

米日の金利差「3%以下」への縮小に制約

政策金利・成長率・人口等、過去ドル高・円安方向に影響

2025/2/14 (金)

為替ドル/円に影響を及ぼす「米国－日本」の金利差は、3%以下への縮小に制約がある。過去には安倍政権時に麻生太郎財務相が、「長い歴史をみると、米日の金利差が3%ならドル高・円安に振れる」と国会で答弁したが、実際に現在の2022年以降を含めて、金利差3%以上ではドル高・円安のトレンドが形成されやすい。先行き米新政権要因や日銀の利上げ幅拡大観測など、不透明感は強いものの、米日の政策金利動向のほか、成長率や人口増減の格差などが、金利差面での米国優位を継続させる。

国会で「金利差3%ならドル高・円安」、麻生法則

「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（安倍政権時）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「日銀の追加利上げ観測」と「米FRBの利下げ余地残存」という逆方向もあり、金利差が縮小傾向にある。それでも2月12日時点での月間最高金利比較では、米国－日本の10年債金利差が+3.3%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。

金利差の幅は昨年12月と今年1月の+3.5から縮小してきたが、昨年6月から11月にかけての+3.0%から+3.4%というレンジ内が維持されている。同期間にドル/円は「日銀利上げショック」等によるドル急落・円急騰の局面を含めて、139－161円前後での推移となっていた。今年も当面は上下動を経ながら、基本的には同レンジの前後での推移持続が注目されそう。

現在は米新政権による政策要因や日銀の利上げ幅拡大観測など、先行き不透明感が強まっている。それでも政策金利（翌日物）でいえば、米FRBのFF金利・誘導目標は2月時点での上限が4.50%と、まだ高い水準にある。先行き利下げ余地は残るものの、直近では米1月CPI（消費者物価指数）の上振れもあり、年内の据え置き観測や、利下げでも1－2回、計－0.25%から－0.50%という予想が見られている。最大－0.50%としても、年末にかけて米FFは4.00%で踏み止まる可能性がある。

かたや日銀の政策金利・無担保コールは、現状の0.50%から、0.75%への利上げの前倒し観測や、中立金利の参考メドである1.00%方向への引き上げ観測が高まってきた。しかし、先行き米国4.00%、日本が1.00%となっても、米国との政策金利差は「+3%の米国優位」が維持される。

長期の10年債金利は、短期の政策金利に影響されやすい。米国では10年債－FFの長短金利差が、2022年以降のFF利上げ等を受けた10年債の下振れ（逆イールド）を経て、昨年9月以降の利下げ転換もあり、昨年末からは10年債が上振れとなってきた（正常化の順イールド）。

過去1980年代以降の約45年に及ぶ長期実績として、FF利下げなどで10年債がひとたび上振れ転換となったあと、「次なる利上げ転換」等まで10年債はFFの前後か、FFを上回る水準が長期定着となってきた。その点で当座の米10年債金利は、FFの現状維持が続く限り4.50%前後、年後半にかけて－0.25%の利下げでも4.25%方向が下限メドとなる。

景気先行指数や成長率、米国優位で金利差に影響

かたや日本の10年債金利は、2月から1.3%超えに急上昇となってきた。それでも米10年債金利は2月12日時点で月間の最高が4.66%、最低でも4.38%と、米日金利差は+3%前後を保ったままだ。当座の米10年債金利のFF見合いでの低下制約を踏まえると、米日金利差が「+3%以下の本格下振れ」に定着していくのは時間を要する可能性がある。

米日の金利差は、成長率格差の影響も受ける。先行きの景気格差で参考になるOECD景気先行指数の国別では、最新1月に米国が100.74、日本が99.81となり、「米国－日本」の格差は+0.93の米国優位となってきた。前月の+0.70を上回り、直近の米国劣勢ボトムである2023年3月の－1.35から、米国優位のトレンドに移行している。底流部分で金利差面での米国優位と、為替ドル/円でのドル高・円安の基調をサポートする要因となっている。

しかも米国は昨年からのFRB利下げ転換や新政権での政策期待などもあり、2023年3月の98.67を最低ボトムとして循環回復の方向性にある。反対に日本は日銀の利上げや実質賃金の低迷（賃金<物価）、少数与党化による政治的不安定化と政策停滞などもあって、昨年6月の100.14を直近最高として減速の基調となってきた。

こうした逆方向の乖離により、当座の経済ファンダメンタルズ格差では先行き米国優位と日本劣勢の流れが持続となりやすい。過去の長期実績として、

同格差での米国優位の局面では、米日金利差での米国優位方向が持続となっている。為替ドル/円では月間ドル高値、月間ドル安値ともに、前年同月比でドル高となったり、前年水準の前後で推移するパターンが連動観測されてきた。

その点で当座のドル/円の参考メドになる前年の月間ドル高値と月間ドル安値は、昨年2月が150.89円と145.90円、3月が151.97円と146.49円、4月が160.17円と150.81円、5月が157.99円と151.86円、6月が161.27円と154.55円の各前後となっている。当座のドル上値メドや下値メドとして注目されやすい。

直近の実質GDP成長率(前期比年率)については、昨年7-9月が米国+3.1%で日本は+1.2%となり、米国が+1.9%の優位となっていた。10-12月は米国+2.3%、日本は予想ベースで+1.1%であり、やはり米国の+1.2%優位となっている。

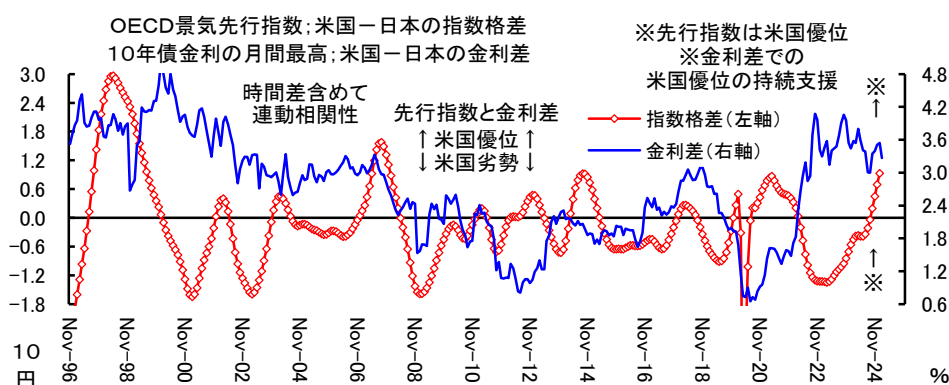
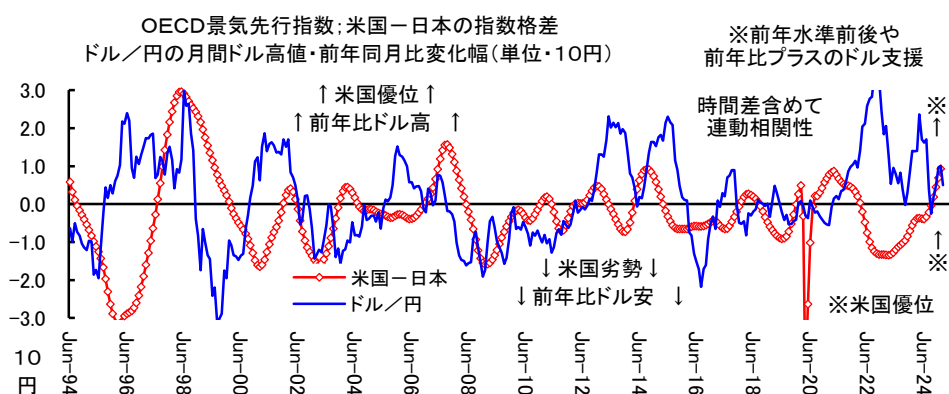
コロナ影響や米国の利上げ影響などによる上下動を均した2年(8四半期)移動平均ベースでの同格差は、昨年4-6月から「+2%超」という米国優位が続いた状態だ。過去1990年代以降の実績として、同ベースで+2%超の米国優位となっている局面で

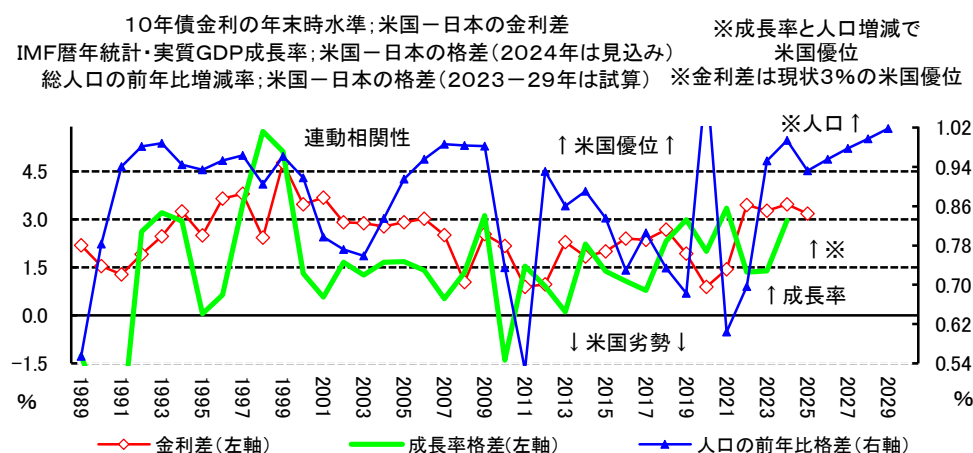
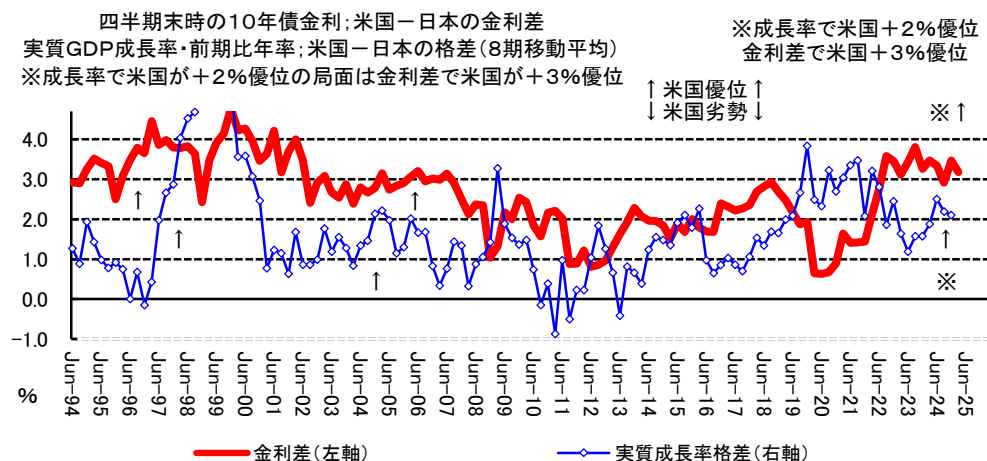
は、米日の10年債金利差が「+3%超えの米国優位持続」というパターンが観測されている。

長期トレンドとしての米日の成長率格差や金利差は、人口増減の格差とも相関性を有している。コロナ危機以降、世界経済では米国の一人勝ちと、日本、欧州、中国などの低迷が続いているが、一因としては「相対比較」での米国の人口増持続、高齢化打撃の抑制、若年層の人口の厚みといった各優位性がある。

IMFの暦年・国別統計(2023年以降は試算)によると、総人口の前年比増減率での米国-日本の格差(米国の前年比-日本の前年比)は、2021年の+0.60%という米国優位から、2022年が+0.70%、2023年が+0.95%、2024年が+0.99%と米国の上振れ幅が拡大基調となっている。先行き2029年予測は、+1.02%へと米国優位方向での格差が広がる見込みだ。

こうした確率論の高い人口格差の見通しは、現状からの米日金利差での米国優位と、ドル/円でのドル高やドル高止まりのトレンドを先行きサポートしていく可能性を秘めている。





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、複製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。