

円建て原油高、米日実質金利差は米優位に 過去 40 年実績、時間差含めてドルと日本株を下支え

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2026/3/30 (月)

3 月以降は原油高・ドル高・円安と円建て原油高が連動進展しているが、米日の実質金利差では米国の上振れ優位につながる(実質金利＝名目金利－物価変動率)。過去 40 年で高確率の実績が見られ、実質金利面での日本の相対低位は時間差ケースを含めて、ドル/円でのドルと日本株の下支え要因となる。米国では原油高・ドル高が金利上昇と物価の抑制に作用(金利>物価＝実質金利上昇)。日本は円安・原油高で物価が上昇となる一方、米国比では原油高打撃や内需の需要面等が劣勢で、日本の金利を抑える(金利<物価＝実質金利低下)。

米国は原油高で金利上昇、ドル高が物価抑制

「為替レートに影響を与える要因としては、経常・貿易収支や相手国との相対価格比(物価格差)、貨幣供給(需要)量の違い、金利差などが挙げられる」、「金利差は日米の実質金利差を取ると、一定の相関関係がみられるが、時期によって連動の有無が異なる」、「最近ではコロナ後の 2022 年以降、実質金利差に連動する形で基本的なドル高・円安基調が続いており、金利差と為替水準の関係が再確認されるようになっている」――。

内閣府では過去にこのような分析を示している。こうした状況もあり、日銀は円安と輸入物価上昇による悪い物価上昇を抑えるため、日本の実質金利の過度な下振れを修正する正常化利上げを続ける構えでいる。実質金利とは「名目金利－期待インフレ率」や「名目金利－物価変動率」などで算出されるものだ。

その中で足元の 3 月以降はイラン有事により、原油高とドル高・円安が連動進展しており、円建ての原油相場は再上昇となってきた(原油高+ドル高)。過去 40 年の長期実績として、米国－日本の実質金利差では米国の上振れ優位につながりやすい。

実質金利面での日本の相対低位は、相対的な金融緩和環境となり、過去は時間差ケースを含めてドル/円でのドルや日本株市場での日経平均株価について、下支えや上昇に寄与してきた。同時に日銀の 4 月を含めた今後の利上げについて、円安阻止効果の減殺につながる。

現状のような原油高とドル高・円安の場合、米国では原油高がインフレ上昇懸念で金利の上昇要因となる一方、ドル高が過度な物価の上昇を抑制する(金利>物価＝実質金利上昇)。かたや日本では円安が物価高を助長させ、金利も上昇要因となるが、米国との相対比較では原油高打撃での脆弱性や内需の需要面での弱さなどにより、日本の金利は対米国比で抑

えられる(金利<物価＝実質金利低下)。

過去実績として米日の実質金利差では、1 年前後のタイムラグ・ケースを含めて米国の上振れ優位となりやすい。

足元で物価に影響する円換算の WTI 原油先物は 3 月 26 日の終値ベースで、前年比+40.9%の大幅上昇となってきた。月末値比較での前年比では、14 カ月ぶりの前年比プラス化で、40 カ月ぶりの大幅プラスになっている。

最近では円建て原油が、2024 年 1 月から前年比プラスの上昇局面入りが見られた。米国－日本の実質金利差は、「名目金利の月末値－CPI 前年比(消費者物価指数の総合)」による米日比較で、2 年債金利は同月の+3.2%という米国の上振れから、1 年後となる 2025 年 1 月には+4.5%に米国優位が拡大となっている。同期間には 10 年債金利による米国－日本の実質比較でも、+2.3%から+4.3%へと米国の上振れ進展が観測されていた。

日本は物価上昇でも金利は米国比低位

その 2024 年 1 月の場合、ドル/円は同月のドル安値 140 円台から、6 カ月後となる同年 7 月には 162 円接近と+21 円幅のドル高が連動観測されている。同期間中に日経平均株価は、月間高値の前年比が+16%から+43%の株高進行となっていた。

その前ではウクライナ戦争やコロナ後の反動需要改善などにより、円建て原油の前年比は 2021 年 2 月から上昇が加速となっている。タイムラグを経てドル/円は同月の 104 円台から、1 年後となる 2022 年 2 月には 116 円超えと+12 円幅のドル高が観測されている。同期間中に日経平均は、前年比で+20%から+48%の株高が同時進行となっていた。

さらにコロナ前では 2016 年以降、2012 年以降、2004 年以降、1995 年以降などで、円建て原油の前年比プラス上昇局面があった。それぞれ 1 年前後のあとの遅行時間差ケースを含めて、ドル/円でのドルや日経平均については「前年比プラス」の上昇トレンドが高確率で形成されている。

足元では物価に影響する円換算の WTI 原油先物が 3 月 26 日の終値ベースで、前年比+40.9%の大幅上昇となってきた。一方の名目金利は 2 年債金利で同日 26 日の終値に、米国が 3.99%となっている。2 年債金利 3.99%と原油前年比+40.9%の差し引きによる米国の参考実質金利は-36.9%の大幅低下となってきた。

しかし日本の 2 年債金利は米国比で低く、26 日は 1.35%となっている。原油前年比+40.9%の差し引

きによる日本の参考実質金利は-39.5%の低下となっている。結果、米国の-36.9%と日本の-39.5%の参考実質金利差は、+2.6%という米国優位となっている。

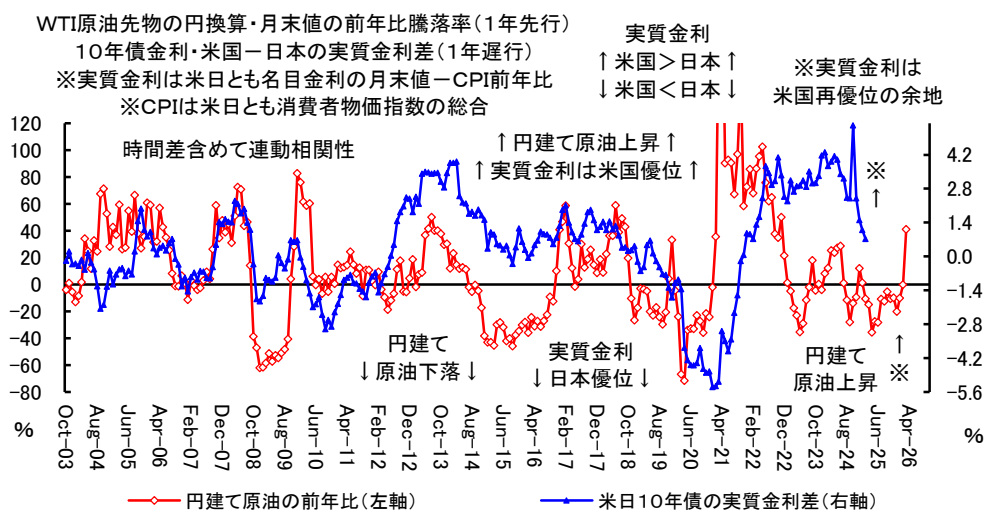
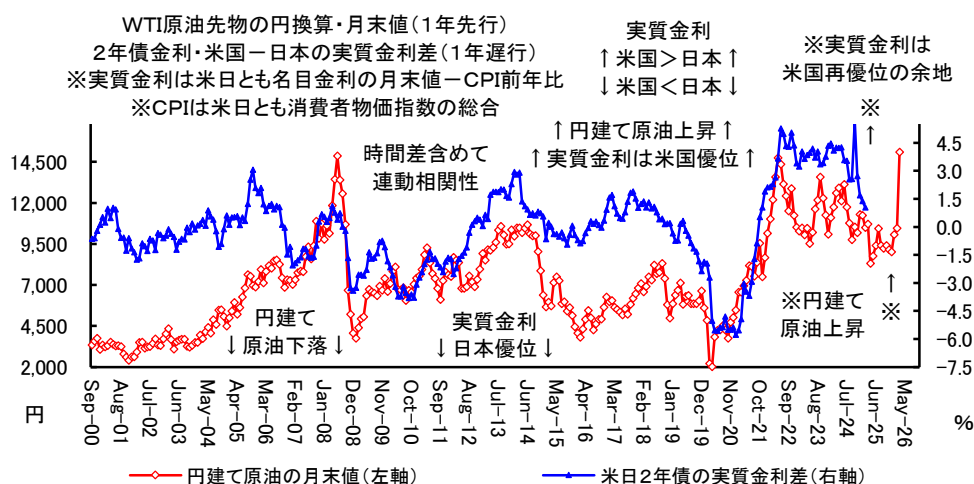
同じ計算法では昨年5月の+3.2%を米国の上振れピークとした金利差縮小を経て、今年1月の+2.3%や2月の+2.1%で縮小が一服。昨年10月以来の金利差の開きに回帰している。目先は原油が反落となっても、前年比では大幅プラスが持続となっていく。連動した米日への物価影響により、過去の円建て原油の上昇局面に沿えば、1年後の運行時間差を含めて、実質金利差面での米国の上振れ優位が来年にかけて持続となりやすい。

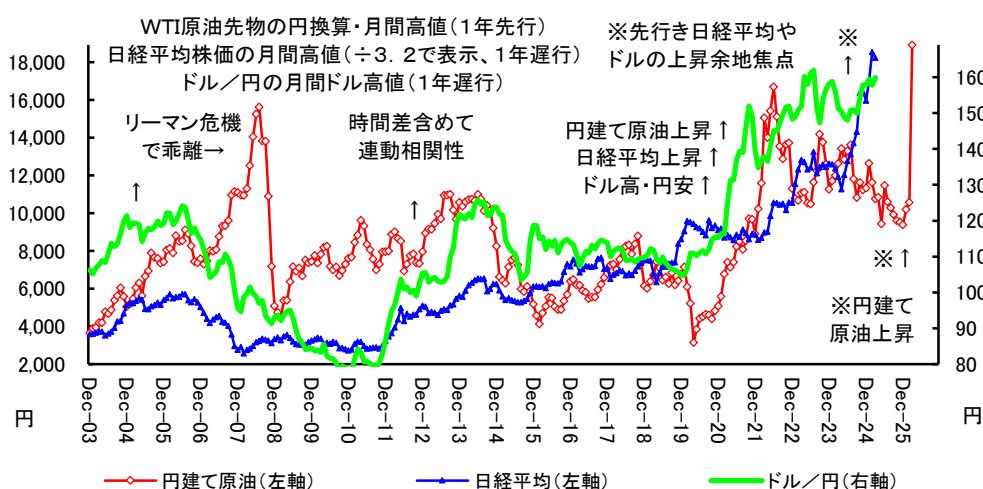
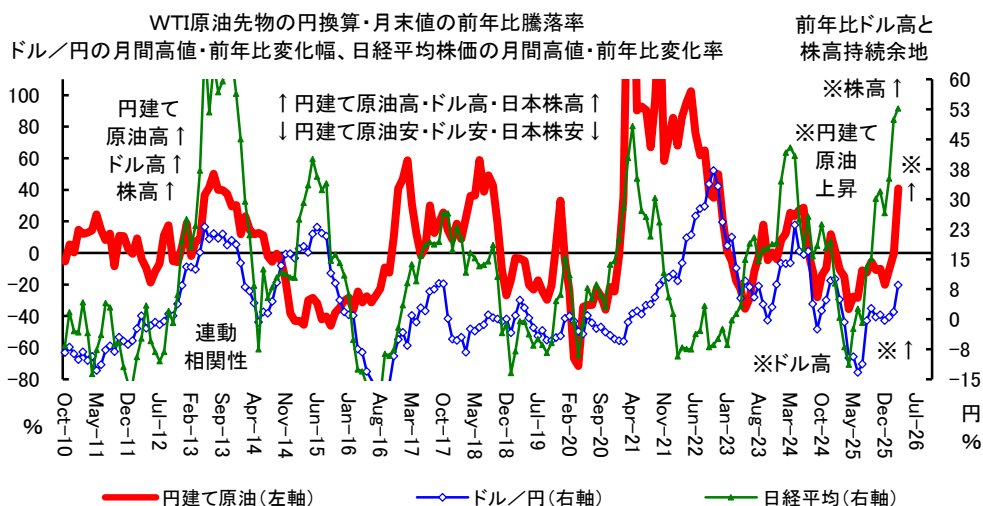
連動の形でドル/円でのドルや日経平均は、前年比プラス持続が注目されそう。過去ドル/円は原油相場のドル建て、円建てのいずれかで前年比プラスの基調が続く場合、月間ドル高値は前年比ドル高や、前年同月と同水準での持続実績が見られてきた。しかも原油上昇時には時間差ケースを含めて、ドル/円の月間ドル高値が前年比で+10円幅から+20円幅は上昇となるドル高パターンが繰り返されてきた。

その点で今年のドル上値メドで参考になる1年前の月間ドル高値は、昨年3月から12月にかけて148-157円となっている。低め見積もりの前年比+5円幅で、1ドル=153円から162円超え、前年比+10円幅で158円から167円超え、+15円幅で163円から172円超えという計算になる。

日経平均の場合、今年3月のイラン有事による急落でも月間高値の前年比プラス基調は維持されている。過去の前年比プラス局面で月間高値は、前年比騰落率の上昇ピークが2024年に前年比+43%、2021年に+48%、2017年に+27%、2015年に+40%、2010年に+27%、2006年に+54%、2004年に+48%などとなってきた。

現在の場合、今年3月27日時点で前年同月比+52.7%の株高と過去実績を踏襲しつつある。今年の年間での高値メドで参考になる昨年の年間高値は、5万2000円前後となっていた。年末に向けては、控えめの前年比+15%で6万円超え、+20%で6万3000円超え、+30%で6万8000円超え、+40%で7万3000円超えという計算になる。





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。