



最近の「ドル円相場」と「金利差」の関係について

経済調査部 主任研究員 武田紀久子
kikuko_takeda@iima.or.jp

<本稿は週刊エコノミスト誌（2018年8月27日発売号）寄稿文を加筆・修正したものです>

1. はじめに

ドル円相場の予測において、最も信頼できる指標・材料は何か？これを考える際に、念頭に置くべきポイントがいくつかある。1つは、歴史的にみて、全ての局面や時間軸で絶対的に有効な「決定理論」は存在しないということ。2つめは、為替相場が「美人コンテストの優勝者予測」に例えられるように、頼るべき指標・材料の判断は「自分の好み＝自分は何が一番だと思うか」よりも、「多数派の選択＝多くの市場参加者が今一体何に注目しているか」の見極めが重要であること。そして、3つめは、多数派の選択としてある指標・材料が一定期間定着しても、それが瞬時に別のものへ替わってしまうリスクがあること、つまり、相場には往々にして「非連続」が発生するという事実である。これらのポイントは、昨今のドル円相場と日米金利差の関係からも、浮かび上がる。

2. そもそも不安定な金利差とドル円相場の関係

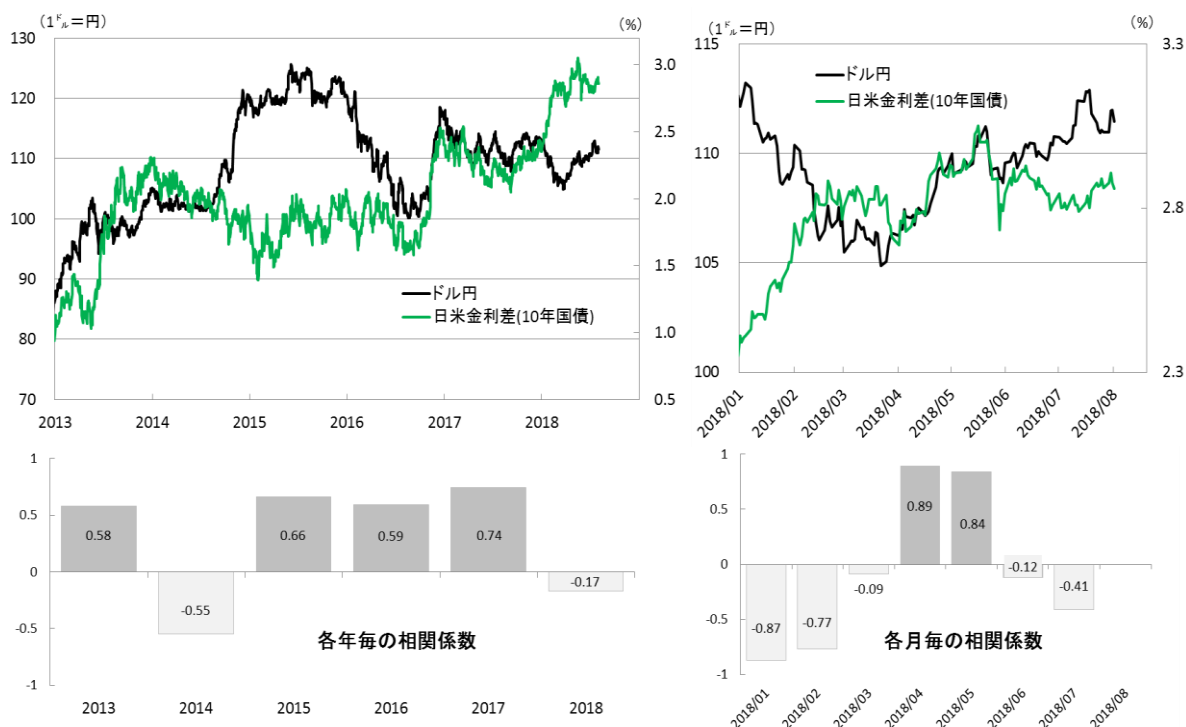
極めて単純化して言えば、「長期金利」とは一国の期待成長とコスト（物価）、そしてリスク・プレミアムの総和であり、いわば「おカネの値段」である。であるならば、2国間の為替相場を予測する「ものさし」の1つとして、「2国間金利差」を参照することはそれなりに意味がある。しかし、この「ものさし」は、必ずしも常時機能するわけではない。例えば、アベノミクスが導入された2013年以降の推移を各年毎に振り返ってみると、図表1・左側図に明らかな通り、2014年、そして、今年2018年には両者の相関が大きく崩れ、説明力を全く失っている。

今年2018年について詳しくみると、年初から3月にかけて、そして、6月以降から現在に至る2つの局面で、金利差との相関が大きく崩れている（図表1・右側図）。こうした「金利差離れ＝ディカップリング」は、言うまでもなく、大多数の市場参加者の関心が金利差以外の指標・材料へシフトした結果である。

今年1月のケースでは、その前後に米トランプ大統領が矢継ぎ早に財政拡張のポピュリスト政策・貿易保護主義政策を打ち出したことの影響が何と云っても大きい。超大型減税など財政支出拡大を補う国債増発等が「悪い米金利上昇」へ発展することへの懸念、

「円安牽制・ドル安誘導」が強まることへの警戒、あるいは、貿易戦争への面当てで「中国当局が米債投資を削減する」などの思惑まで浮上し、相関がなくなるどころか、日米金利差拡大とドル安円高が同時進行する「逆相関」へ、一気にシフトしてしまった。

＜図表1 ドル円相場と日米長期金利差（下図は相関係数）＞



(出所) Thomson Reuters より国際通貨研究所作成

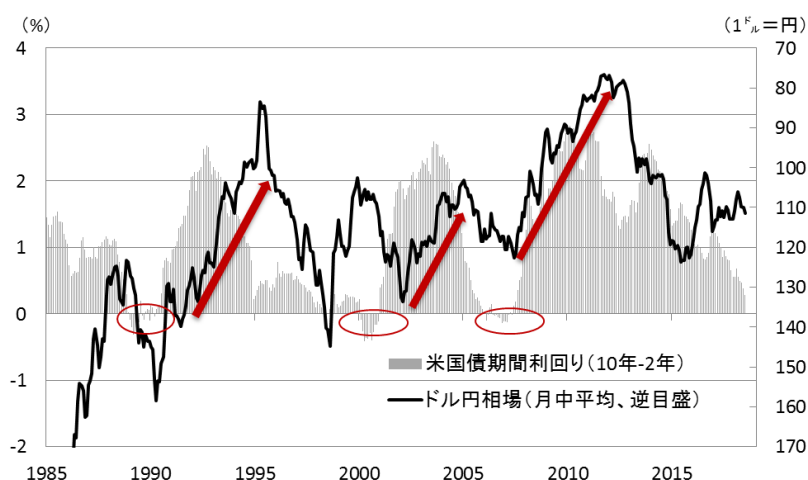
そもそも政治絡みの材料は、いつ、どのような形で出現するのか、織り込みが難しいが、全く先の読めないトランプ流の政策運営や情報発信によって、それが一層困難化している。米国の財政・通商政策が「ドルの信認低下」へ発展するリスクを多くの市場参加者が高い優先順位で警戒した結果、ドル円相場と日米金利差の関係が一気に逆相関になるという大きな「非連続」が発生したのである。

3. 米長期金利低迷の「謎」：逆イールドは円高を示唆

一方、今年1月のケースに比べ、同6月以降の金利差離れは、事情が少々込み入っている。背景には「米長期金利の低迷」、すなわち、米長期金利が今年5月に記録した3.10%水準を天井に2%台後半で頭打ち感強く推移している状況があり、これをどう解釈すべきか、市場はコンセンサスを形成できずにいる。金利上昇が単純明快に好況継続や利上げ推進を、あるいは、金利低下が景気後退や金融緩和を示唆し、一つの方向感で動意付いているのであれば、外為市場でも素直にそれをコンセンサスとして織り込むことができる。しかし、目下の米長期金利低迷は、米国で発表される各経済指標が概ね堅調を維持し、米FRBも利上げ継続の方針を鮮明にしている中で発生しており、その解釈は一筋縄ではいかない。

結果として、米国債券市場では長短金利差が著しく平坦化（図表 2）。そう遠くない将来、これが逆転（逆イールド化）することへの警戒もじわじわ強まっている。米国で 1985 年以降に観測された計 3 回の逆イールド発生時には、平均して約 18 ヶ月後に景気後退局面入りしている。また、おりしも 2009 年 6 月を谷とするに現在の景気拡大局面は、今年 8 月で 110 ヶ月と戦後 2 番目の長さとなり、最長記録の 120 ヶ月まで残り 1 年を切った。この先、まだまだ好況が続くと期待するよりも、1, 2 年後には景気後退に至る展開を想像する方が自然かもしれない。ちなみに、図表 2 にある通り、逆イールドを付けたのち、経過期間にはバラつきがあるものの、3 つのケース全てでその後比較的長いドル安円高局面入りをしている。

＜図表 2 米国の長短金利差（米国債 10 年・同 2 年の格差）とドル円相場＞



(出所) Thomson Reuters より国際通貨研究所作成

4. トレンドセッターはドル：米国事情はドル安を示唆

冒頭で、ドル円相場の予測に際して念頭に置くべきポイントを 3 つ挙げたが、実はもう 1 つ、極めて重要な点がある。それは、トレンド決定力、という意味では、ドル独自の指標・材料のインパクトが圧倒的に大きい、という事実である。世界の外為取引に占めるドルのシェアは 5 割弱と、2 位のユーロ（約 15%）、3 位の円（約 10%）を大きく引き離している。そもそもとして、ドル（米国）の事情から判断される趨勢が増価・減価どちらを向いているのかを知り置くことが、対円など 2 国間の為替予想において極めて重要な前提になる。

つまり、日米金利差や日米物価格差（購買力平価）など日米 2 国間の指標から示される「ものさし」だけに目を奪われていると、大きな潮流変化を見逃してしまうリスクがある。その意味で、ドル・インデックスと一定の相関が見て取れる米国「双子の赤字」が特に財政収支悪化を受けて再び拡大基調にあること、中間選挙に向け今後も強まるであろう「貿易戦争」のレトリックなど、先に触れた「米長期金利の低迷」も含め、米国事情はどちらかというドル安へ向いている点には、当面留意する必要があるだろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>