

米債金利の変動幅縮小、円安・株高を後押し 米日金利差拡大維持、金利は米国高位・日本低位で安定化

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/5/26 (金)

米国債金利は変動幅が縮小しており、日本市場では円安・ドル高と株高が後押しされやすい。米 FRB の急激な利上げは一服となっているほか、今後は利上げ継続・様子見入り・利下げ転換に不透明感が強く、米債金利は高止まりで横這い化となってきた。米国－日本の金利差は一定の開きが維持される一方、米金利の安定化は各種市場の変動率を抑制させるため、金利差が重みを増す形で円安・ドル高を支える。同時に米金利の現状水準での高位安定化は、日本の金利も現状での低位安定化につながり、日本株にはプラスとなる。

米 10 年債金利の月間変動幅、12 カ月平均で縮小

米国の最新 5 月指標であるフィラデルフィア連銀製造業景況指数では、インフレ動向を示す「仕入価格」が 10.9 となり、前月の 8.2 から上昇した。昨年 12 月の 36.3 などから比べると低下しているが、資源相場などの下落でも下げ渋りとなっている。さらに 6 カ月先予想では「販売価格」が 24.1 と、前月の 11.2 から上昇。3 月の 7.8 を直近最低として、昨年 12 月以来の高水準に再上昇となってきた。

こうした米国のインフレ動向の読みにくさもあり、米国債金利は「小幅な上昇ながらも上昇度合いは抑制」という安定化となってきた。5 月の月間変動幅（月間の最高金利－最低金利）は、23 日時点で 0.46% 前後となり、3 月の 0.81% や昨年 9 月の 0.84% などと比べると縮小している。

月間変動幅の 12 カ月移動平均では、トレンドを示す 12 カ月移動平均の方向角度が 3 月から下向き化へと転換してきた（変動幅の縮小基調入りを示唆）。2021 年 5 月前後からの変動幅拡大と不安定化の流れが一服となっている。過去実績として米 10 年債金利が変動幅縮小と安定化に向かう一方、米国－日本の 10 年債金利差が現在のように 3% 前後の米国優位にある状況では、為替相場でドル高・円安の基調が支援されやすい。

背景としては、1) 米国債金利の変動幅縮小は各種市場の変動率（ボラティリティー）を抑制させ、米国－日本の金利差が重みを増す、2) 市場安定化は、低金利の円調達によるキャリー取引に好環境となる（円安要因、円ショート・ポジションの持続的な保有妙味など）、3) 米日金利差が拡大した状態での市場安定化は、ドル安・円高による為替差損の度合いを抑制させ、為替差損に見舞われても金利差でカバーできる環境を醸成させる、4) 米金利の高止まり持続は、投機的なドルショート（ドルの売り持ち）ポジションを継続的に保有・拡大させるコスト負担を

重くさせる——といった要因がある。

過去に金利差 3% 超え前後で、米 10 年債金利の変動幅が縮小（安定化）した局面でドル/円は、2006－2007 年に 109 円から 124 円超え方向、2000－2002 年に 101 円から 135 円超え方向、1995－1996 年に 79 円から 111 円超え方向へとドル高・円安が進展した実績を有している。

同時に米国債金利が現状水準での「高位安定化」が続くと、米債金利の影響を受ける日本の国債金利も現状水準での「低位安定化」につながりやすい。日本株にとっては、国内の低金利持続や、低金利との見合いでの株価の割高抑制、ドル高・円安の支援効果などがプラス材料となる。

すでに足元では米 10 年債金利の月間変動幅が 12 カ月移動平均で縮小基調に移行してきた前後から、日経平均株価は上昇モメンタムが点火されてきた。過去には 2020 年 5 月前後から観測され、日経平均はそこから約 16 カ月後まで株高ラリーが連動観測されている。その前でも 2015 年以降や 2012 年以降、2009 年以降、2003 年以降などで、時間差ケースを含めた日本株の支援効果が見られている。

FF に先行の米 2 年債金利、利下げサインは尚早

おりしもドルの先行きに関しては 23 日、米金融大手ゴールドマン・サックスのアナリストが顧客向けレポートで、「短期的には、市場が織り込んでいる水準よりドルが強含む余地がさらにある」と指摘した。今年の全体を通して、「ドル安は一般的な見方より抑えられる」という見通しを示している（ブルームバーグが引用で紹介）。

根拠としては、米国の信用状況は当初懸念されたほど引き締まっていないこと、欧州と中国の経済活動は今年の比較的早い時期に広がった強い期待に反する状況、といった点を挙げている。

このうち米国の信用収縮懸念については、3 月以降の銀行不安でも、直近の米国指標を見ると、「5 月の PMI 総合指数は、昨年 4 月以来の高水準に上昇。サービス分野の堅調さが牽引」、「4 月の新築住宅販売は昨年 3 月以来の高水準に増加。販売価格の下落などで需要が回復」、「4 月の米製造業生産指数は上昇。（半導体不足の緩和などにより）自動車が 2021 年 10 月以来の大幅な伸び」といった打たれ強さが目立っている。

ただし、信用収縮の影響のほか、昨年からの FRB による連続利上げについては、先行きタイムラグを経て景気冷却を促す可能性は消えていない。そのため FRB の政策金利 FF（翌日物）については、6 月以

降に利上げ継続か、利上げ停止で様子見入りか、その後利下げ転換となるか、不透明感が漂っている。

結果、米国債市場ではFF金利と相関性の高い2年債金利が、小幅上昇ながらも横這い安定化となってきた。それでも2年債金利の水準自体は4.0%から4.4%前後で高止まりとなっており、為替相場ではドル高・円安を支援している。同時に円安と米2年債金利の安定化は、日本株にプラスの材料となってきた。

米2年債金利の3カ月前比変動幅（月間最高－3カ月前の月間最低）は、5月が23日時点で0.37%前後となっている。3月の0.95%や昨年6月の2.19%などからは縮小となり、安定化となってきた。一方で過去実績として2年債金利の変動形状は、政策金利FFの動向を先回りで織り込み、先取りするケースが見られてきた。

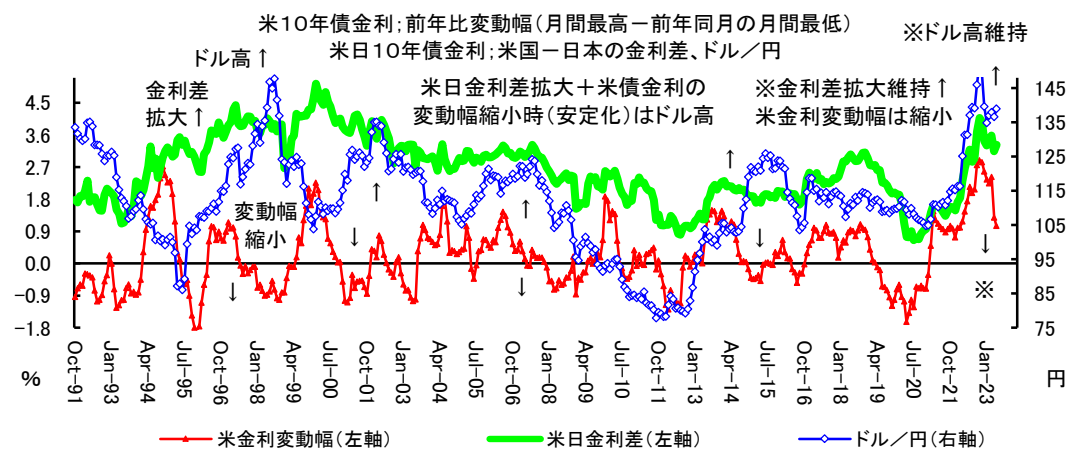
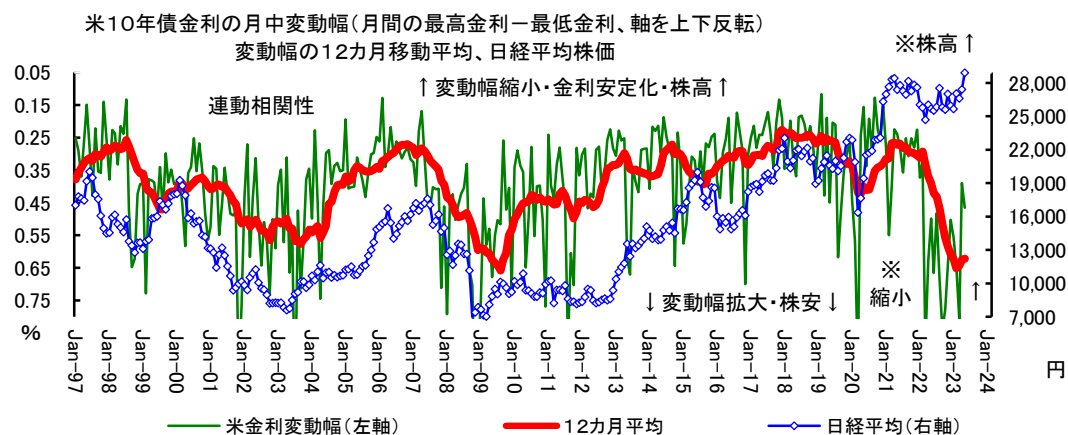
前回、FRBが利上げ局面から停止のあと、利下げに転換したのは2019年7月となっている。2年債金利の3カ月前比は、「6カ月前」にマイナス方向へ低下となる下振れが先行観測されていた。その前の利下げ転換は、2007年9月からであった。当時は一時的ながらも、「11カ月前」にマイナス方向の下振れサインが見られている。2002年11月からの利下げ

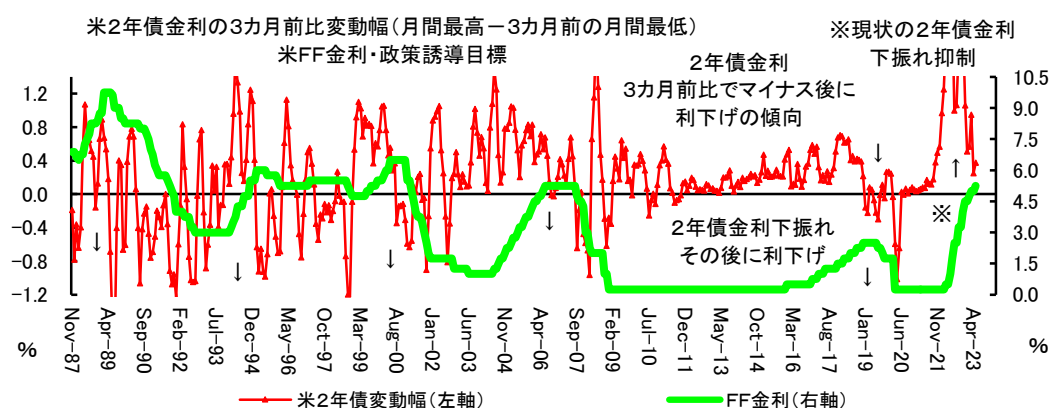
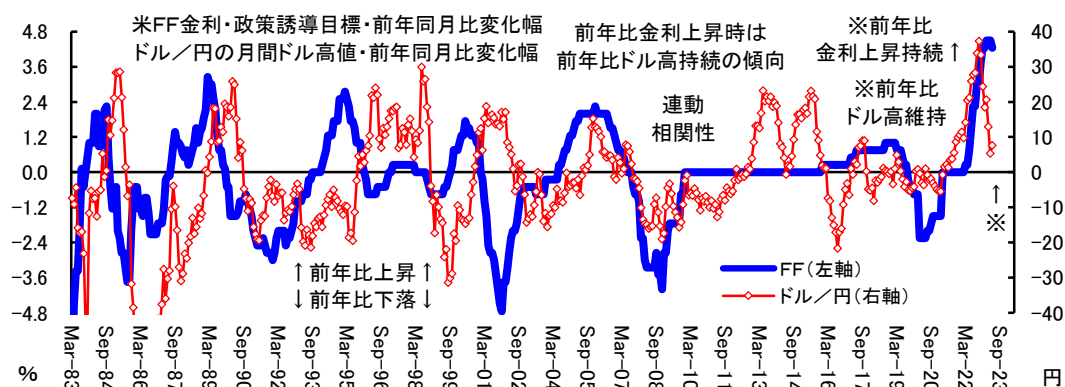
では、「4カ月前」からマイナス化の先行低下に移行していた。

その点、現在は5月時点で+0.37%であり、「年後半の利下げシグナル」はまだ点灯していない。最近ではFRB幹部からも市場の利下げ期待の火消しが目立ち、「利下げを議論するのは時期尚早」（16日、シカゴ連銀のグールズビー総裁）、「2024年に入ってしばらくするまで、我々が実際に利下げを検討することはない」（15日、アトランタ連銀のボスティック総裁）といった発言が相次いでいる。

そうなるとFF金利は6月以降に利上げ停止となっても、年内は高止まりの現状維持が続く。FFは当面「前年同月比での上昇」というプラス基調の継続が見込まれる。過去1980年代以降の長期実績として、FF金利の前年比プラス局面が続く限り、ドル/円は高確率で「前年同月比ドル高」が連動観測されてきた。

その点、今後のドル/円の水準メドで参考になる昨年6－12月の推移は、月間ドル高値が137－151円、月間安値が128－143円となっていた。これから年末に向けては、こうしたレベルの前後がドルの高値や安値のメドとして注目されそうだ。





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。