

日米長期金利とドル円相場の展望

米国の通貨政策の変化が円相場の変動要因に

みずほ総合研究所
 調査本部 市場調査部
 03-3591-1249

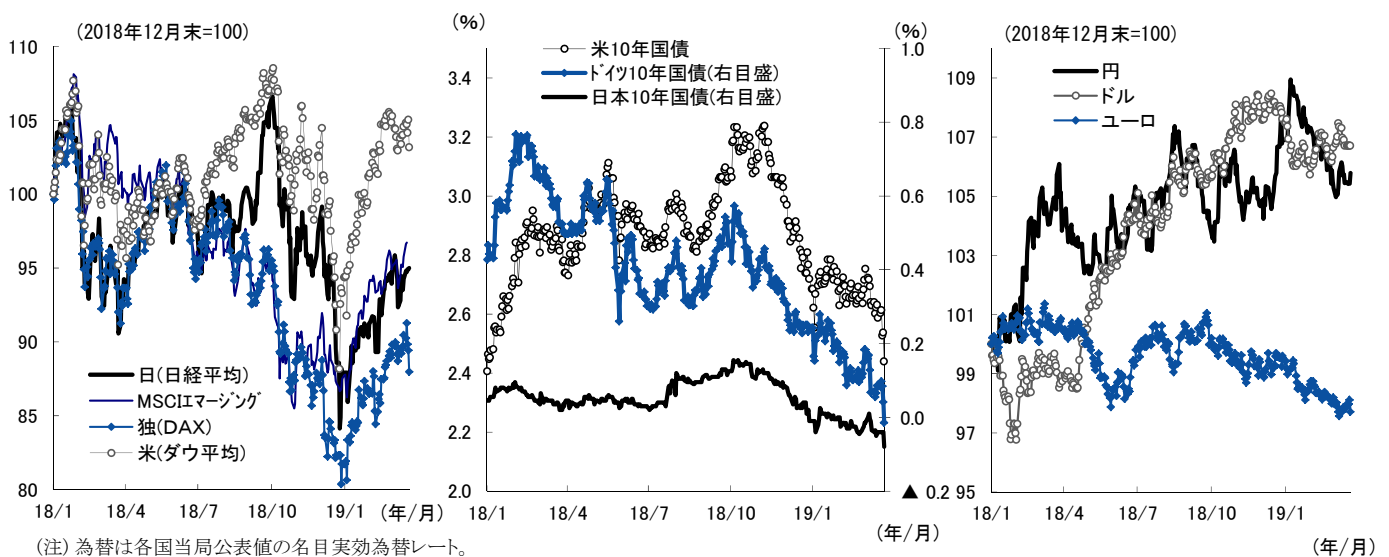
- 金融市場は世界経済下振れへの警戒を高めている。欧州や中国の景気下振れが鮮明となる中、今後の金融市場動向の鍵を握るのは、米国経済と金融政策運営の行方となるだろう
- FRBの利上げ観測が後退する中、インフレ加速懸念は高まらず、米長期金利は上昇しづらい展開を予想。円金利は日銀の追加緩和観測が高まり易い中、低位推移が見込まれる
- 日米金利差が大きく動かず、先行きの不確実性が高まる中、為替市場では様子見姿勢が強まり易く、ドル円相場はレンジ推移を予想。米通貨政策の変化による円高リスクに留意

1. 世界経済下振れへの警戒を高める金融市場

年末年始にかけボラティリティが高まった金融市場は一旦落ち着きを取り戻したが、足元では欧州や中国の景気下振れが鮮明となる中、世界経済減速への警戒を高めている（図表1）。3月のECB政策理事会やFOMCにおける成長率・物価見通しの下方修正も、市場の警戒を高める要因となっている模様だ。中国政府は全人代で成長率目標を引き下げるとともに、景気下支えを強める方針を示した。しかしながら、米中貿易摩擦の行方しだいでは、中国経済が更に下振れる展開も懸念される。

今後の金融市場動向の鍵を握るのは、世界経済をけん引する米国経済、そしてFRBの政策運営ということになるだろう。本稿では、日米長期金利、及びドル円相場の先行きを展望することとしたい。

図表1 金融市場の動向



(注) 為替は各国当局公表値の名目実効為替レート。
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

2. 米長期金利は当面上昇しづらい展開

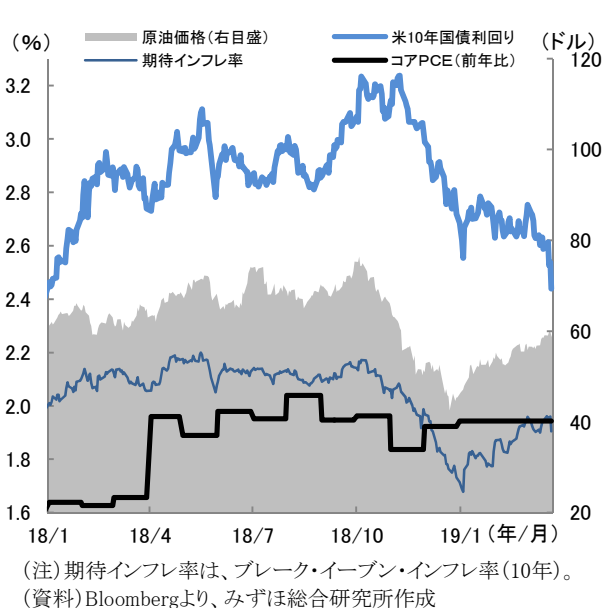
(1) 金利低下圧力となっている様々な材料

米10年国債利回りは昨年10・11月頭に3.23%と2011年以来の高水準をつけた後、低下基調に転じ、今年に入り横ばい圏で推移してきたが、3月FOMC後に2.4%台に急低下している(図表2)。ダウ平均株価が一時昨年の急落前の26,000ドル台を回復するまで上昇した動きと比較すると米金利の動きは対照的である。この背景にはいくつかの要因がある。

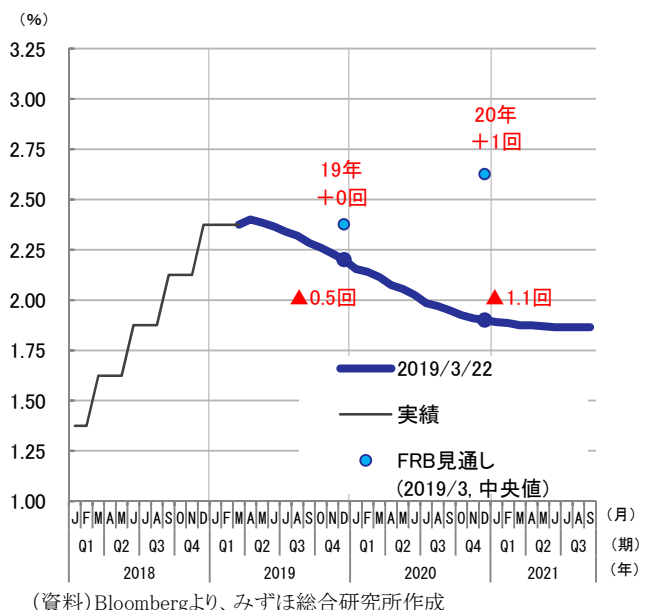
まずFRBの金融政策に対するスタンスの変化が挙げられるだろう。昨年10月の米金利急上昇のトリガーとなったのは、パウエルFRB議長のタカ派的発言である。「(景気を刺激も抑制もしない)中立までまだ遠い」という発言によって、市場参加者の利上げペース加速への警戒心が高まった。対照的に今年に入って以降はFRB高官のハト派的な発言が相次いでいる。パウエル議長は1月4日の講演で「金融政策を柔軟に見直す用意がある」と利上げ打ち止めを示唆するような発言をし、米金利は急低下した。3月FOMCではバランスシート縮小ペースを5月に半減、9月末で停止する方針が示された。またFOMC参加者の2019年利上げ見通し回数も、2018年12月時点の2回から一気に0回へ引き下げられた。市場参加者の見通しでは来年の利下げを織り込んでおり、さらにハト派的である(図表3)。ISM製造業指数や消費関連指標の減速感に加え、ベージュブックで多くの地域の景気判断が下方修正されたことに鑑みると、1~3月期のデータが利下げ織り込みを修正するとは見込み難い。4~6月期データで1~3月期からの改善を確認する必要があるため、少なくとも前半の間は、投資家の様子見姿勢が続き、米長期金利も現水準から上振れる可能性は小さいと予想する。

また、FRBの利上げ観測後退の根拠ともなったインフレ上昇リスクの減退も米金利上昇を抑制する要因となっているだろう。米長期金利を実質金利と期待インフレ率の和と考えると、昨年末の金利低下の主因は原油価格下落に伴うインフレ期待の低下であった(図表2)。米国のインフレ率(コア

図表2 米10年国債利回りと期待インフレ率



図表3 FF金利先物から見た市場参加者の米政策金利見通し



PCE)は2%弱で落ち着いて推移しており、加速感は見られない。また世界経済、特に米国に次ぐ石油消費国である中国の景気減速懸念が台頭するなか、原油価格が昨年のように70ドル台まで上昇する展開も考えにくい。原油価格上昇を嫌うトランプ大統領の発言も上値を抑えるなか、原油価格は現水準程度で推移し、期待インフレ率も上がりづらいだろう。世界経済減速懸念やブレグジット等の政治的不透明感を考慮すると、米国債は需要を集めやすい地合いが続きそうだ。

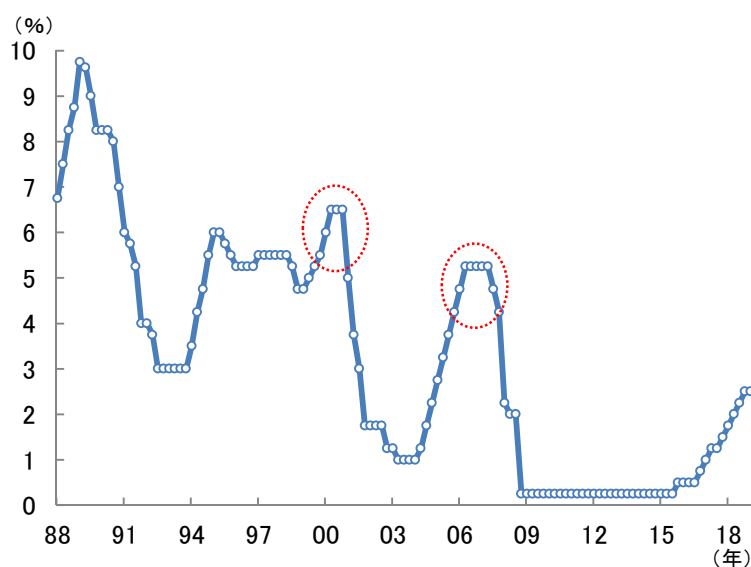
(2) 足元の長期金利低下は行き過ぎか

上述のように米金利に低下圧力がかかると予想するものの、足元の米金利急低下は少々行き過ぎていいる面があるとみている。

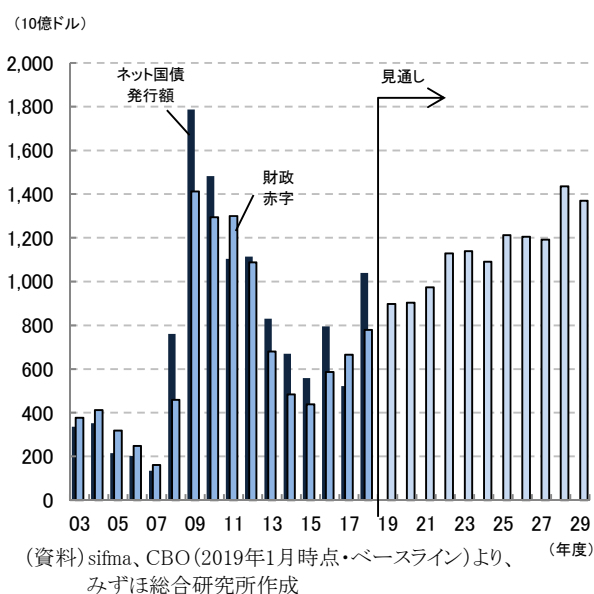
先述のFF金利先物からみたマーケットの政策金利見通しは、年内の利下げが50%以上の確率であるとみている。たしかに過去の局面に鑑みると、連続で利上げをし、半年以上政策金利を据え置いた後に利上げを再開できた例はなく、必ず利下げをしている(図表4)。市場参加者もこの事実を意識しており、利下げを織り込みやすい地合いといえる。このような環境下において、当面現状水準程度での推移が続く、もしくは更なる利下げ織り込みが進行し、金利が低下する場面が一時的にはあると考える。

ただし、みずほ総合研究所の見通しに立てば、今年や来年の成長率は潜在成長率(2%弱)を大きく下回ることにはないとみており、3月FOMCにおいても同様の見方がFRBから示された。FRBやみずほ総合研究所の見通しどおり景気の底割れを回避し、年内の政策金利が据え置かれれば、足元の利下げ織り込みは完全とはいかないまでも、はく落するだろう。その際、長期金利はインフレ加速懸念がないなかで限定的ではあるものの、幾分上昇すると見込む。トランプ大統領の拡張的な財政政策を補てんするために、米国債が大規模に増発されていることも金利の押し上げ材料となりうるだろう(図表5)。

図表4 米政策金利



図表5 米ネット国債発行額と財政赤字



3. 日本の10年国債利回りはゼロ%前後での推移を予想

(1) 10年国債利回りは当面ゼロ%前後での推移を予想

日本の10年国債利回りは、1月後半以降ゼロ%近傍のマイナス圏での推移が続いている（図表6）。世界経済の下振れが意識される中、日銀の追加緩和観測が一部にみられること、海外金利の低下などから、投資家が債券残高を積み増す動きが金利を押し下げている。特に超長期債利回りの低下幅が大きく、イールドカーブはフラットニングしている。

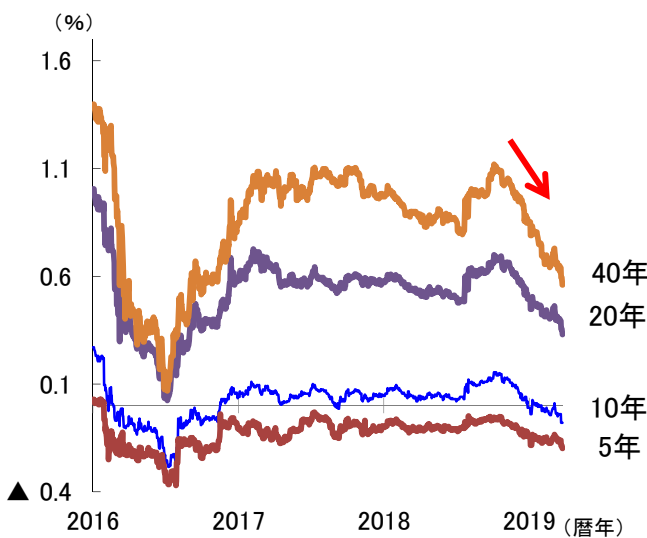
日銀の国債買入れ額は足元年間増加額40兆円を下回るペースとなっているが、円高リスクへの警戒が高まる中、日銀は国債買入れ減額を慎重に進めているようだ。マネタリーベースの増加額も日銀保有国債の償還増加などによりこのところ伸び悩んでいる（図表7）。日銀としては、国債買入れ減額を進めることでマネタリーベースが減少し、緩和度合いが弱まっていると見られることを回避したいところであろう。

国債利回りは当面ゼロ%前後での推移を予想している。日銀が国債買入れを進める中、国債保有残高が増加し、ストック効果による金利押し下げ効果が見込まれる。一方、更にマイナス金利が深くなる可能性は低いだろう。景気下振れに対し、日銀がマイナス金利を深掘りする可能性は低く、10年国債利回りが▲0.1%を下回ることは考えにくい。

(2) 日銀は当面政策を据え置くと予想。円急伸時はマイナス金利深掘りの可能性

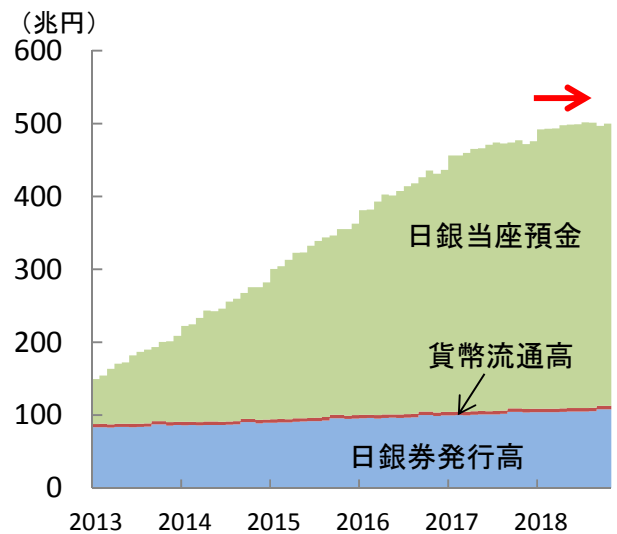
しかしながら、日本経済の先行きの見通しを踏まえると、日銀の追加緩和観測が更に高まる可能性がある。10～12月期の日本の実質GDP（2次速報）は、前期比+0.5%（年率+1.9%）と1次速報（年率+1.4%）から上方修正される結果となった。ただし、7～9月期のマイナス成長による落ち込みを取り戻すには至らず、力強さにかけるとの評価をしている。足元の日本経済は、設備投資は増加傾向を維持しているものの、鉱工業生産は1月時点で3カ月連続でマイナスとなっている。中国経済やIT需要の減速を背景に、自動車工業や電気・情報通信機械工業などの業種で低下しており、今後も中国向

図表6 日本国債利回りの推移



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表7 マネタリーベース



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

け資本財出荷の増勢が鈍化し、増産ペースは緩やかに減速する見通しである。1～3月期の成長率が更に下振れれば、日銀の追加緩和策に関する議論が更に高まる可能性がある。

もつとも、日銀の追加緩和余地は限定的である。黒田総裁は、景気下振れ時の追加緩和策として、マイナス金利の深掘りのほか、長期金利目標引き下げ、マネタリーベースの増加テンポの加速などを選択肢として示している。ただし、追加緩和を行う場合、副作用を最小限にとどめる対応を行うと発言している。追加緩和策が必要となる場合も、副作用が効果を上回る対応は行わないだろう。円高が急速に進む局面では、マイナス金利深掘りが選択肢になる可能性は否定できないが、景気減速に対しては、フォワードガイダンスの強化やETFの買入れ増額といった対応にとどまると思われる。

4. ドル円相場は上値が重い展開。米通貨政策の変更による円高リスクに注意

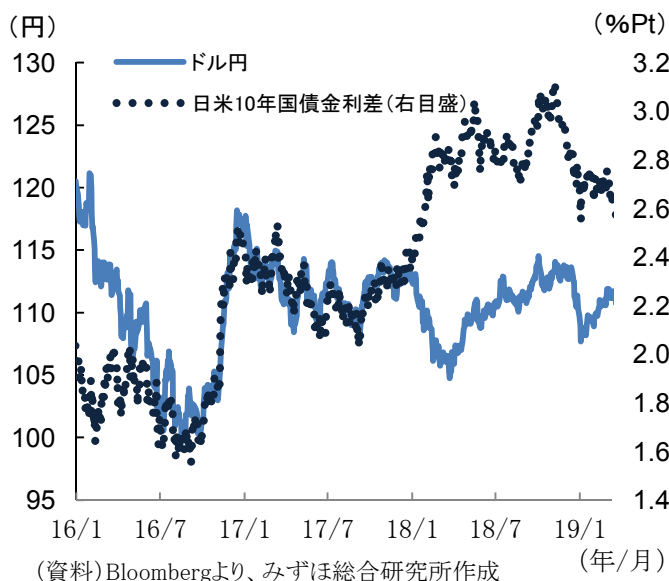
(1) ドルの上値が重い展開を予想

既述のように、日米長期金利差が拡大しにくい展開が予想される中、ドル円相場は当面、1ドル=110円前後のレンジでの推移を予想している。米国経済は底堅く推移すると考えているが、FRBの政策変更が行われないと見込まれる中、ドルは上値が重い展開が続くだろう。

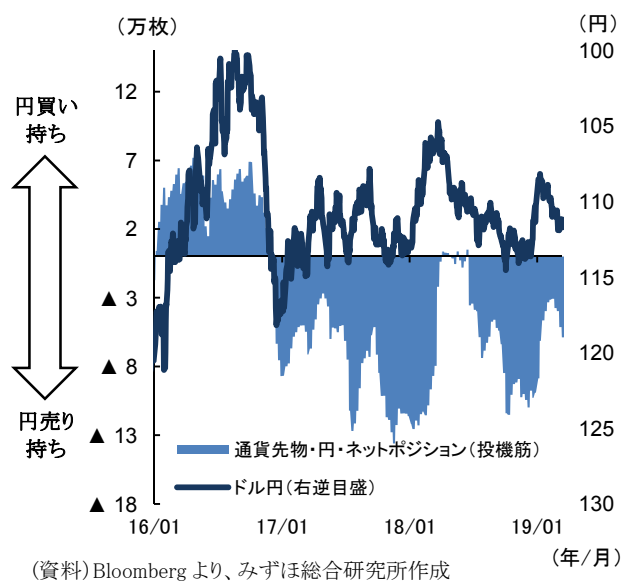
ドル円相場が大きく動かないと考える理由として、世界経済の不確実性の高まりが挙げられる。英国のEU離脱問題や米国の通商政策など政治的イベントは、今後の展開が読みにくい。こうした状況下で投資家は様子見姿勢を強めると考えられる。ドル円の投机筋のポジションを見ると、円安方向に偏っていたが、米利上げ観測が後退する中、円安ポジションが減少している(図表9)。市場では、当面円安が進みにくいとの見方が織り込まれる一方、今後の展開は政治イベントや景気動向により円高、円安どちらの方向にも振れ得る状況と考えられる。

日本にとって懸念されるのは円高進行リスクであるが、米国の通貨政策の変化に最も留意する必要

図表8 日米長期金利差とドル円相場



図表9 投机筋のポジション

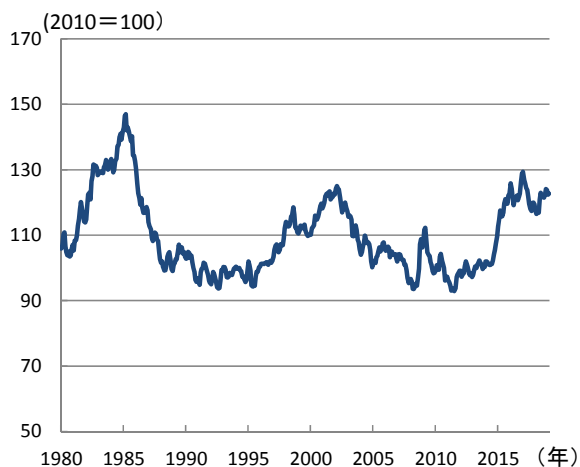


がある。具体的には、米国経済の下振れリスクが高まるタイミングで、トランプ政権がドル高是正のスタンスを強める展開である。ドルの実質実効為替レートの推移をみると、足元では、2000年代前半の水準を上回るドル高となっている（図表10）。トランプ政権が良好な景気の中で減税などの景気刺激策をとったことがドル高の背景と考えられるが、今後減税の影響がはく落していくと、米国経済を下押しする要因としてドル高への注目が高まり易くなる。トランプ大統領がドル高をけん制するスタンスを強めれば、為替相場が円高方向に振れるリスクが高まるだろう。その契機になり得るイベントが今後予定される日米物品貿易交渉である。貿易交渉では、USMCAで盛り込まれた為替条項の導入が要請される可能性がある。USMCAで盛り込まれた為替条項（図表11）では、「不公正な競争上の優位性獲得を目的とした為替操作の回避義務」が明記されている。日本は現状為替介入を行っておらず、為替条項を受け入れても問題ないとの見方がある。ただし、今後の為替条項見直し時に日本に不利な内容に見直される可能性は否定できない。為替相場が円高へと振れる可能性には留意が必要だ。

（2）日本の政策対応力の低下が円高進行の歯止めとなる可能性

ここまで、米国の通貨政策による円高リスクを説明してきたが、日本の政策対応力の低下が円高進行の歯止めとなる可能性があると考えている。日本の他国に対する相対的な政治・経済の安定性から、リスクオフ時には安全資産として円が選好される傾向は今後も維持されるだろう。しかしながら、投資先としての円の位置付けには変化の兆しが見られる。超低金利が長期間続いている円はそもそも投資資産として魅力を欠いていることに加え、日銀による景気下振れ時の金融政策対応余地も乏しい。先進国最悪の財政状況にある日本は財政拡大にも限界がある。海外からの対内証券投資の動きにも変化が見られる。株式・投資ファンドに対する資金流入は、流出超の傾向にある。中長期債に対する投資は日銀の量的・質的金融緩和による金利低下（価格上昇）の中で増加してきたが、こちらも足元は増加ペースが一服している。短期債への資金流入は安定しているが、円調達コストの低下による投機的な動きが相応に含まれていると考えられる。日本経済の先行きに対する懸念が、円資産に投資を行うにあたっての一定の歯止めとなるとすれば、リスク回避時の円高進行を抑制する要因となるだろう。

図表 10 ドルの実質実効為替レート



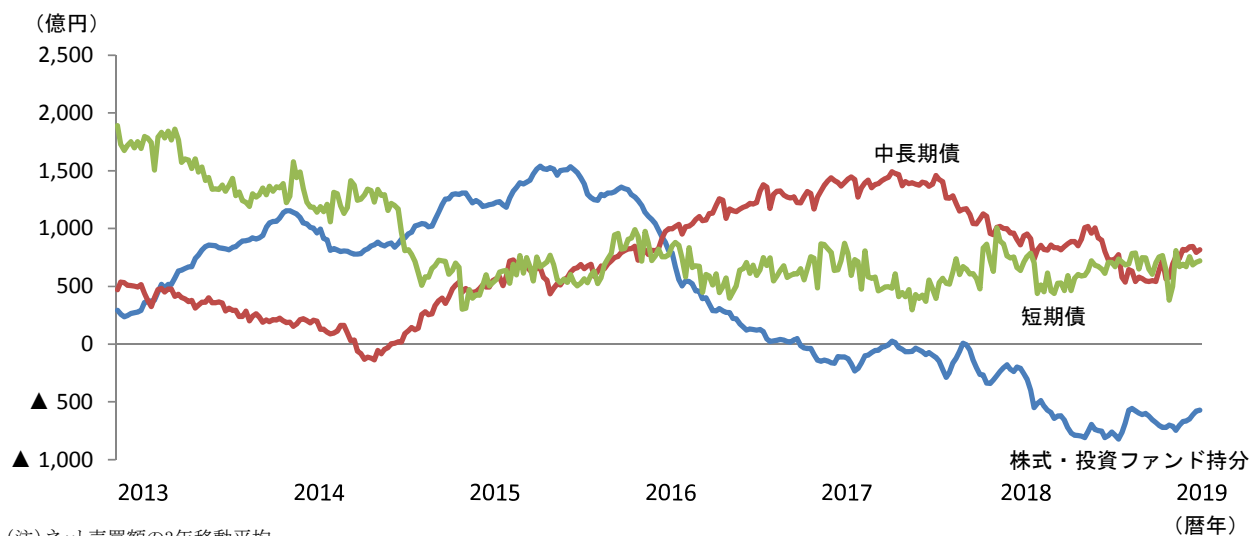
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表 11 各協定の為替に関する合意事項

USMCA	<ul style="list-style-type: none"> 効果的な国際収支の調整回避や不公正な競争上の優位性獲得を目的とした為替操作の回避義務を確認。為替介入を行った場合、必要に応じ相手国に速やかに通知 外貨準備、介入実績等の透明性・報告を義務付け。義務違反が継続し、協議でも解決しない場合は紛争解決手続も利用可
TPP(環太平洋パートナーシップ)	<ul style="list-style-type: none"> マクロ経済政策及び為替政策の協調を強化。各当局は、通貨の競争的な切り下げを回避し、競争力を目的として自国の為替レートを誘導しない(共同宣言)
米韓FTA(改訂)	<ul style="list-style-type: none"> 米財務省は「通貨の競争的な切り下げや不公正な競争上の優位をもたらす慣行を回避することを韓国と了解した」との認識 一方、韓国政府は、為替介入実績の情報開示を開始する方針ながら、為替条項に関する米韓合意の存在を認めていない

(資料) 各協定、米ホワイトハウス、米財務省、各種報道より、みずほ総合研究所作成

図表 12 対内証券投資の動き



(注) ネット売買額の3年移動平均

(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成

[共同執筆者]

市場調査部 上席主任エコノミスト	野口雄裕	takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp
市場調査部	宮本凌	ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp
市場調査部	黒宮界人	kaito.kuromiya@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。