

先行き良い円金利上昇と円高の余地は狭まり 成長力や財政等で金利上昇に制約、悪い金利上昇は円安に

2024/5/13 (月)

日本では為替円安が政治的・政策的に問題となっているが、先行き「良い円金利上昇と円高」の余地は狭まりつつある。今後は円安対応もあり、日銀による国債買い入れの減額・終了や追加利上げなどが想定されるが、潜在成長率の低迷や財政赤字ファイナンスと利払い費の増加問題、日銀が大量保有する国債の損失問題などにより、日本では国債金利の上昇に制約がある。日銀の追加利上げが日本の財政・国債不安などに伝播していくと「悪い金利上昇（国債価格は下落）」となり、資本逃避や円安助長の危うさをはらむ。

日銀総裁「総需要増」重視、金利上昇は阻害

「円相場の急落は自ら招いた結果であり、日本の当局による（円安制御の）為替市場介入は少なくとも当面は失敗に終わる可能性が高い」、「（日本政府は主要国の中でも巨額な債務を抱えており）政府のコストを抑えるため、日銀が金利を低く維持する強い動機付けがそこに働いている」――。

米金融大手ゴールドマン・サックスの元チーフ通貨ストラテジスト、ロビン・ブルックス氏は4月末、このような警鐘を發した（ブルームバーグが紹介）。

現在は米ワシントンのブルッキングス研究所で研究員を務める同氏は、「これまで多くの債務を抱えていても、中央銀行を使って金利を低く抑えることができた」と指摘。一方で今後の日本では円安阻止などのため、「日銀は10年国債の利回り上昇を容認し、引き締めに動くべきで、そうすれば介入はより効果的になる」（同）ものの、政府サイドは過剰な債務問題というジレンマを抱えてしまっている。

同じく4月末にはIMFでチーフエコノミストを務めたオリビエ・ブランシャール氏が、円安阻止目的を含めて日銀が利上げを実施すれば、日本は「かなり深刻な」景気後退に直面するとの見方を示した。日本の問題として実質賃金の下落（賃金<物価）と財政赤字の拡大を挙げ、「経済的に行き詰まっている」という厳しい評価を行っている。

実質賃金低迷の関連では、日銀の植田和男総裁が5月8日、改めて「総需要が増加を続ける持続的な物価の上昇が必要」という課題を指摘した。現在は企業の賃上げ努力などもあり、名目の賃金は上昇傾向にあるが、依然として物価上昇には追いついていない。円安・原材料高といったコストプッシュの問題のほか、人口減や少子高齢化、潜在成長率の低迷、国際競争力の低下などにより、「総需要に裏打ちされた賃金上昇力の脆弱さ」が続いている。

こうした客観情勢もあり、日本では先行き「良い

円金利上昇と円高」の余地が狭まりつつある。今後は円安対応もあり、日銀による国債買い入れの減額・終了や追加利上げなどが想定されるが、潜在成長率の低迷や財政赤字ファイナンスと利払い費の増加問題、日銀が大量保有する国債の損失問題などにより、日本では国債金利の上昇に制約がある。

日銀の植田総裁が目標に掲げる「総需要が増加を続ける持続的な物価上昇」でも、一定以上の金利上昇は需要の阻害要因となってくる。一方で日銀の追加利上げが日本の財政・国債不安などに伝播していくと「悪い金利上昇（国債価格は下落）」となり、内外マネーの国外逃避や円安を助長させてしまう。

単純に現在のドル高・円安の一因である経済成長率の面での米国優位、その裏側にある人口増加率の面での米国優位、経済成長と将来成長の源泉である若年層の人口比率の米国優位などは、先行き5-10年のスパンで一段と際立っていく。反対に日本の劣勢深化は、予測可能性の高い現実だ。

為替ドル/円でいえば、先行きの米国比での日本の金利上昇制約や、米日金利差での日本低位の持続、日本の超低金利政策の修正に連動した財政・国債不安の高まりなどは、長期スパンでのドル高・円安トレンドの継続を担保させる。

金利差拡大一服でも円安、円債下落が微妙な影

IMFの世界経済統計によると、総人口・前年比での「米国ー日本」増減率格差は、米日金利差と明確な連動相関性を有している。足元のドル高・円安にも影響しており、IMFの先行き人口予測に沿うと5年後となる2029年にかけては、こうしたトレンドの継続が見込まれる。ドル/円の年間推移でいえば、2020年のコロナ危機以降に定着している「年間ドル高値とドル安値の前年比上振れや同水準」の持続確度を高める可能性がある。

過去には明確に日本の悪い金利上昇や国債不安、日本売りが相場材料とならないまでも、「日本の金利上昇＝円高」とならず、「日本の国債価格下落（金利は上昇）＝円安」という相場ケースが見られてきた。いずれも米国債金利などの影響が大きいとはいえ、今回は現状段階では2022年以降の日本の金利上昇にもかかわらず、ドル高・円安が加速されている。先行き部分的な影響でも、「日本の国債金利上昇＝裏表での日本の財政・国債不安＝円安」という相場テーマは無視できない。

日本の10年物国債金利の月末値ベースによる前年同月比でいえば、コロナ危機直前である2019年から2020年2月にかけて、-0.4%から-0.1%へと金

利の低下幅が縮小する場面があった(国債価格は下落)。同期間にドル/円は複合要因があったものの、104 円から 112 円方向にドル高・円安が進展している。

2016－17 年にも金利前年比が－0.7%から＋0.3%に上昇する過程で、ドル/円は 98 円から 114 円方向へのドル高・円安が見られていた。

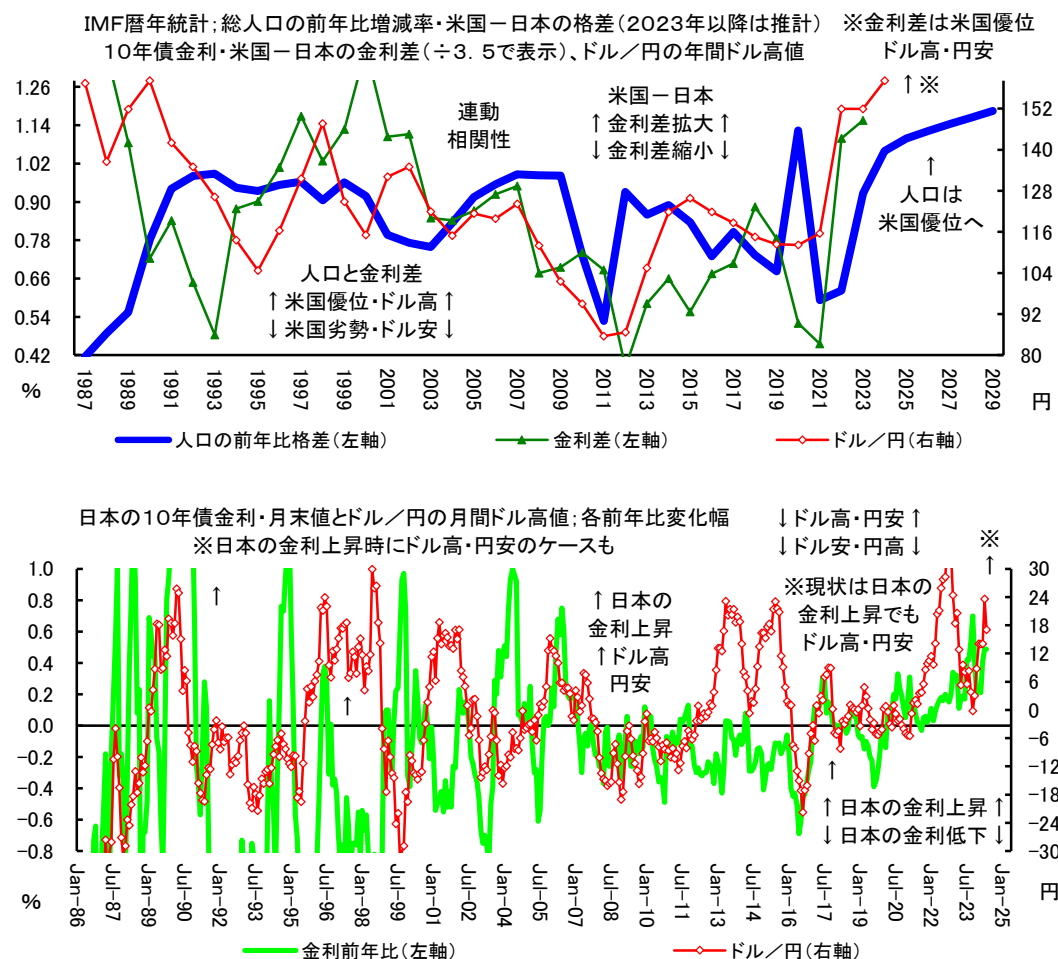
その他、2005－06 年には金利前年比が－0.6%から＋0.8%に上昇した前後で、ドル/円は 106 円から 121 円超えのドル高が進展。バブル崩壊の前後である 1988 年から 1990 年にかけては、日本の 10 年債金利が 4.6%から 7.5%方向に上昇する過程で、ドル/円は 121 円から 160 円超えにドル高・円安が進展するという相場局面があった。

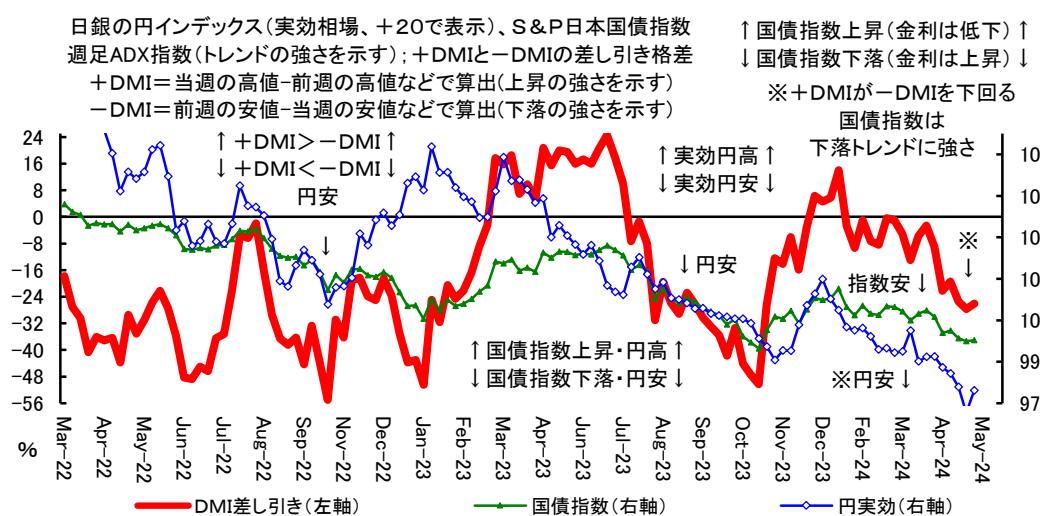
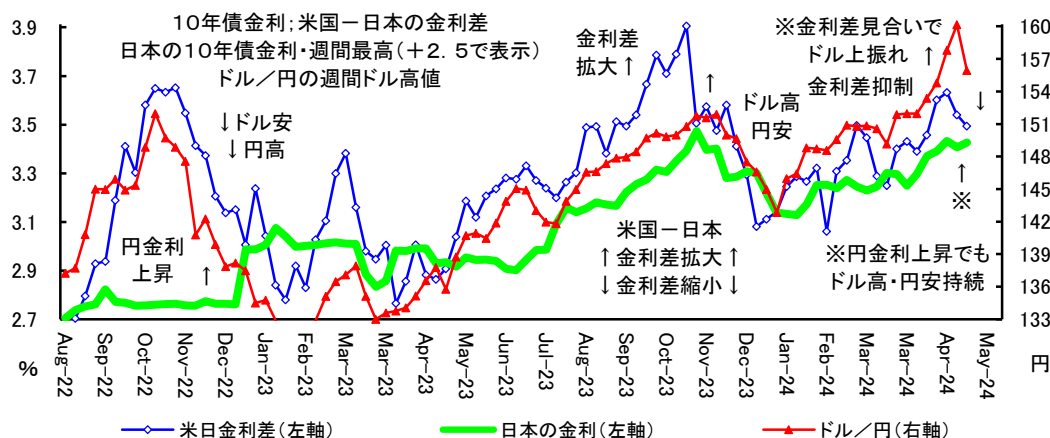
2022 年から現在の場合、日本でも日銀緩和修正などで金利は上昇しているが、米日金利差での圧倒的な米国優位や、米国債金利の高止まりなどがドル高・円安に影響している。それでも日本の金利上昇の度合いがより反映される 10 年債金利の「米国・週

間最低－日本・週間最高」ベースによる米日金利差は、直近 5 月 9 日時点で＋3.49%の米国優位となり、直近最高である昨年 10 月の＋3.91%からは縮小となってきた。

2022 年の最高である＋3.65%(同年 10－11 月)と比べても、金利差は縮小方向にある。それでも足元のドル/円は 2022－23 年のドル高値である 151 円前後を上回り、4 月末には 160 円超えの場面が見られている。金利差から乖離した「投機的なドル高・円安の行き過ぎ過熱」が意識される一方、今年 1 月以降や昨年 1 月以降には日本の金利上昇と連動したドル高・円安場面が見られており、「底流部分での日本の国債価格下落＝円安」という影響は無視できない。

実際に 2022 年以降には日本の国債価格指数・S&P 日本国債指数の下落局面や、テクニカル面で下落方向のトレンドが強まる局面で、連動したドル高・円安モメンタムの加速という連動相関性が観測されている。





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。