

米日の中銀逆行要因、2年経過で織り込み進捗 短期金利やCPIの米国下振れ一服、新たなドル高・円安余地も

2025/11/14 (金)

為替相場での米FRB利下げと日銀利上げという逆行テーマは、注目度の高まりから約2年の経過となっており、材料としての織り込みは進捗しつつある。米日の政策金利に関係する短期2年債金利の金利差は、2023年以降の米国下振れが一服となってきたほか、金融政策に影響するCPI前年比（消費者物価指数）も2022年以降の米国下振れと日本上振れに歯止めが掛かってきた。来年に向けてはFRBの利下げと日銀の利上げの終盤入りが焦点となり、為替ドル/円では新たなドル高・円安の余地を醸成させる可能性がある。

2年債金利差やCPI格差、米国下振れ歯止め

米日の政策金利に相関性や先行性のある2年債金利については、米国で9月から下げ渋りと低位横這い化、日本では2008年以来の高水準に上昇してきたところで、10月以降は上げ渋りに移行している。米国では政府機関閉鎖と経済指標の遅延、日本では高市政権の誕生といった不透明要因があり、米日の中銀による金融政策は読みにくい、といった状況も影響している。

それでも為替相場のドル/円では、ドル安・円高の潜在要因として着目されてきた米FRBの利下げと日銀の利上げという逆行テーマに関して、一旦の織り込み進捗が示唆され始めた。市場で注目度が高まってきた2023年9月前後から約2年が経過となり、材料として消化が進んできている。

同時に今年も年末が迫り「来年のテーマ」としてはFRBの利下げ終盤入りと利下げ余地の狭まり、反対に日銀は利上げ後半入りと利上げ余地の狭まりが焦点になっている。為替ドル/円では来年に向けて、新たなドル高・円安の余地を醸成させる材料として注目されそうだ。

米国－日本の週間2年債金利差については、米国の下振れと日本の上振れの度合いが反映されやすい「米国の週間最低－日本の週間最高」ベースで、足元11月14日週は11日時点で+2.60%の米国優位になっている。10月17日週の+2.45%を直近最低として、米国劣勢方向の金利差縮小は一服となっている。

最近では約2年前となる2023年9月の+5.00%前後を米国優位の最高として、米国の下振れ基調が続いてきた。そこから金利差縮小に底入れ機運が見られつつあり、過去実績に沿えばドル安余地の狭まりやドルの下限切り上がりにつながっていく。

FRB利下げと日銀利上げの「先行き逆行一服」を示唆するもので、為替ドル/円では来年にかけての現

状比（前年比）ドル高を支援する要因となる。現状のドル/円は今年8－11月にかけて145－155円前後での推移になっているが、1年後となる来年8－11月にかけては、同レベルの前後か、同レベルを上回る前年比ドル高の可能性が高確率で高まってきた。

先行き米日の中銀政策の逆行一服を後押しさせるのが、物価面での米国の下振れ（2022－24年にかけての利上げ効果等）と日本の上振れ（2023年までの異次元緩和策や円急落の効果等）の一段落だ。米日のCPI前年比（消費者物価指数の総合）は、最新9月に米国が+3.0%となり、直近最低である4月の+2.3%から再上昇になっている。かたや日本の9月は+2.9%で、直近最高である今年1月の+4.0%からは低下となってきた。

結果、「米国－日本」のCPI前年比格差は、9月が+0.1%の米国上振れとなっている。最近では2022年3月の+7.3%という米国上振れをピークとして、物価面での米国下振れと日本の上振れが続いてきた。それがFRBの利下げと日銀の利上げという逆行に作用してきたが、今年4月の－1.3%で米国の相対下振れは一服となっている。この点も過去実績として、ドル/円でのドル安余地の狭まりやドルの下限切り上がりが支援されやすい。

金利前年比で米劣勢一服、金利差や為替に先行

米日の2年債金利差については、同金利差やドル/円に先行実績のある「前年比格差」で米国の下振れ劣勢の底入れが明確化されてきた。米国の月間最低・前年比－日本の月間最高・前年比による格差は、11月が11日時点で－0.88%という米国の下振れマイナスとなっている。最近の基調としては、今年4月の－1.71%を最低として米国の下振れ劣勢に歯止めが掛かってきた。

2022年11月の+3.83%を直近最高とした米国の上振れプラスから、米国下振れの金利差縮小を経て、金利差縮小の基調が一服になっている。

こうした2年債金利の前年比格差（金利差）はトレンドを示す12カ月移動平均ベースでも、今年7月をボトムに米国優位の上向き基調へと転換してきた。2023年3月以来の上向き回帰と基調変化が示されている。過去には下向き基調を経て、2021年2月に上向き転換が見られたが、ドル/円は同月の104－106円前後から、1年後となる2022年2月には114－116円と+10円前後という「前年比ドル高」実績が見られている。

その前の上向き化は2014年1月から見られ、ドル/円は同月の101－105円から、1年後には115－120

円と+15 円前後のドル高が進展。2011 年 8 月からの上向き化では、同月の 76-80 円から 21 カ月後には 97-103 円方向と+20 円超のドル高が進んだ関連実績を有している。

当座の日銀の金融政策に影響する日本の物価動向に関しては、日銀が 10 月末に取りまとめた展望レポート（経済・物価情勢の展望）で以下のような見解を示している。

「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、コメなどの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していく」、「その後は、成長率が高まるもとで、2%程度で推移する」、「(2027 年度までの) 見通し期間後半には『物価安定の目標 (2%)』と概ね整合的な水準で推移の見通し」――。

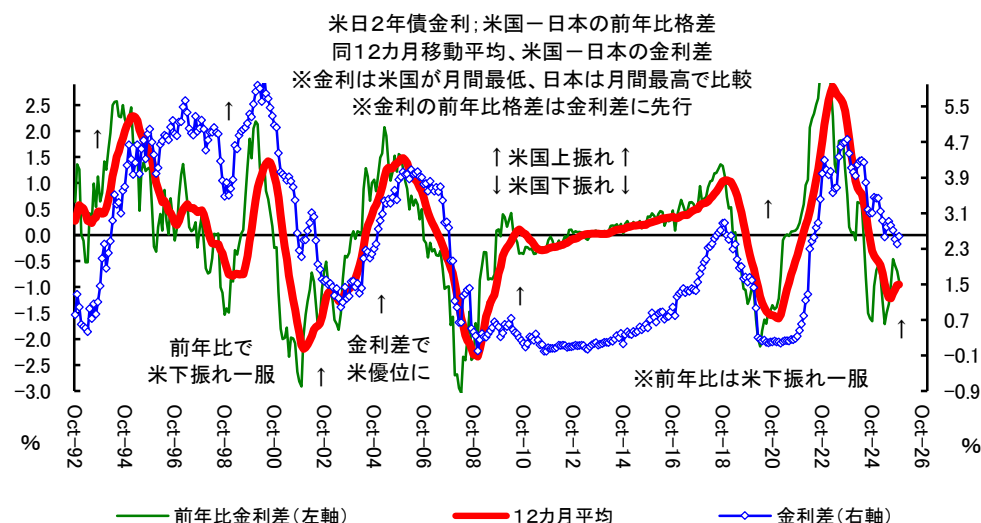
目先、来年度前半である来年 4 月以降にかけて物価が目標に 2%を下回っていくのであれば、現状からの早期かつ複数回の利上げは慎重化されやすい。その後も物価目標と「概ね整合的な水準で推移していく」見通しであるならば、超緩和策の修正の範囲を超えた利上げは抑制される。来年に向けては中立水準の方向への正常化が焦点になり、「中立化を超え

た金融引き締め」となる前段階での利上げ停止と利上げ余地の狭まりが意識されやすい。

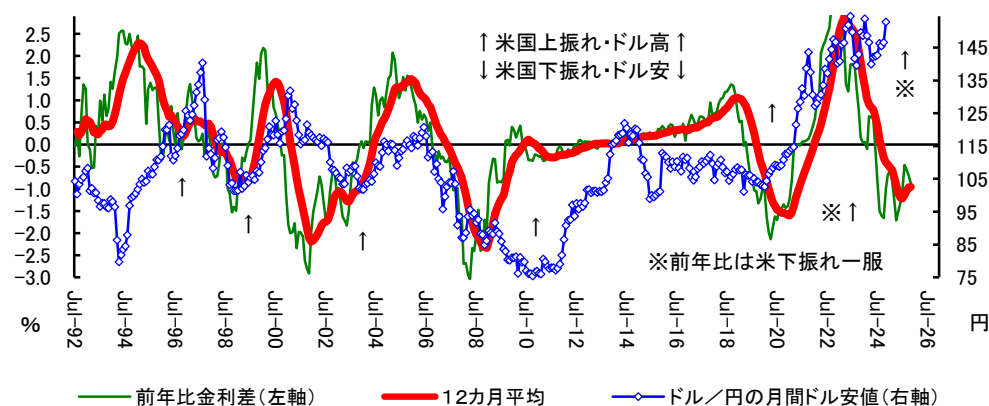
かたや米国では 11 月以降、FRB 幹部から同じ 2%の物価（インフレ率）目標に関して、現状の上振れ状態への懸念と押し下げの必要性に言及した発言が散見されている。

具体的には「インフレ率目標の 2%をなお大きく上回っており、追加利下げのハードルはやや高い」（11 月 3 日、シカゴ地区連銀のグールズビー総裁）、「最大雇用を達成しながらインフレ率を目標とする 2%に戻すために、金融政策は緩やかに引き締めるでなければならない」（6 日、クリーブランド地区連銀のハマック総裁）、「インフレ率は目標の 2%よりも 3%に近く、利下げ余地は限られている」（10 日、セントルイス地区連銀のムサレム総裁）――といったものだ。

先行き FRB には雇用の悪化や政府機関閉鎖等による景気打撃、米 FRB 議長後任の「政権寄り」緩和と支持候補の内定といった利下げ材料も残されている。それでも日銀に比べるとインフレ率目標 2%方向への低下には慎重論が見られ、来年にかけては利下げ終盤入りや利下げ余地の狭まりが焦点になりそうだ。



米日2年債金利; 米国-日本の前年比格差、同12カ月移動平均(1年先行)
※金利は米国が月間最低、日本は月間最高で比較
ドル/円の月間ドル安値(1年先行)
※金利の前年比格差は金利差に先行性、ドル/円は時間差含め相関性



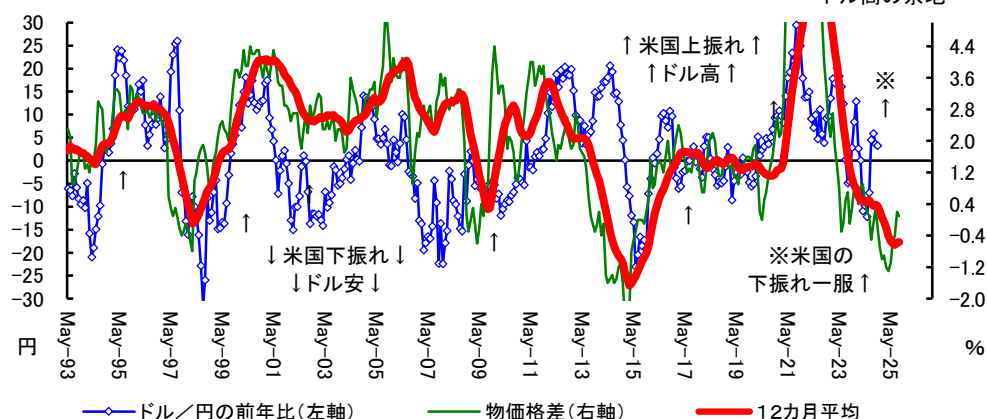
米日CPI前年比: 米国－日本の格差、同12カ月移動平均(1年先行)

ドル／円の月間ドル安値・前年比変化幅(1年運行)

※米国の下振れ一服後は時間差を含めてドル高の傾向

※CPIは消費者
物価指数の総合

※先行き
ドル高の余地

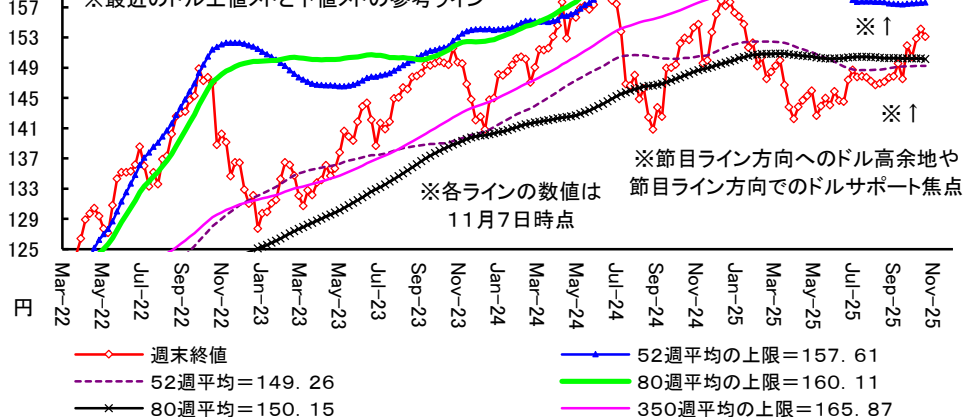


ドル／円の週足: 週末終値

52週、80週、350週の各移動平均線を

中央値のボリンジャーバンド

※最近のドル上値メドと下値メドの参考ライン



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。