

米日金利差で米優位復活、円安・株高余地 米マイナス成長後は翌年「前年比の金利上昇・ドル高」にも

2025/5/12 (月)

米国－日本の金利差では米国優位が復活しつつあり、日本市場では円安・ドル高と株高の余地が注目される。米国では FRB の利下げ遅延のほか、ドル安と関税影響等による物価上昇の余地、関税混乱の緩和や減税期待等による景気と株価の修復期待などが金利の上昇要因となる。かたや日本は日銀の利上げ遅延、円高と資源安等による物価抑制、関税懸念や円高等による賃上げムード一服、中国のデフレ輸出懸念などが金利の上昇を抑える。米国のマイナス成長後には、翌年にかけて前年比での金利上昇とドル高というパターンも見られてきた。

米日の 10 年債金利差、10 週平均は下向きが一服

「米トランプ政権による関税への批判など、政策を一つだけを切り離して批判するのは（都合の良いものだけを選んで提示する）チェリーピッキングに過ぎない」、「現政権による関税、減税、規制緩和は別々の措置ではなく、相互補完的に作動する成長エンジンだ」、「すでにエンジンはかかっている、本格的に稼動すれば、より多くの雇用、さらに高い賃金、さらに強いドルと国防が後に従っていく」――。

米国のベッセント財務長官は 5 月 4－5 日にかけて、ウォール・ストリート・ジャーナル (WSJ) 紙への寄稿などで、このような見解を示している。そのうえで関税影響による今年 1－3 月の実質 GDP マイナス成長から、「来年の今頃までに米経済成長率は 3%に回復すると確信している」と強調した。

実際の米景気動向には不透明感が強いものの、短期的には「米国－日本」の金利差で米国優位が復活し始めた。日本市場では 2－3 月以降、日本の金利の相対的な優位方向が円高や株安の要因となっており、目先は円安・ドル高と株高の残存余地が注目されそうだ。

10 年債金利の米日金利差は、5 月 8 日時点で 3.04%という米国優位になっている。週末水準の比較では 3 月 28 日週の 2.71%が直近最少となる形で、2 月 14 日週以来の開き幅を回復してきた。2 カ月前後のトレンドを示す 10 週移動平均では、方向角度が 2 月以降の下向きから上向き化へと回帰している（金利差拡大の基調示唆）。短期的には米日金利差の拡大とドル高・円安、日本株反発について、基調としての持続性を見定めていく展開となる。

最近では 10 週移動平均の上向き化と基本的なドル高・円安の流れが、昨年 10 月から今年 1 月にかけて約 16 週間、昨年 2 月から 5 月にかけて約 14 週間の持続となっていた。一方で 2023 年 2 月以降では約 8 週間、2021 年 9 月以降は約 10 週間という短命

ケースも見られている（現状は 5 月 9 日週で 2 週目）。

当座の米日金利差での米国優位再開については、米国での FRB 利下げ遅延のほか、ドル安と関税影響等による物価上昇の余地、関税混乱の緩和や減税期待等による景気と株価の修復期待などが米国金利の上昇要因となる。

かたや日本は日銀の利上げ遅延、円高と資源安等による物価抑制、関税懸念や円高等による企業収益の悪化と賃上げムード一服、中国のデフレ輸出懸念などが金利の上昇を抑える。中国要因については加藤勝信財務相が 5 月 2 日、「米国の関税によって売れ残った中国製品が世界の市場へと流れ出し、日本にも安売り輸出される可能性」に警戒感を示していた。

米日での為替の物価影響に関しては、2－3 月からの原油を始めた商品相場下落に関して、米国では同時期からのドル安が物価下落効果を減殺させる。反対に日本では円高により、先行き物価下落効果を二重で大きくさせていく。この点も目先の米日金利差に関し、米国優位と日本劣勢を後押しさせるものだ。

原油ドル建て－円建て、物価や金利は米優位余地

ちなみに WTI 原油先物は月末値の前年比変化率が、4 月に米国経済に影響するドルベースで－29.0%の下落となっている。それに対して円ベースは円高・ドル安と原油安により、－35.6%とマイナス幅が大きくなっている。結果「ドルベース－円ベース」の前年比格差では、＋6.7%というドルベースの上振れとなってきた。

同格差は昨年 4 月に円安・原油高による円ベースの価格押し上げで、－16.8%というドルベースの下振れが進展した。そこから今年 4 月は、2017 年以来というドルベースの上振れプラス幅となっている。過去実績に沿えば米日の相対比較で、物価と金利の米国上振れ方向、ドル/円ではドル高の支援材料となりやすい。

米日の相対比較では、両国の内需動向や金融システムの健全度を示す銀行株に関して、2021 年後半からの日本の挽回と回復が一服となってきた。同時期から昨年にかけては日本の長期デフレからの脱却や金融政策の正常化方向等を受けた「日本の長期劣勢の修復」により、日本の銀行株が相対比較で優位になってきた経緯がある。

しかし、銀行株の「米国÷日本」の相対倍率では、2021 年 11 月での米国の過去最高という上振れ過熱から修正局面を経て、今年 3－4 月には底入れ機運

が見られつつある。ちょうど 2000 年以降、リーマン・ショック等の混乱時を除いた平時の下限ゾーンで、日本の劣勢修復と米国の上振れ過熱の修正が一服となってきた。

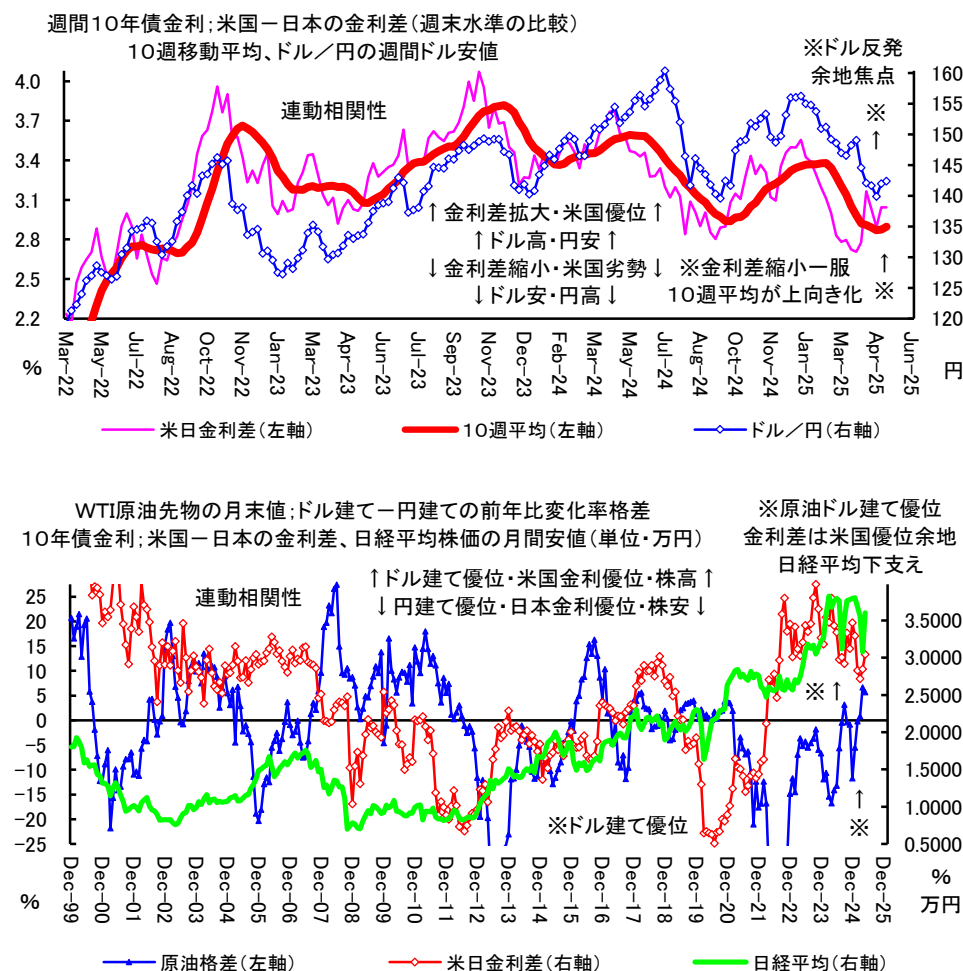
過去の同倍率の長期実績として、銀行株の米国上振れ修正の進捗と下限ゾーンへの接近は、米日金利差での米国の下振れ抑制と縮小方向の制約（下限フロア）、金利差縮小の限界に即したドル/円でドル安余地の狭まりやドルの底入れ反発が観測されている。

具体的に米日株での代表的な銀行株指数、米国は KBW 銀行株指数、日本は東証の銀行業指数による比較では、「米国・月間安値÷日本・月間高値」の相対倍率で、今年 3 月は 0.271、4 月は 0.251 となった。過去最高の米国上振れとなった 2021 年 11 月の 0.878 から、米国優位の調整低下が進展。リーマン・ショック時を除くと 2015 年 8 月時の 0.276、2013 年 5 月時の 0.273、2006 年 4 月時の 0.209 以来とい

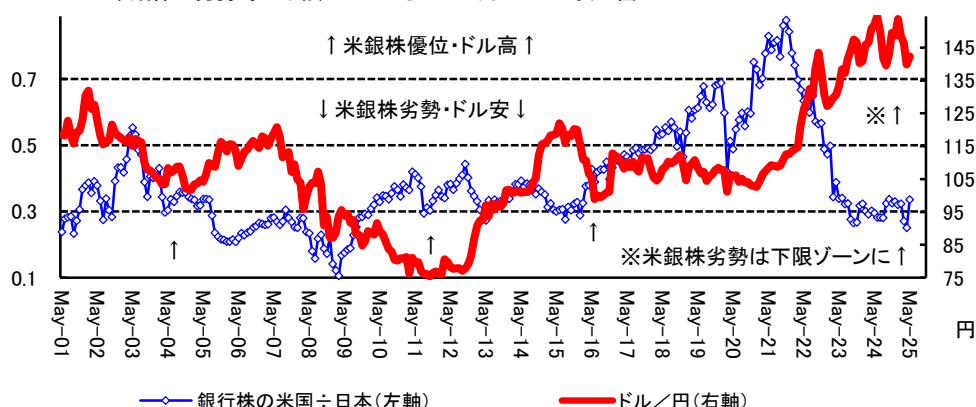
う低水準になっている。過去は 0.3 以下が米国下振れの下限ゾーンとなってきた。

来年にかけての長期テーマとしては、米国の今年 1-3 月のマイナス成長からの反動リバウンドが注目されやすい。過去には米国でのマイナス成長のあと、1 年後にかけては反動のプラス成長回復、連動した前年比での米金利上昇とドル高というパターンが見られている。

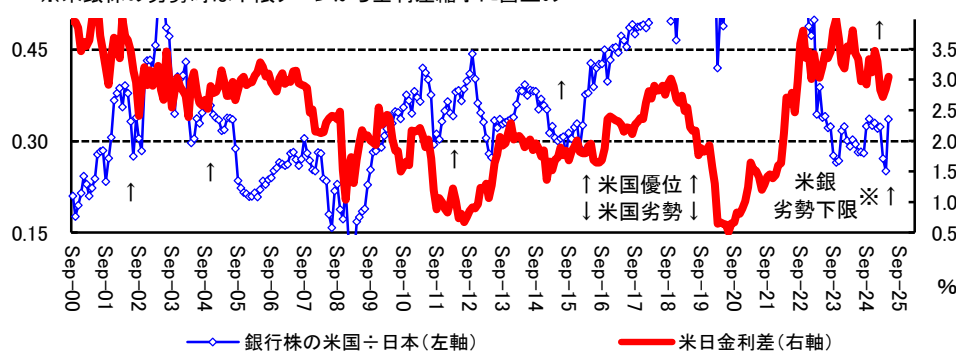
最近では実質 GDP 成長率の前期比年率が 2020 年 1-3 月に -1.0% のマイナスとなったが、1 年後の同期には +3.4% へと回復した。同期間にドル/円は、113 円から 151 円超えへと約 +39 円幅のドル高が進行している。現在と同じような市場混乱があった 2001-02 年時の IT バブル崩壊前後には、-1.3% から +3.4% という GDP の振れ幅があった。同期間にドル/円は 113 円から 135 円、約 +22 円幅のドル高進展という実績が見られている。



銀行株: 米国の月間安値÷日本の月間高値・相対倍率、ドル／円の月間ドル安値
 ※銀行株は米国がKBW銀行株指数、日本が東証・銀行業指数
 ※米銀株の劣勢時は下限ゾーンからドル／円でのドル安に歯止め
 ※米銀株の劣勢は過去下限ゾーンで一服 ※ドル安を抑制も



銀行株: 米国の月間安値÷日本の月間高値・相対倍率
 10年債金利: 米国－日本の金利差(月末水準の比較)
 ※銀行株は米国がKBW銀行株指数、日本が東証・銀行業指数
 ※米銀株の劣勢時は下限ゾーンから金利差縮小に歯止め
 銀行株と金利差 ※米銀株が劣勢も
 ↑ 米国優位 ↑ 過去下限ゾーンで一服
 ↓ 米国劣勢 ↓ ※金利差の縮小抑制



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。