

米国－日本の実質金利差、米国が再優位へ ドル安・円高の抑制や株価の日本優位を裏付け

2023/5/15 (月)

米国－日本の実質金利差は米国が再優位となっており、4月以降のドル安・円高抑制や日米株価の日本優位を裏付けるものとなっている。実質金利は名目金利－物価変動率（期待インフレ率）で算出されるが、当座の米国は「金利高止まり＞物価5%前後からの反動下落余地の大きさ」が実質金利の上昇余地となる一方、日本は「金利低位抑制＜物価3%前後からの下落余地の相対限定」が実質金利の上昇度合いを抑えていく。中銀の金融政策も現状段階で米FRBは実質金利の高め維持、日銀は押し下げ維持の姿勢を明示している。

金利は米国高止まりで日本低位回帰、物価は下落

「今年のドル/円のパフォーマンスは、日銀の政策期待よりも米国の実質金利が大きな原動力になる」、「現在の市場環境では、日銀によるタカ派的（引き締め方向）な政策転換でも、ドル/円でドルが大きく下落する可能性は低い」（今年2月）、「現在のドル/円は、日米の10年実質スワップ金利差と密接に連動している。米FRBがハト派的（緩和方向）に転じ、米実質金利の上昇が緩和しない限り、ドル/円にはもう少しドル高の余地がある」（3月）。

米金融大手ゴールドマン・サックスの為替ストラテジストらは年初以降、顧客向けレポートでこのような分析を示してきた（ブルームバーグが引用で紹介）。あくまで結果論ながらも5月上旬段階では実質金利差面での米国優位持続も一因となり、ドル安・円高が抑制されている。

今年の年初以降は日銀の緩和修正やFRBの利上げ停止と利下げといった各思惑などにより、ドル安・円高の圧力が高まる場面があった。しかし、ドル/円の月間ドル安値は1月が127円、2月が128円、3月が129円、4月が130円で推移し、緩やかながらもドルの下限切り上がり軌道が形成されている。

その中で米国－日本の実質10年債金利差は、足元で小幅ながらも米国が再優位となってきた。改めて4月以降のドル安・円高の抑制や、日米株の相対比較での日本株優位を裏付けるものとなっている。引き続き実質金利差面での日本の低さは緩やかな円安を支援するほか、日本株には資金調達や設備投資、企業業績などでプラス効果をもたらす（実質金利の上昇は株安、低下は株高の要因）。

単純に「名目金利－CPI 前年比（消費者物価指数の総合）」でいえば、米国は4月に10年債金利の月末値が3.4%、CPIが+4.9%となり、参考の実質金利は-1.5%となった。依然マイナス圏にあるものの、昨年3月の-6.2%をボトムに上昇基調が続いてい

る。

かたや日本は10年債金利の4月末値が0.4%となり、昨年12月の日銀緩和修正以降の0.58%方向といった金利急上昇から低位抑制へと回帰してきた。同じ4月の最新物価では東京都都区部のCPI総合が、前年比+3.5%となっている。参考の実質金利は-3.1%となり、2-3月の-2.9%という下げ渋りから再低下となっている。

結果、4月に米－日の実質金利差は、+1.6%の米国優位となった。1月の+1.0%から2月の+0.8%という金利差縮小を経て、米国優位方向への拡大が再燃となっている。最近では2019年6月以来の米国優位幅となってきた。過去1990年代以降の長期実績として、同金利差はドル/円と密接な相関性を有している。その点で実質金利差での米国優位の持続は、ドル/円でのドル安抑制や緩やかなドル下限切り上がりを担保する要因として注目されそうだ。

BEIは米国低下で日本上昇、日本の実質金利低下

しかも当座の米国は「金利高止まり＞物価5%前後からの反動下落余地の大きさ」が、実質金利の上昇余地となっていく。かたや日本は目先「金利低位抑制＜物価3%前後からの下落余地の相対限定」が意識され、実質金利の上昇度合いを抑える。先行きFRBと日銀の実質金利に対する姿勢変化が見えてくるまでは、こうした逆ベクトルと米国優位・日本劣勢の基調が維持延命されやすい。

中銀の金融政策も現状段階で、FRBはインフレ完全鎮圧に向けて実質金利の高め維持姿勢を保ったまま。最近では4月に米クリーブランド地区連銀のメスター総裁が、「インフレ率を2%に持続的に低下させる軌道に乗せ、インフレ期待を抑制するため、金融政策は今年、制限的な領域にさらに進む」、「政策金利FFは5%を超え、実質FF金利はしばらくプラス圏にとどまる」と述べた。

かたや日銀では植田和男新総裁が4月28日、就任後初となる政策会合で長期金利抑制策（YCC）の維持を決めた。その理由として「インフレ率の基調が上がってくると、インフレ期待も上がってくる」、「その中で名目金利を抑えていることが、名目金利－インフレ期待の実質金利を下げる効果を持つ」、「日本では依然として（円安・資源高要因などを除いた）基調的インフレ率が非常に低く、実質金利の押し下げ持続により、経済の緩和効果を高めることが必要」という説明を行っていた。

FRBに関しては今年2月、FOMCの政策決定で影響力のあるウィリアムズ米NY連銀総裁が、「インフレ

率は依然として高過ぎる」と述べる一方、「インフレ率が低下する来年 2024 年の見通し」に言及しながら、「利下げをしなければある時点でインフレ調整後の実質金利が上昇を続け(=金利止まりで物価は低下)、金融政策はさらに制限的(引き締めの)になる」と指摘していた。

こうした FRB 幹部による実質金利の考え方を見る限り、米国では当面、利上げ停止でもインフレ率との見合いでの金利の高位維持、利下げの後ズレによる金利高止まり長期化、同時進行での記録的なインフレ上昇の反動低下が、相互作用の形で実質金利の「上昇幅拡大」と「上昇期間の長期化」につながっていく(名目金利の上昇・高止まり余地-インフレの低下余地)。

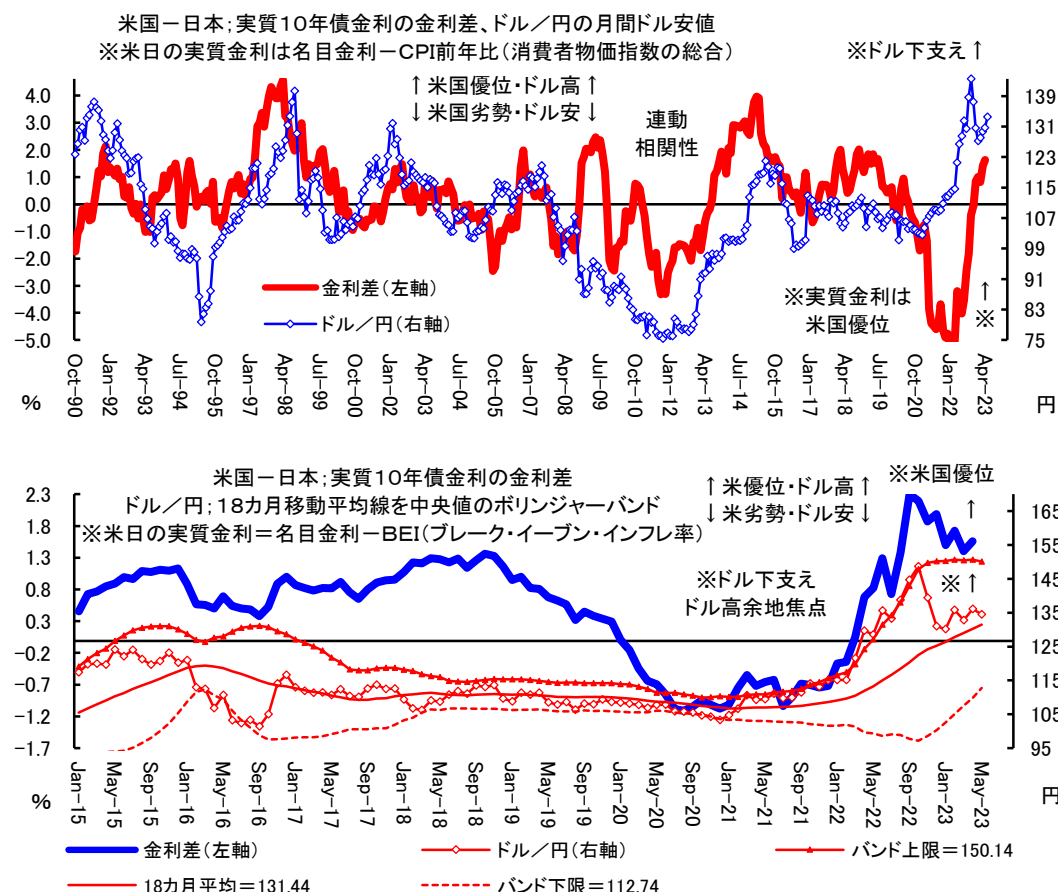
なお、直近の債券市場で期待インフレ率を示すブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)は、10年物で米国が11日に2.18%となった。米国内での物価下落や原油・ガソリンなどの資源下落、金融不安などもあり、週末ベースでは3月3日週の2.52%を直近最高として低下となっている。

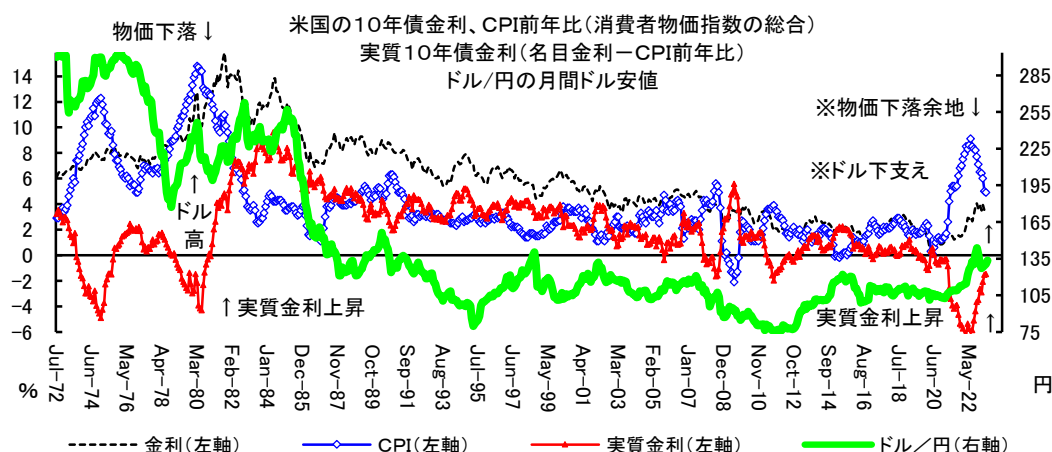
一方で米国の名目10年債金利は、4月から3.2-

3.6%前後での横這いが定着してきた。昨年までの急上昇は一服ながら、米雇用統計などの底堅さや、FRB金融政策の「利上げ停止でも当面は金利の高位維持」思惑もあり、2011年以来の高水準での高止まりとなっている。結果11日の終値ベースで「名目金利-BEI」による参考の実質金利は+1.21%となった。4月7日週の+1.17%を直近最低として、切り上がりとなっている。

かたや日本の BEI は、コロナ分類の引き下げや4月からの賃上げ影響の顕在化、株高効果などもあり、緩やかな上昇となっている。一方で日本の名目10年債金利は低位で安定化してきたため、11日に「名目金利-BEI」は-0.42%とマイナス化が維持された。週末値では4月7日の-0.17%から再低下となっている。

結果、同ベースによる米-日の実質金利差は、11日に+1.62%の米国優位となった。4月7日週の+1.30%を直近最少として、金利差は再拡大へと転じている。こうしたベースでの実質金利差拡大もまた、ドル安・円高の抑制や日米株の相对比较での日本株優位を支援していく。





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。