

金利差縮小でのドル安、水準より基調転換重要

1-2年平均等、現状は転換尚早、麻生「円安法則」3%も維持

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/5/22 (水)

為替ドル/円は米日金利差の縮小によるドル安・円高転換が焦点になっているが、過去実績では金利差の幅の水準変化よりも基調の転換が重要になっている。金利差が一定以下に縮小してもドル高・円安は維持される反面、1年や2年スパンのトレンドとして金利差が縮小基調に転じてくると、一定の時間差を経てドルは天井ピークから反落に転じている。現状はまだそうした先行サインが尚早であるほか、過去に麻生太郎前財務相が紹介した「金利差 3%超ではドル高・円安」の法則も維持されている。

金利差 1-2 年平均、下向きと時間差経てドル天井

「少なくとも（米国の）金利がいま 2%台で、こっちはゼロ。限りなく 3（%）に近いところまで来ている。これまでの長い、数十年間の歴史をみると、（米日の）金利差が 3%ならドル高・円安に振れる」――。

2018 年 3 月、当時はまだ円高・デフレが政治課題となっていた段階で、麻生太郎財務相（現・自民党副総裁）はこのような国会答弁を行っている。厳密には例外ケースもあるが、一部では「麻生氏の法則」とも言われる米日金利差とドル/円の相関関係だ。

直近の米日金利差は「日銀の先行き利上げ方向」と「米 FRB の先行き利下げ方向」という逆方向もあり、金利差が縮小傾向にある。それでも直近 5 月 20 日の終値ベースでは米国－日本の 10 年債金利差が、+3.46%という米国優位が維持された状態だ。まだ麻生氏が紹介したドル高・円安の支援環境である「+3%超え」が保たれている。

先行きは一段の金利差縮小とドル安・円高の余地が注視されるが、過去実績に沿えば明確なドル安・円高方向へのトレンド転換は「金利差の幅の水準変化」よりも、「基調トレンドの転換」が重要になっている。過去には金利差が+3%を大きく割り込んでも、ドル高・円安の基調が維持されるケースが観測されてきた。

現状の米日 10 年債金利差は月末値比較で、+3%超えが 2022 年 9 月以降、足元の 5 月に至るまで 21 カ月間も維持された状態だ（直近 5 月 20 日は +3.46%）。同期間中には基本的なドル高・円安トレンドが持続となっており、あくまで現状段階では「麻生氏の法則」が機能している。

米日金利差のトレンドを示す 12 カ月（1 年）や 24 カ月（2 年）移動平均の方向角度は、金利差の拡大基調を示す上向き化が保たれている。その点で当座のドル/円は短期調整的なドル安局面やドル高ペースの鈍化などは想定されても、まだ「ドル高の天井

ピーク形成」や「ドルの高値更新は終わり」といった警告サインは尚早となっている。

過去アベノミクス相場後のドル高・円安の場合、2015 年 6 月の 125 円超えでドル高が天井ピークを形成し、ドル安相場へと移行している。当時の米日金利差では 12 カ月移動平均の方向角度が、「8 カ月前」となる 2014 年 10 月から金利差の縮小基調入りを示す下向き化へと転換していた。当時は結果論として 2015 年 6 月がドル高のピーク月となったが、米日金利差の 24 カ月平均は翌 7 月から下向き化に移行するという同時進行での基調変化が見られている。

その前のドル高局面は、2007 年 6 月の 124 円超えで天井ピークが形成された。米日金利差の 12 カ月移動平均は、4 カ月前から下向き転換になるという警告シグナルが点灯している。当時は 20 カ月平均の角度についても、3 カ月前や 1 カ月後に一時的に下向きに転じるという微妙な変調サインが点滅していた。その後、20 カ月平均は「ドル高ピーク月の 4 カ月後」となる 2007 年 10 月から下向きの軌道入りが明確化。ドル/円は連動の形で、ドル安トレンドが明確化されている。

金利差縮小基調は米物価 2%割れ前後、現状尚早

その他、2002 年 2 月における 135 円超えでのドル高ピークの場合、米日金利差の 20 カ月平均は 7 カ月前から先行で下向き軌道に転換していた。1998 年 8 月における 147 円超えでのドル高ピークの場合、金利差の 12 カ月平均は 7 カ月前の 1998 年 1 月、24 カ月平均は 1998 年 8 月の同月から、それぞれ下向き化に転換するという先行性や連動性が示されていた。

過去ドル/円でのドル高局面における天井ピークアウトで先行シグナルを発してきた米日金利差の 12 カ月や 24 カ月の移動平均線だが、トレンドとしての「金利差拡大＝ドル高」から「金利差縮小＝ドル安」への基調転換は、米 CPI 前年比（消費者物価指数の総合）で FRB が物価目標に掲げる 2%の下抜け前後から、という連動相関性も目立っている。

米国で物価が 2%割れに向かう局面は、FRB の優先課題や金融政策に変化をもたらす。こうした要因により、トレンドとしての米日金利差やドル/円の基調変化に間接影響を与えている。

最近の米 CPI 上昇局面としては、2018 年 7 月に前年比 +2.9%という物価の上振れがあった。その前段階からの FRB 利上げ努力などもあり、物価は下落に移行したが、2018 年 12 月に +1.9%と物価目標の 2%を割り込んできた。米日金利差の 12 カ月平均は、その「2 カ月後」から方向角度が下向きに転換。米金

利の下振れと米日金利差の縮小、ドル安の基調入り
が連動観測されている。

その前では2014年4-7月にかけて、米CPIの前
年比は+2.0%から+2.1%前後でやや上振れの場面
があった。その後、同年8-10月に+1.7%と2%割
れに落ち着いてきたが、米日金利差の12カ月平均は
同時期の同年10月から方向角度が下向き化に同時
移行している。

今回もFRBによる先行きの本格的な利下げ局面入
りや米日金利差の縮小トレンド入り局面で、同時進
行での「物価2%割れ方向への低下」が注目されや
すい。

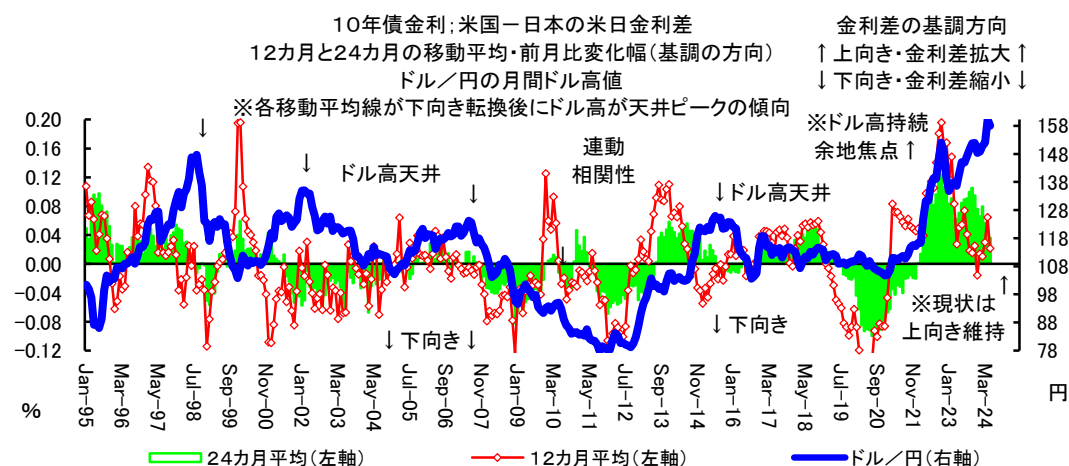
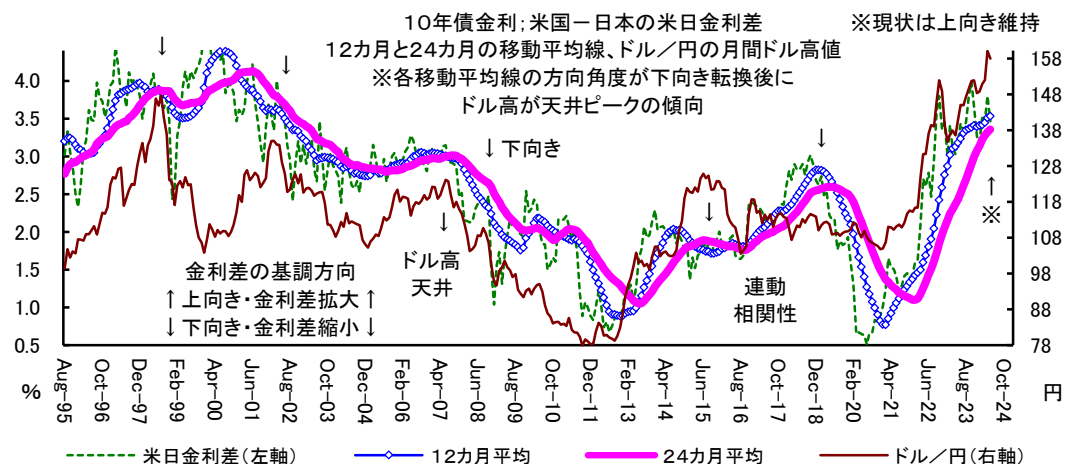
その点、直近4月の米CPIは+3.4%となり、前月
の+3.5%からは鈍化してきた。それでも物価目標の
+2%方向までの低下には、まだ一定の時間を要する。
為替ドル/円でいえば、ドル上値トライの賞味期限や
ドル高値圏でのレンジ横這い化の寿命期間につなが
ってくる。

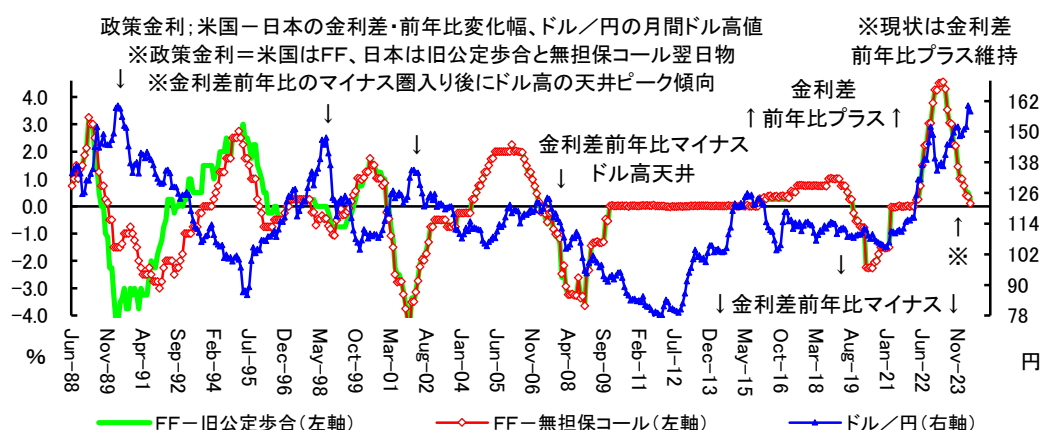
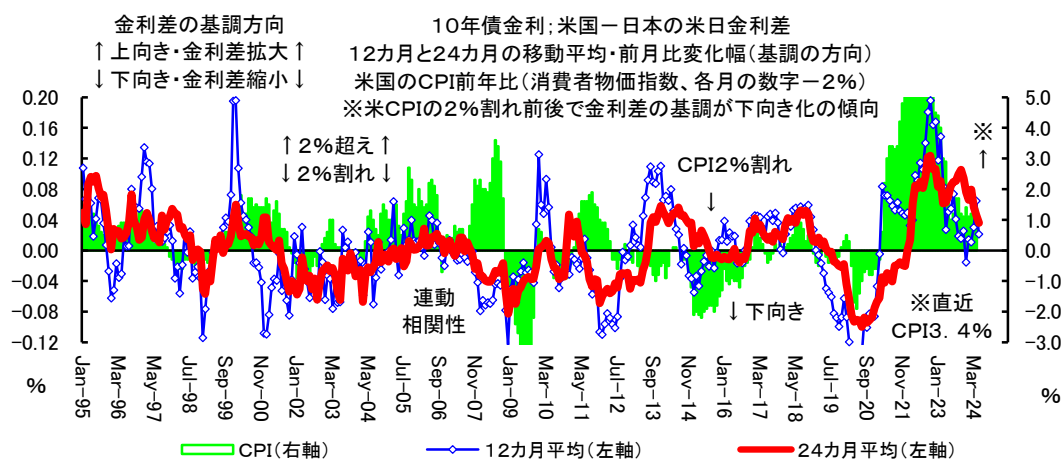
現状のCPIと同水準の+3.4%前後でいえば、過去
2011年11月に観測された。当時は同月の+3.4%か

ら「6カ月後」に+1.7%と2%割れへの低下となっ
ている。2001年5月における+3.6%の場合も、「6
カ月後」に+1.9%へと低下。一方で1996年12月
における+3.3%の場合、+1.8%までの低下が「11カ
月後」という期間を要していた。

その他、米日の金利差でいえば、FRB-日銀の政策
金利差（短期の翌日物金利）について先行き縮小が
焦点になっている。こちらのドル/円との関係でい
えば、政策金利差の前年比変化幅が大きく米国下振れ
のマイナス方向に進む局面で、ドル安・円高のトレ
ンドが明確化されてきた。

今回の場合、5月時点でFRBが現状維持を続け
ており、前年比では米国優位や、前年と同水準が維持
された状態だ。先行きFRBの利下げと日銀の利上げ
は想定されるものの、それぞれ年内に限ると変更幅
は限定的となる。FRBの利下げは現状9月や12月に
想定されているが、前年比ではマイナス幅が抑制さ
れるため、12月まではドル安・円高の度合いが限ら
れたり、ドルの高止まり相場が持続となる可能性が
ある。





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。