとって大事な時期にある」という点が一つにある。

具体的には「政府・与党として 10 月末に財政支出 39 兆円、事業規模 72 兆円という大型景気対策を決めたばかり」、「政府と財務省は現在、来年度予算案の総額を過去最大の 114 兆円台前半、新規国債発行額を 35 兆円台後半で調整している真っ只中」、「来年 2－3 月の春闘に向けて、企業による賃上げ検討が始まってきた矢先」、「来年以降にかけて、防衛費増額を含めた『増税論議』が本格化する」といった問題がある。

もちろん、日銀には独立性があるほか、日銀は政府・与党による過度な借金依存、日銀の国債購入頼み、今後の日銀による軍備費ファイナンスの押し付け（防衛費増額での国債増発と日銀購入）などに対し、牽制の意味も含めて緩和修正に動いた可能性もある。それでも今後の日銀ショック余震と円高・株安の度合い次第では、「日本企業の収益下方修正と賃上げ幅の抑制、岸田政権による資産所得倍增計画（貯蓄から投資）の出鼻失速につながる」（前出官邸筋）リスクは無視できない。

結果、官邸や与党サイドからは、来年 4 月の日銀総裁人事について「20 日の緩和修正でも、黒田緩和路線の継続に安心感のある雨宮正佳副総裁の総裁昇格論が高まり、新体制を契機とした一段の緩和修正や出口移行に遅延の圧力が掛かる」（同）可能性もあるという。これまでは中曽宏前副総裁が総裁就任の

場合、緩和の転換と出口のイメージが高まると言われてきた。しかし、「20 日の現体制での緩和修正により、政府・与党や日銀の OB・現役の内部にある『中曽新総裁で政策転換を』という待望論は口実を失う」（同）可能性もあるという。

何より日銀の追加修正や出口の思惑などにより、現状から一段の株安と円高が深刻化すると、来年の米国を始めとした世界景気の悪化リスクなどとあいまって、日銀の緩和出口は遅延へと跳ね返るリスクもある。

こうした先行きの問題以前として、現状段階で「米国－日本」の 10 年債金利差は縮小の制約が注目されそうだ。今年の為替相場は 10 月までの歴史的な円急落・ドル急騰が加速されたが、その反動調整を超えた円高・ドル安の抑制要因となり得る。

12 月 20 日時点の米日 10 年債金利差は、「米国の月間最低－日本の月間最高」が +2.96% の米国優位となった。20 日の日銀緩和修正もあり、11 月の +3.32% を直近最大として米国優位が減退している。ドル/円では、20 日にかけてのドル安・円高の一因となっている。

ドル安・円高のエネルギー放散、材料の消化進捗

一方で日銀は 20 日の緩和修正後、今後は 10 年債金利の上限を 0.5% で抑止する構えだ。20 日の日本の 10 年債金利は日中最高が 0.44% にまで上昇したが、日銀目標の 0.5% までは「残り 0.06%」と早くも金利上昇余地が狭まっている。連動する形で円高・ドル安は、先行き円高余地の狭まりが注視されやすい。

最近では日本の 10 年債金利の月間最高が、6 月に前月比「+0.06% 幅」の上昇となっていた。同月のドル/円の月間ドル安値は 128.47 円前後であり、前月のドル安値 126.36 円前後から小幅にドル高・円安が進展している。0.06% 幅の円金利上昇による円高の度合いは限定的となっていた。

それでも現在のドル/円は、先行きの日銀緩和出口や米 FRB の利上げ休止と利下げなどを「前のめり織り込み」する形で、ドル安・円高が加速されている。10 月の 151 円超えというドル急騰の倍返し反動も影響しているとはいえ、12 月 20 日時点で「月間ドル安値－前月の月間ドル高値」の前月比変化幅は－18.3 円幅もの調整ドル安が進捗してきた。

過去にはリーマン・ショック直後の 2008 年 10 月が、ちょうど前月比－18.3 円幅の短期ドル急落となっている。日米貿易摩擦などにより、1 ドル＝80 円割れへとドル安が加速した 1995 年 4 月も前月比－

17.1 円幅と同程度のドル急落幅となっていた。その点で足元では、先行きのドル安・円高材料を一気に消化する動きも見られている。過去はリーマン・ショック後のようなドル安持続がある一方、ドル安ペースの鈍化やドル反発につながるドル安エネルギーの放散進展が目立ってきた。

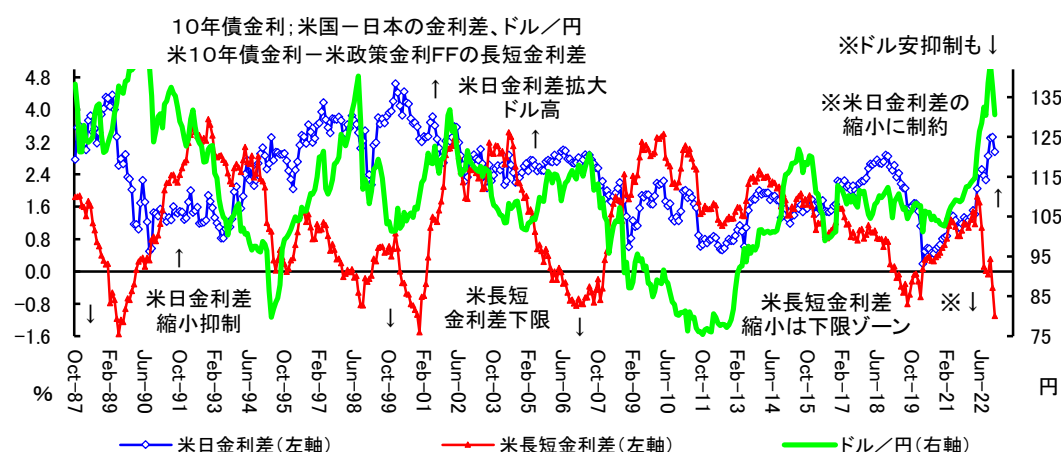
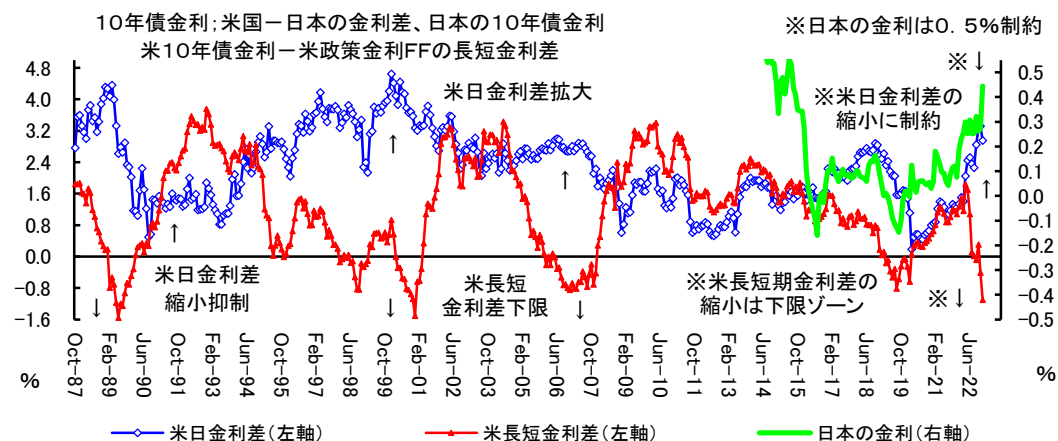
また、20 日時点で「月間ドル安値－3 カ月前の月間ドル高値」の 3 カ月前比変化幅は、－15.3 円幅のドル安となっている。こちらも過去下限ゾーンである 2016 年 5 月の－15.9 円幅、2008 年 3 月の－18.9 円幅、2002 年 7 月の－18.3 円幅、1999 年 9 月の－19.4 円幅といった調整ドル安時の最大値幅に接近しつつある。

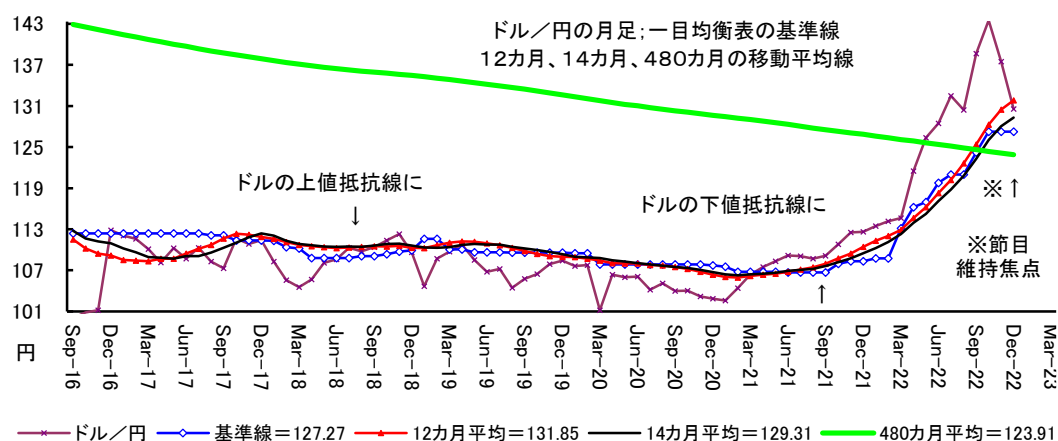
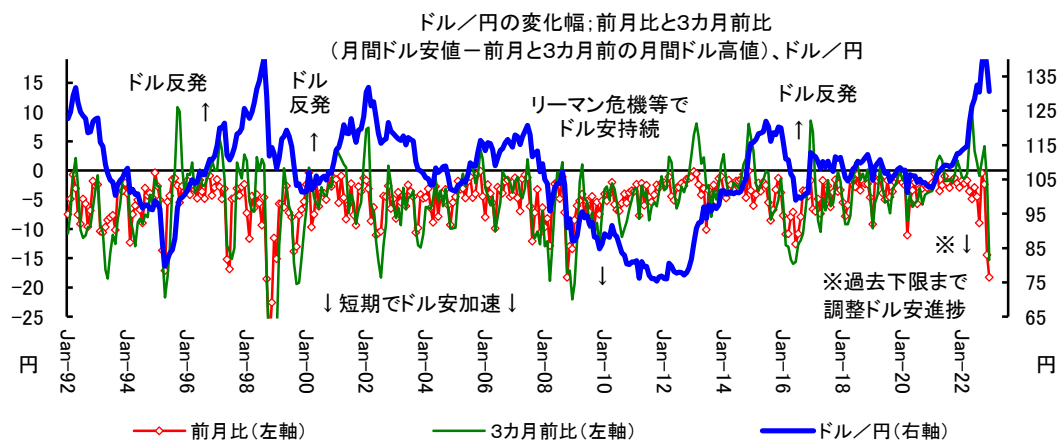
もちろん、過去には 1998 年の 147 円超えというドル高加速の反動として、前月比－29 円幅、3 カ月前比－33 円幅といったドル安オーバーシュート例も見られていた。今回も一段のドル安波乱は注視されるが、過去の「短期ドル急落の調整値幅」という点では先行きの複合材料の織り込み消化が示唆されている。

米国－日本の金利差でいえば、米国では FRB が来年にかけて短期政策金利 FF（翌日物）を 5% 超えまで引き上げる構えだ。最新 12 月 FOMC での委員メンバー予測は、「来年末 5.1%」となっている。過去実績として 10 年債金利は年限見合いや理論値などで、FF 金利からの下振れ乖離には一定の制約がある。

12 月に米 10 年債金利は月間最低が 3.40% 前後となり、14 日の FF 金利 4.50% 利上げとの比較（10 年債－FF）が、－1.10% という 10 年債の逆転・下振れとなっている。一方で過去 40 年における同金利差の縮小幅（逆転幅）最低は、2000 年の－1.51% 前後、1989 年の－1.55% 前後、1982 年の－1.41% などとなってきた。当座は下振れオーバーシュートの余地をはらみつつも、現状では FF4.5% から－1.5% の 3% 前後、来年 FF5% でいえば－1.5% の 3.5% 前後が米 10 年債金利の下限ゾーンとして注視されやすい。

かたや日本では当面、日銀が 10 年債金利の上限を 0.5% で抑え込む。米国－日本の 10 年債金利差については、現状からの縮小に制約が意識されそうだ。





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。