

金利差「米国優位」再開、根強いドル高・円安に 金利差がドル安差損カバーに回帰、日銀修正も一旦織り込み

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/2/21 (水)

米日の金利差は米国優位が再開となっており、為替相場では根強いドル高・円安が支援されやすい。2年債、10年債の「米国－日本」金利差は週末値比較の9週移動平均ベースで、昨年11月以来の上向き化という米国優位のトレンドに回帰してきた。最近では3－6カ月前後のドル高持続という実績を有している。3カ月物の米日金利差でも昨年11月以降の金利差縮小とドル安の圧力が一服となり、3カ月前比でドル安差損が進展しても金利差でカバーできる環境が修復されつつある。

米国－日本の金利差、昨年11月以降の縮小一服

「現状の為替取引での円買いによる円ロング・ポジションには、(内外金利差の海外高位と日本低位による) ネガティブキャリーというコストを伴う。そのコストはドルに対してとりわけ大きく、1日当たり2ベーシスポイント (bp、1bp=0.01%) 余りにもなる」、「スポット取引での脆弱性とネガティブキャリーを踏まえれば、今後の日銀政策転換のかなり前から円のロングに加わるインセンティブは殆どない」――。

ブルームバーグの記者は1月23日、当時の日銀緩和修正思惑などによる円高の動きに対し、このようなコラム記事で疑問を呈していた。

続いて直近の2月19日に同社は、「アセットマネジャーが円売り拡大、日本株が最高値接近のなか円安警戒」と指摘。海外勢による日本株投資もあって日本の株高が加速されるなか、「海外勢は円安による日本株の為替差損リスクを警戒している」、「その為替ヘッジもあり(先物での円ショート・ポジション拡大など)、円に対する弱気ポジションが過去1年以上で最大規模に膨らんできた」といった分析を行っている。

日本株の為替ヘッジ目的を含めた円売り増加は内外金利差の拡大が寄与しており、「円安リスクに対する3カ月物のヘッジコストはマイナス5.6%」(同)といった状況にある。結果「円相場が大きく上昇しない限り、投資家は円売りポジションを持つことで利益を得ることができる」(同)といった見方を示している。

目先はこうした先物での円ショート・ポジション(売り持ち)積み上がり過熱もあり、円買い戻しと円高のリスクも注視され始めた。一方で金利差については足元で、「米国－日本」での米国優位が再開となっている。為替ドル/円では短期的な円ショート整理等による円高・ドル安を挟みながらも、根強いドル高・円安のトレンド継続が注目されやすい。

米国－日本の2年債金利差でいえば、週末値比較で前週末2月16日に+4.50%の米国優位となった。最近では昨年9月の+5.08%が米国優位の直近最大となり、先行きの米FRB利下げ観測や日銀の緩和修正思惑などにより、金利差は縮小となってきた。連動してドル安・円高の圧力が高まってきた経緯がある。

しかし、1月12日週の+4.13%を直近最少として、金利差は再拡大となってきた。背景としてはFRBの利下げ時期遅延や合計利下げ幅の縮小といった各観測のほか、日銀による3－4月のマイナス金利解除「織り込み」進展、その後についての日銀幹部による「緩和的な環境継続」メッセージなどが影響している。

3カ月金利差で米優位、3カ月前比ドル安カバー

米国－日本の10年債金利差も、11月以降の縮小傾向が一服となり、2年債、10年債の金利差ともに、トレンドを示す9週移動平均は方向角度が上向きに転換し始めた。金利差拡大へのトレンド回帰が示唆されており、最近では3－6カ月前後のドル高・円安モメンタムが連動点火されている。

具体的には昨年5月から11月上旬にかけての約6カ月間、133円から151円方向へのドル高(+18円幅)、2022年8月から10月にかけての約3カ月間、132円から151円方向へのドル高(+19円幅)、2022年1月から4月にかけての約4カ月間、114円から131円方向へのドル高(+16円幅)といった連動パターンが繰り返されてきた。

足元では米日の3カ月物金利差でも、昨年11月以降の金利差縮小とドル安の圧力が一服となってきた。3カ月前比でドル安差損が進展しても、金利差でカバーできる環境が修復されつつある。

直近の2月16日週でいえば、ドル/円の週間ドル安値は13週(約3カ月)前の週間ドル高値比で－1.96%のドル安差損となった。一方で週末値比較での政府短期証券・3カ月物金利差は、1月12日週の+5.36%を直近最少として、2月16日週には+5.47%と米国優位が再開となっている。

結果、金利差がドル安差損をカバー出来る環境となり、「金利差+ドル騰落率」の合計は+3.50%のプラス成績となった。最近では昨年10月末の+10.88%が最高となり、金利差縮小とドル下落もあって成績が悪化。昨年12月末には－0.95%のマイナス成績となるなど、連動する形でドル安の圧力が高まってきた。

しかし直近は+3.50%となり、昨年12月上旬以来

のプラス成績を回復している。トレンドを示す9週移動平均は昨年11月以来の上向き化となっており、当座はプラス成績の回復がドル買いを支援し、ドル高がプラス成績を一段と改善させるという相互連鎖入りが注目されやすい。

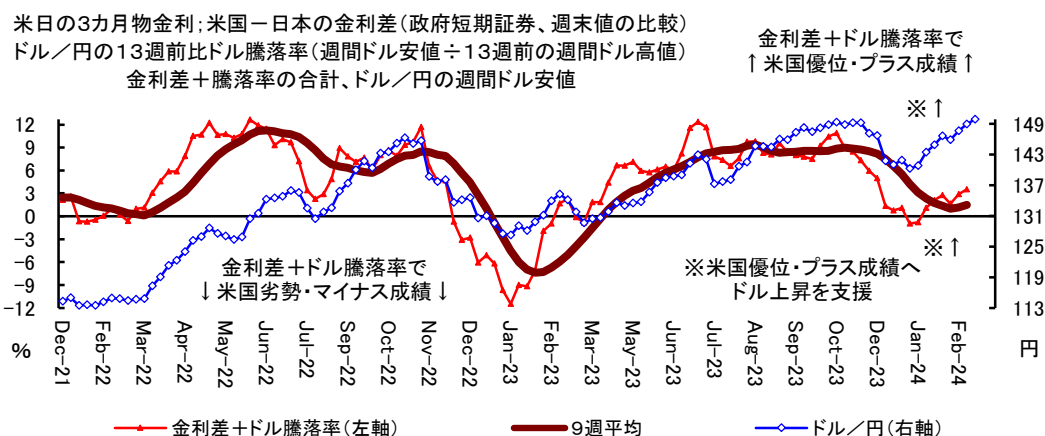
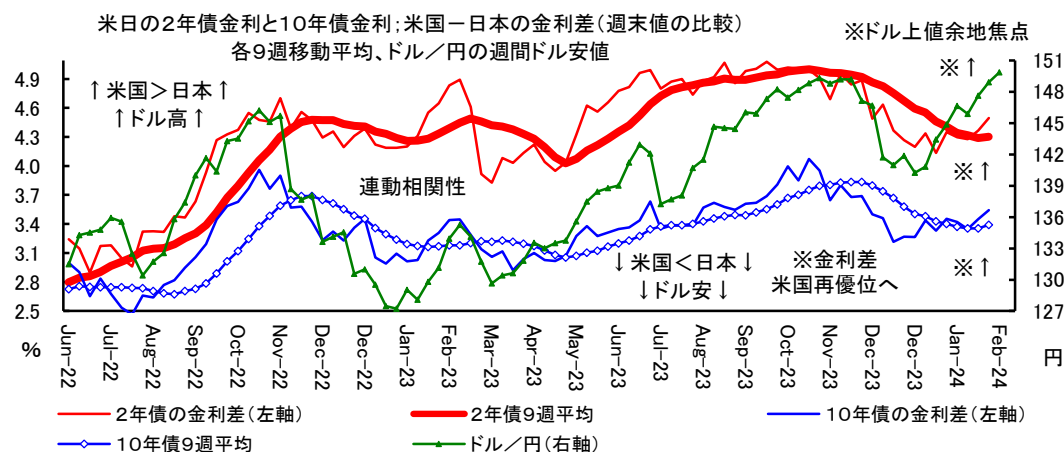
ドル/円については3-4月にかけて、日銀による実際のマイナス金利解除がドル安・円高の支援材料として残されている。もっとも日本の債券市場では一旦の織り込みも進んでおり、円高の値幅や期間は抑制される可能性がある。

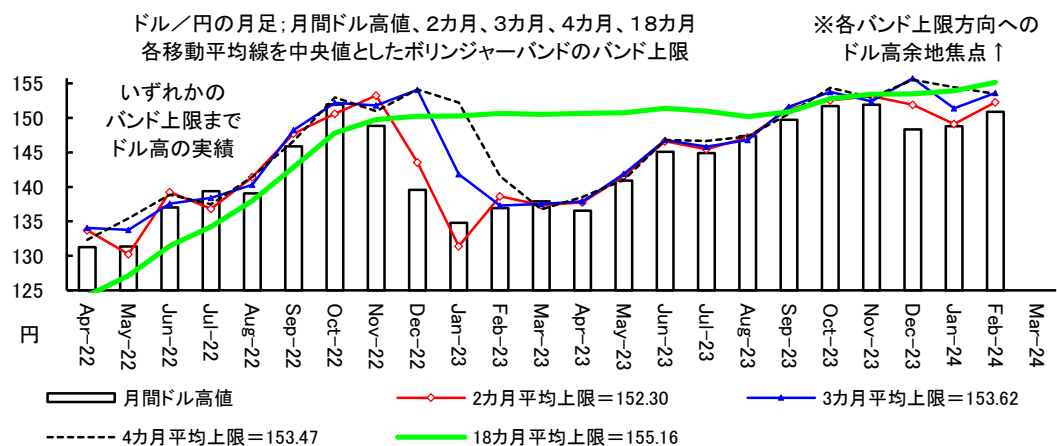
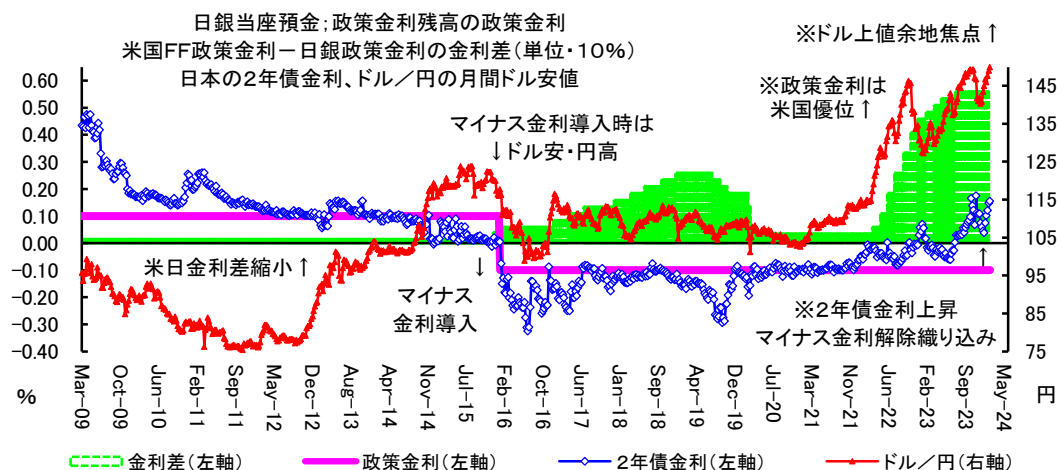
日銀がマイナス金利の解除を目論む政策金利（日銀当座預金のうちの政策金利残高への適用金利）は、短期の2年債金利などと相関性が高い。すでに2年債金利は1月15日の0.00%を直近最低として、2月20日には0.155%前後に上昇となってきた（+0.155%幅）。

日銀の内田眞一副総裁は2月8日、マイナス金利

解除後の短期政策金利について、「短期の無担保コールレートは+0.1%の利上げということになる」と説明していた。すでに2年債金利は+0.1%幅を超えた金利の上昇が進み、水準としてもマイナス金利導入直前である2015年12月の月間最高0.02%を上回っている。2013年10月以来の高水準となってきた。

しかも2016年1月のマイナス金利導入時、米国の政策金利FFとの金利差は+0.15%の米国優位を僅か+0.6%前後に拡大させたのに過ぎない。当時はそうした米日金利差の縮小傾向のほか、銀行打撃などによるリスク回避、期待インフレの低下等による実質金利の上昇などで、逆行の円高・ドル安を招いている。それに対して現在の「米国-日本」政策金利差は+5.6%という、大幅な米国優位にある。日銀マイナス金利解除による+0.1%の利上げでも、影響は限られそうだ。





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。