

2016年10月7日 全11頁

# 今後の為替レートを見る上での注目ポイント

## 観察され続ける米国10年国債金利の円/USドルレートへの影響

経済調査部 主席研究員  
金子実

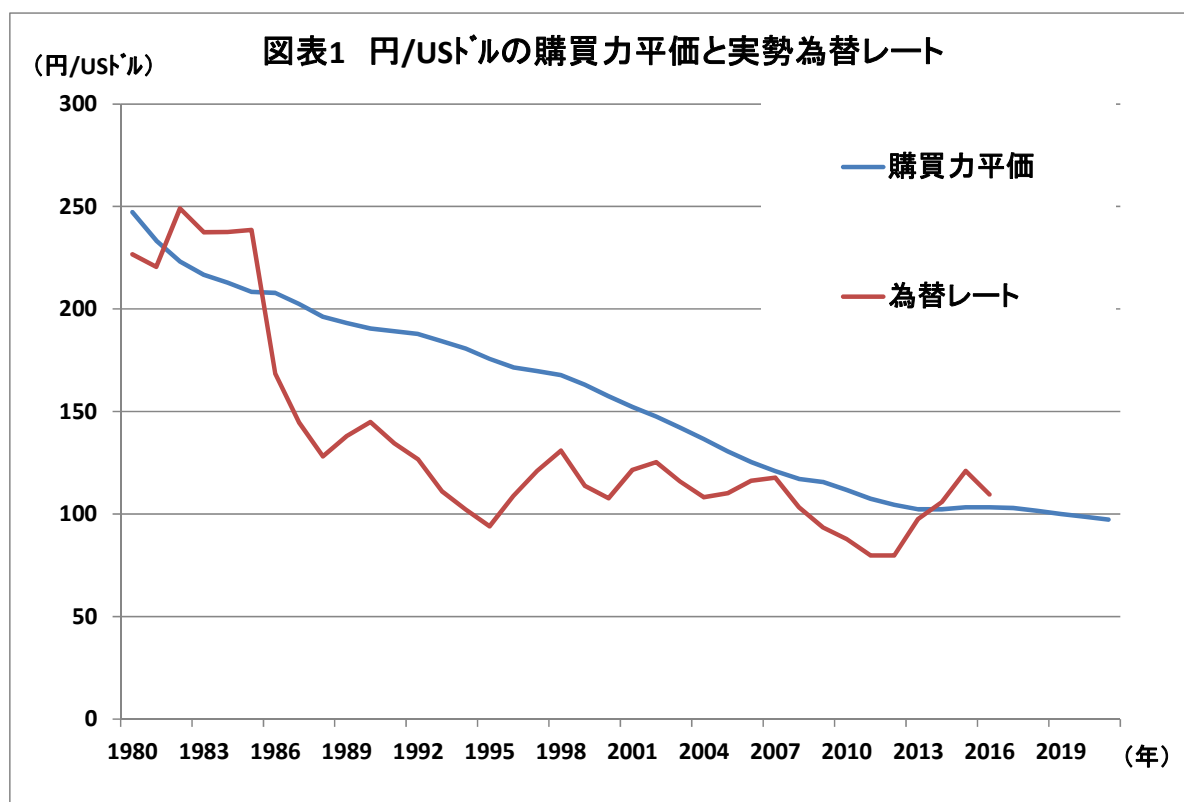
### [要約]

- 2008年のリーマン・ショック以降、日米の短期金利差の円/USドルレートへの影響はあまり観察されなくなったが、国債の日米金利差の円/USドルレートへの影響は引き続き観察されている。
- 2015年以降、2年国債の日米金利差の円/USドルレートへの影響は顕著には観察されなくなったが、10年国債の日米金利差の円/USドルレートへの影響は引き続き観察されている。
- 2016年に入っても10年国債の日米金利差の円/USドルレートへの影響が観察され続けている背景には、日本10年国債金利が大幅に低下したにもかかわらず、米国10年国債金利が更に大幅に低下したことにより、日米金利差がわずかながら縮小したことがあり、10年国債の日米金利差の円/USドルレートへの影響は、米国10年国債金利の動きにより生じている。
- 米国10年国債金利は、独自の要因により大幅に変動し得る一方、日本の10年国債金利の今後の変動幅は、日銀の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策により0.1%未満におさまることが見込まれることから、米国10年国債金利がどう動くかが、今後の為替レートを見る上での注目ポイントである。
- 米国10年国債金利は、米国の国内要因のみならず、チャイナ・ショックやECBの量的緩和政策などの米国の国外の要因によっても影響を受けて変動しており、それらの米国の国外の要因にも注目することが必要である。

### 1. 1995年以降観察されるようになった日米金利差の円/USドルレートへの影響

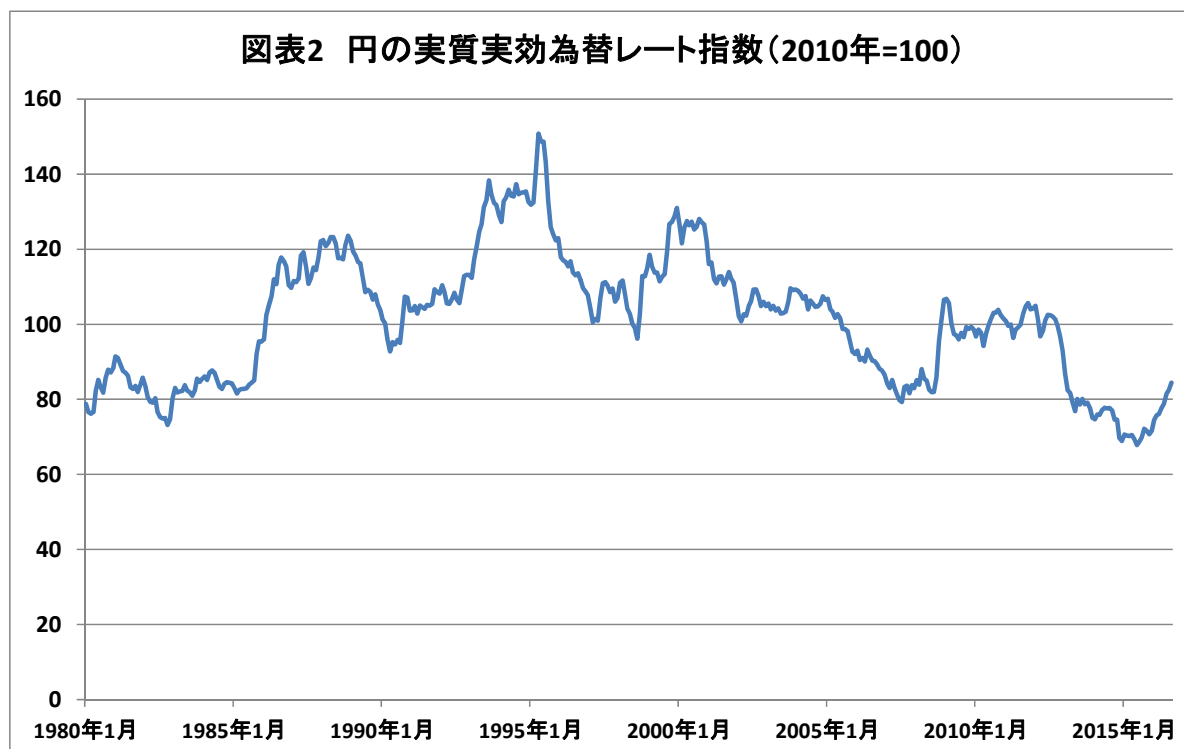
1985年のプラザ合意による円買い・USドル売り協調介入以降、円/USドルレートは、円/USドルの購買力平価の変化を上回る速さでの円高傾向となり（図表1）、円の実質実効為替レートは上昇傾向となった（図表2）。この傾向は、1995年の七夕介入と呼ばれた円売り・USドル買

い日米協調介入のころまで続いたが、この期間には、日米経済摩擦が円高に働いていることによる円高シンドロームがあるのではないかということが言われ、日米金利差の円/USドルレートへの影響は、あまり観察されなかった。



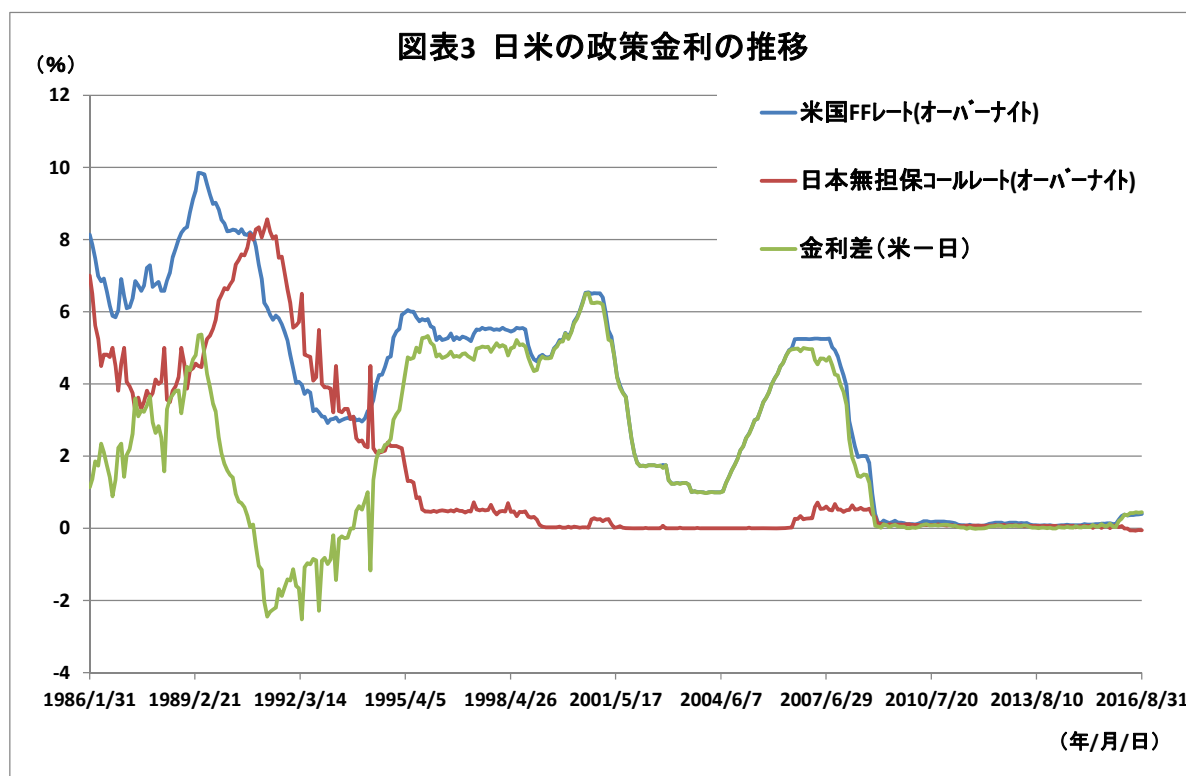
(注) 2016年以降の購買力平価はIMF予想

(出所) 日本銀行統計、IMF統計より大和総研作成



(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

しかしながら、この傾向は 1995 年ごろから変化した。日本では、失われた 20 年とも呼ばれるデフレ傾向が見られるようになり、政策金利が低下する一方、米国では、インターネット革命などによる経済成長率の高まりが見られ、政策金利が上昇した（図表 3）。その結果、米国の金利が日本の金利を相当程度上回る状況が 2008 年のリーマン・ショックのころまで続くこととなり、日米金利差の円/US ドルレートへの影響が観察されるようになった。米国の金利が日本の金利を上回る状況においては、日米金利差は円安の方向に働くことが多かったと考えられ、1995 年ごろまで拡大傾向にあった円/US ドル為替レートと円/US ドル購買力平価の差は縮小傾向となり、円の実質実効為替レート指数は、低下傾向となった。



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

この傾向は、リーマン・ショックのころから再び変化した。米国の政策金利もゼロ近辺に引き下げられ、日米の政策金利の差がほとんどなくなり、2012 年暮れの安倍政権誕生のころまでは、1995 年までの円高シンドロームの再来のような円高が進行した。安倍政権の誕生以降は、日本でアベノミクスと呼ばれる経済政策がとられ、円/US ドルレートは再び円安傾向となったが、今年に入ってまた急速な円高が進行した。昨年暮れに米国の政策金利が 7 年ぶりに引き上げられ、米国の政策金利が日本の政策金利を上回り始めたにもかかわらず、円高が急速に進行したということは、日米金利差の円/US ドルレートへの影響はなくなってしまったことを意味するのだろうか。しかし、金利には様々なものがあり、政策金利の影響を受ける傾向の強い金利もあれば、そうでない金利もある。本稿では、いくつかの代表的な日米金利差の円/US ドルレートへの影響をリーマン・ショックの前後を通じて見ることにより、米国 10 年国債金利の動向が、今後の円/US ドルレートを見る上で注目すべきポイントであることを示す。

## 2. 日次データで見た各種日米金利差の円／USドルレートへの影響

通貨による金利差が為替レートに影響を与えるのは、金利のより高い通貨を保有することにより、より高い金利収入を得られるためである。しかしながら、金利のより高い通貨を保有している間にその通貨の為替レートが下落して、為替差損が金利差収入を上回ってしまうリスクがあるため、通貨による金利差が為替レートに与える影響は、金利差以外の要因が為替レートにどのような影響を与えるかについての人々の予想により大きく変化する。金利差以外の要因が為替レートに与える影響が大きいと人々が予想する場合には、通貨による金利差の為替レートへの影響がかき消されてしまうこともある。

また、金利には様々な期間の金利があり、また国債のように期間中に債権を売買できる金利と、そうでない金利がある。期間の長短によって通貨による金利差の為替レートへの影響は異なり、また債権を売買できるか否かによっても通貨による金利差の為替レートへの影響は異なる。

以下では、期間中に債権を売買できない金利としては3ヶ月のLIBORを取り上げ、期間中に債権を売買できる金利としては国債の金利を取り上げ、また期間の長短については、国債の金利について2年国債の金利と10年国債の金利を取り上げて、日米金利差が円／USドルレートに与える影響の推移を見ることとする。

影響の推移の見方としては、1991年から2016年9月22日までの日米金利差と円／USドルレートの日次データによって年ごとに回帰分析を行い、上記の考え方による日米金利差の円／USドルレートへの影響がどの程度観察されるかの推移を見る。年ごとに為替リスクや金利リスクについての人々の予想にはある程度の傾向があり、その傾向が年ごとに変化していくと考えるわけである。

回帰分析は、「USドル金利（または米国国債金利）－円金利（または日本国債金利）」の日米金利差を説明変数とし、円／USドルレートを被説明変数として行う。上記の考え方による日米金利差の円／USドルレートへの影響は、日米金利差の拡大が円安の方向に働くという正の回帰係数により表れると考えられ、負の回帰係数となった年は、決定係数（0～1の値で、説明変数が被説明変数を説明する程度を示す。）が高くても影響は観察されない年と考える。また、正の回帰係数になった年も、決定係数が0.3未満の年は、影響が十分観察されない年と考える。

以上の考え方によりBloombergのデータを使って回帰分析を行った結果が、以下の図表4、5、6である。上記の判断基準（回帰係数が正で、決定係数が0.3以上）により日米金利差が円／USドルレートに影響を与えていると認められる箇所に、黄印を付している。

図表4 3ヶ月LIBOR金利差(USドル-円)を説明変数とする回帰分析結果(日次データによる。)  
 「円／USドル為替レート」＝「定数項」＋「回帰係数」×「3ヶ月LIBOR金利差(USドル-円)」  
 (黄印は、回帰係数が正で、決定係数が0.3以上の場合。)

年	回帰係数	定数項	決定係数
1991年	-5.21345	126.9804	0.215656
1992年	-1.9735	125.4113	0.031131
1993年	-6.25188	113.0299	0.268079
1994年	-3.7876	111.4309	0.652466
1995年	3.485929	77.31013	0.067311
1996年	13.59378	41.6149	0.431652
1997年	12.09481	58.48522	0.062806

1998年	51.58261	-125.237	0.559536
1999年	-10.9793	170.8404	0.541256
2000年	-1.33127	116.1299	0.028706
2001年	-1.44604	126.705	0.233969
2002年	13.62065	101.77	0.17812
2003年	18.60359	94.35429	0.146824
2004年	-1.9354	111.2125	0.114405
2005年	8.385601	80.7828	0.90881
2006年	-2.77011	129.8952	0.046522
2007年	10.19324	71.84244	0.568295
2008年	4.264331	94.89179	0.26061
2009年	6.701659	92.13365	0.261869
2010年	1.086494	87.54939	0.000707
2011年	-13.6111	81.62954	0.250981
2012年	-11.4987	82.53313	0.174214
2013年	-207.757	120.9668	0.458953
2014年	368.8677	66.87945	0.829627
2015年	5.54508	119.8282	0.051326
2016年(9月22日まで)	-49.1049	142.5071	0.73839

(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表5 2年国債金利差(米-日)を説明変数とする回帰分析結果(日次データによる。)  
 「円/USドル為替レート」=「定数項」+「回帰係数」×「2年国債金利差(米-日)」  
 (黄印は、回帰係数が正で、決定係数が0.3以上の場合。)

年	回帰係数	定数項	決定係数
1991年	3.730479	134.2797	0.028614
1992年	3.401365	124.5196	0.095775
1993年	-3.24676	114.9656	0.082653
1994年	-3.08401	112.101	0.389132
1995年	12.91607	32.7828	0.18731
1996年	4.824531	85.46034	0.472446
1997年	8.554787	75.75561	0.128553
1998年	13.79075	67.28146	0.469165
1999年	-6.29707	146.0897	0.211417
2000年	-2.25978	120.8996	0.239574
2001年	-1.34374	126.5808	0.071547
2002年	6.081707	109.8143	0.461634
2003年	-8.80262	129.3253	0.150312
2004年	-0.37808	108.9686	0.004032
2005年	14.6036	56.34792	0.834443
2006年	-2.13347	125.1703	0.022405
2007年	6.083812	96.52629	0.834008
2008年	9.572464	90.88773	0.80166
2009年	2.469808	92.07346	0.010891
2010年	17.66055	78.41355	0.847128
2011年	13.48892	76.14793	0.863599
2012年	32.71481	74.56521	0.314518
2013年	11.51604	95.37367	0.02723
2014年	41.18275	90.15512	0.658197

2015年	6.596958	116.6418	0.215351
2016年(9月22日まで)	2.220747	106.5565	0.000957

(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表6 10年国債金利差(米-日)を説明変数とする回帰分析結果(日次データによる。)  
 ‹「円/USドル為替レート」=「定数項」+「回帰係数」×「10年国債金利差(米-日)」›  
 (黄印は、回帰係数が正で、決定係数が0.3以上の場合。)

年	回帰係数	定数項	決定係数
1991年	-6.84728	144.9125	0.040415
1992年	3.808637	120.1473	0.054463
1993年	5.293368	102.6008	0.112736
1994年	-5.71459	117.4898	0.361778
1995年	-22.75	165.9856	0.503932
1996年	4.512003	93.818	0.507372
1997年	9.031102	84.92125	0.188544
1998年	17.20123	66.47678	0.276491
1999年	-4.23935	130.2054	0.111715
2000年	-2.27187	117.478	0.179087
2001年	2.52756	112.4169	0.054638
2002年	8.386234	97.44467	0.377609
2003年	9.077566	88.74343	0.199429
2004年	2.455269	101.3869	0.034616
2005年	9.683853	82.20494	0.055893
2006年	-6.69787	136.7031	0.154795
2007年	17.43326	66.4519	0.817567
2008年	11.76439	78.09011	0.657445
2009年	-1.61685	96.67986	0.027882
2010年	9.822211	67.96431	0.622947
2011年	4.31392	72.63368	0.818815
2012年	7.226584	73.12057	0.208459
2013年	5.428605	88.82265	0.343726
2014年	-24.9992	155.273	0.293968
2015年	9.309647	104.5729	0.442094
2016年(9月22日まで)	28.82297	56.82596	0.361421

(出所) Bloomberg より大和総研作成

この回帰分析の結果において筆者が重要と考える点は、以下の4点である。

(1) 1995年までは、3種類のすべての金利について、日米金利差の円/USドルレートへの影響はほとんど観察されない。1995年までは日米経済摩擦が円高に働いていることによる円高シンドロームがあるのではないかということが言われていたことは既にご書いたが、この時期には、日米金利差以外の要因が円/USドルレートに影響を与えるとの予想が強く、日米金利差が円/USドルレートに与える影響はかき消されていたものと考えられる。

(2) 1996年から2007年までは、3種類すべての金利について、日米金利差の円/USドルレートへの影響が観察される。この期間は、米国の政策金利が日本の政策金利を相当程度上回っており、回帰分析を行った3種類の日米金利差もある程度日米の政策金利の差を反映したものと

なっていて、円／USドルレートに影響を与える傾向があったものと考えられる。

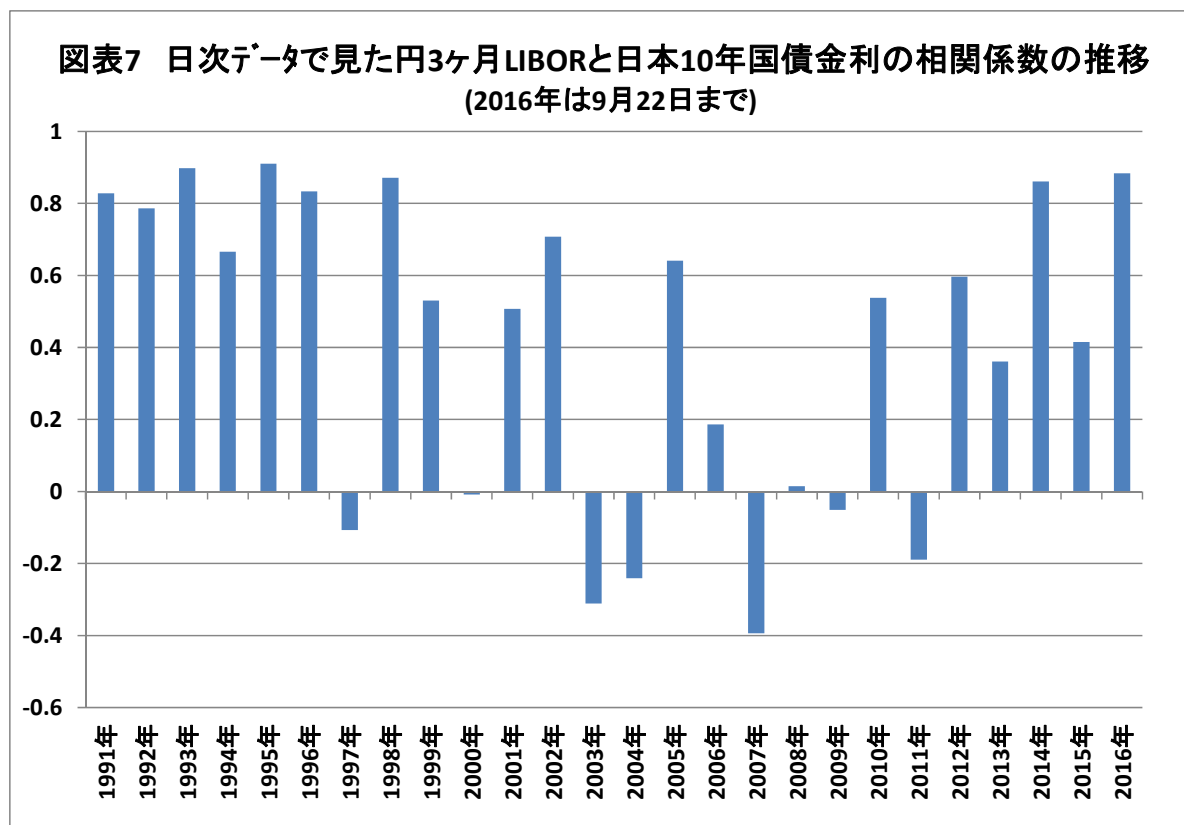
(3) 2008年以降は、LIBORのUSドル／円金利差の円／USドルレートへの影響の観察される年が2014年しかないのに対し、2年国債、10年国債の日米金利差の円／USドルレートへの影響は、2007年までにも増して頻繁に観察される。2008年以降は、日米双方で金融政策の重点が短期の政策金利の誘導から量的緩和による長期金利の誘導に移ったが、そのような状況においては、オーバーナイトの政策金利および政策金利と連動性の強い3ヶ月LIBORのUSドル／円金利差の円／USドルレートへの影響があまり観察されなくなった一方、期間がより長い満期を待たないでも売買することのできる国債の日米金利差は、引き続き円／ドルレートに影響を与え続けていたものと考えられる。

(4) 2015年以降、国債金利の中でも2年国債の日米金利差の円／USドルレートへの影響は弱まっている一方、10年国債の日米金利差の円／USドルレートへの影響は、引き続き観察される。2015年暮れ以降日米の政策金利の差が7年ぶりに開き始めたにもかかわらず急速な円高が進み、日米の政策金利の差の円／USドルレートへの影響が観察されないことは既に述べたが、その一方で、10年国債の日米金利差の円／USドルレートへの影響は、2015年も2016年も観察されるのである。

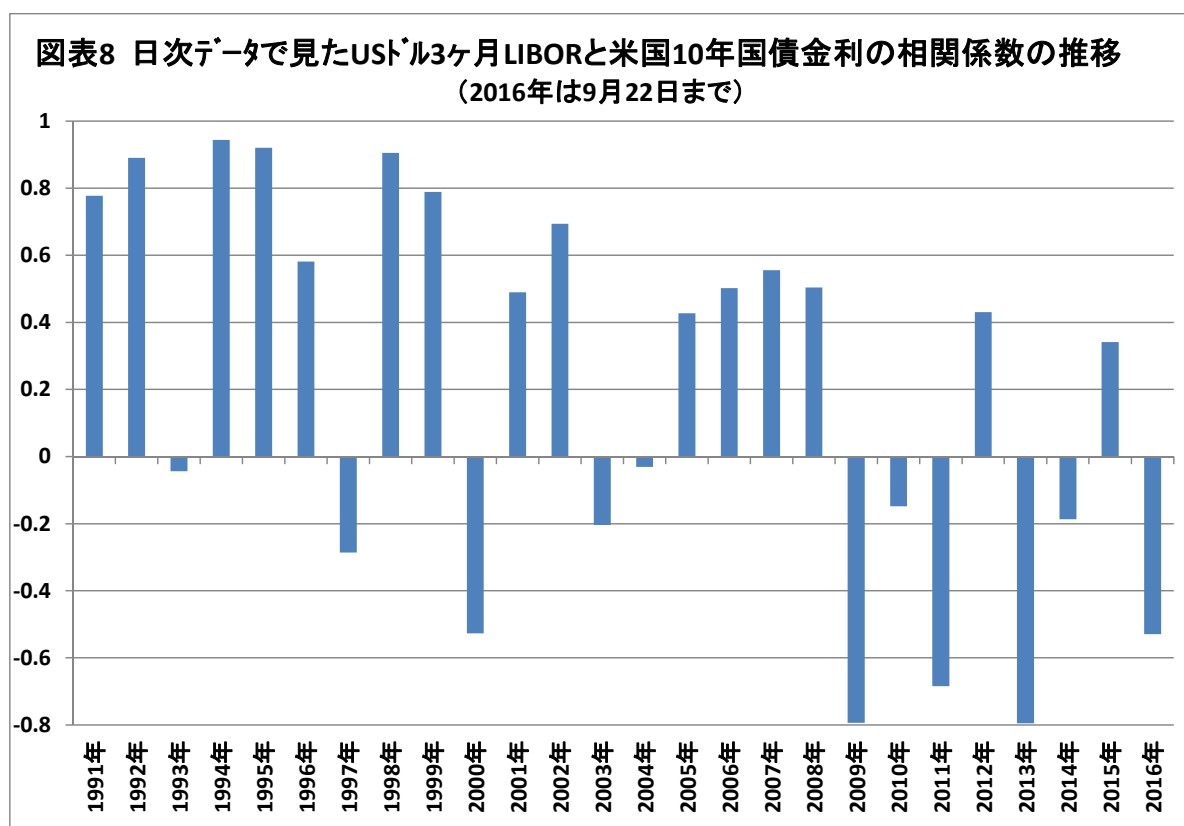
### 3. 10年国債の日米金利差が円／USドルレートに影響を与え続けている背景

2018年のリーマン・ショックの後、日米双方で金融政策の重点が短期の政策金利の誘導から量的緩和による長期金利の誘導に移った状況において、円／USドルレートに影響を与える日米金利差が主として国債の金利差となり、2015年以降はその長期化が観察されるようになったということは、今後の為替レートを見る際には、国債の特に長期の日米金利差が、一つの注目すべきポイントであることを示唆している。それでは、国債の特に長期の日米金利差は、どのような要因によって影響を受けているのだろうか。

この点を見るために、まず国債の長期金利が、政策金利によって影響を受けやすい短期金利とどの程度連動しているのかを、日本と米国のそれぞれについて見る。そのために、やはり1991年以降の日次データを使って、3ヶ月LIBORと10年国債金利の相関係数を、日本と米国のそれぞれについて年ごとに計算した結果が、図表7、8である。



(出所) Bloomberg より大和総研作成



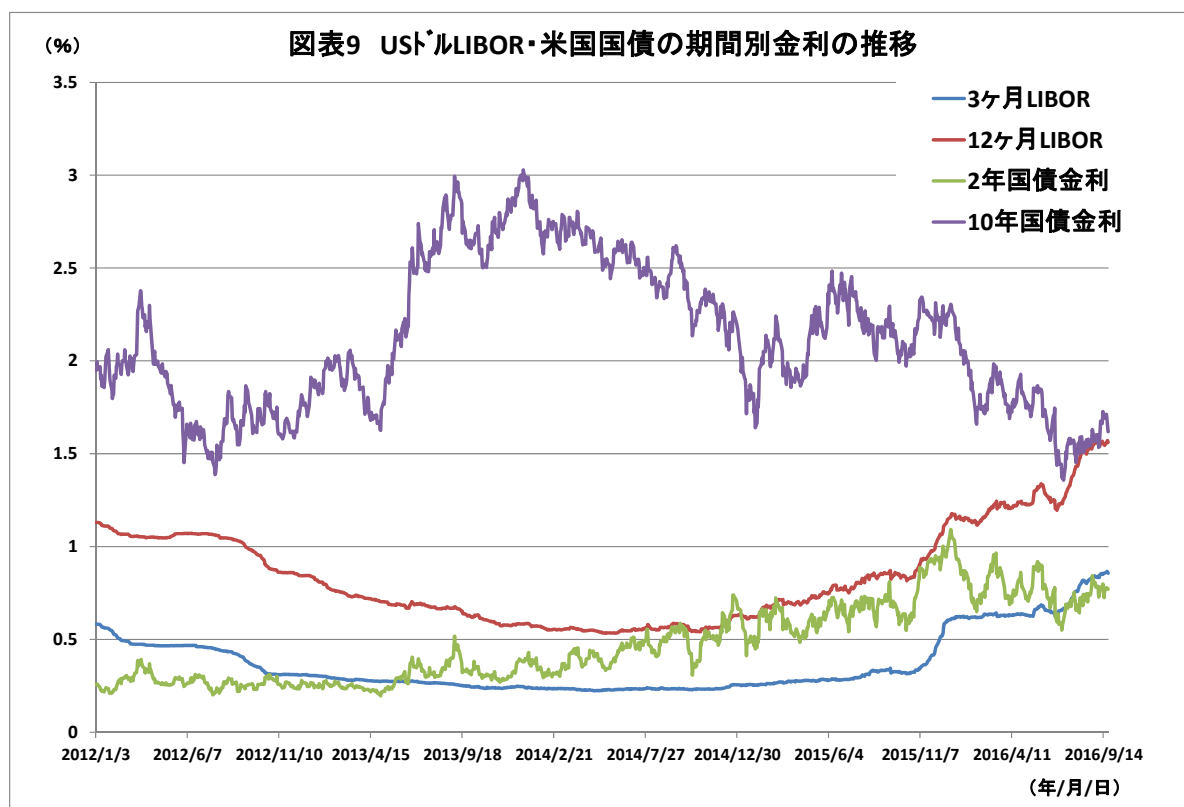
(出所) Bloomberg より大和総研作成

この図表7、8を見ると、米国では、リーマン・ショック以降、3ヶ月LIBORと10年国債金利が負の相関となっている年が多いのに対し、日本では、リーマン・ショック以降も3ヶ月LIBOR



と10年国債金利が正の相関となっている年が多いことがわかる。このことは、主として米国で、10年国債の金利が政策金利とは異なる動きをしており、そのことが10年国債の日米金利差のみが円/USドルレートに影響を与え続けている要因となっていることを示唆している。

そこで、USドルLIBORおよび米国国債の期間別の金利の推移を、2012年以降に限ってより詳しく見たのが図表9である。この図表9を見ると、2014年以降、USドル3ヶ月・12ヶ月LIBORと米国2年国債金利が上昇傾向となっているにもかかわらず、米国10年国債金利のみが総じて低下傾向となっている。この米国10年国債金利の推移の背景を、時系列で少し詳しく追ってみよう。

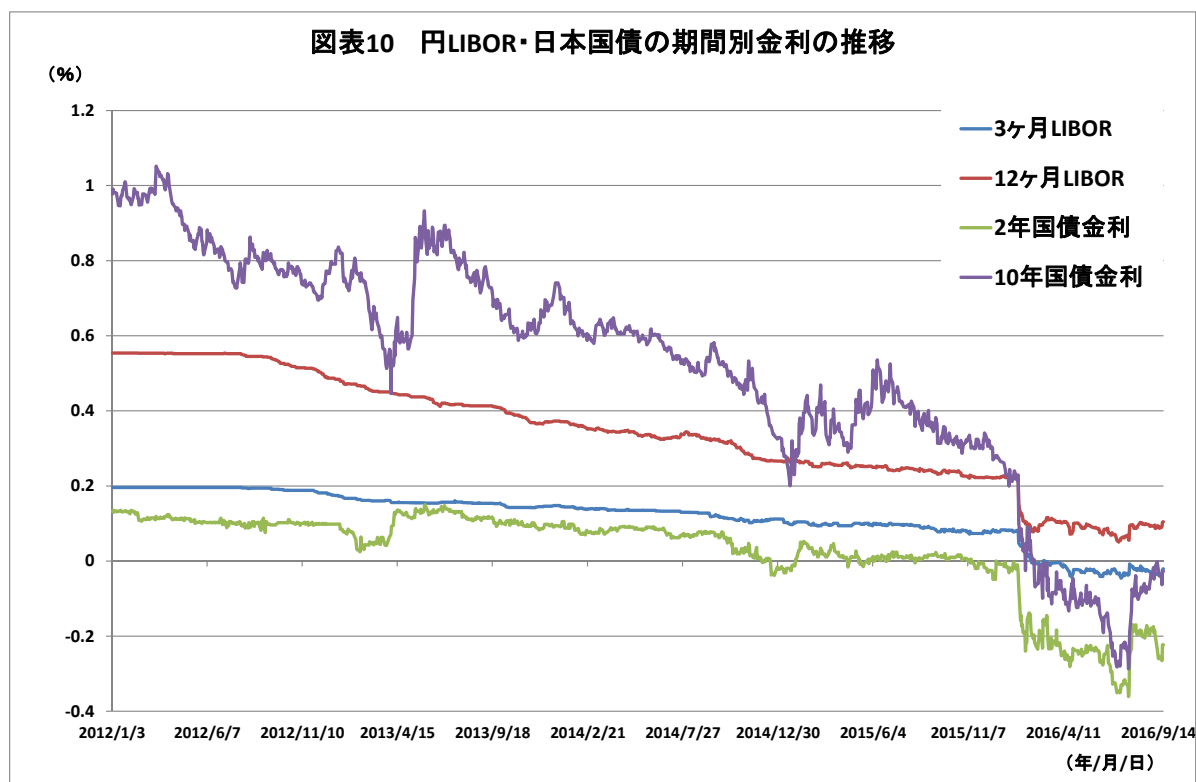


(出所) Bloomberg より大和総研作成

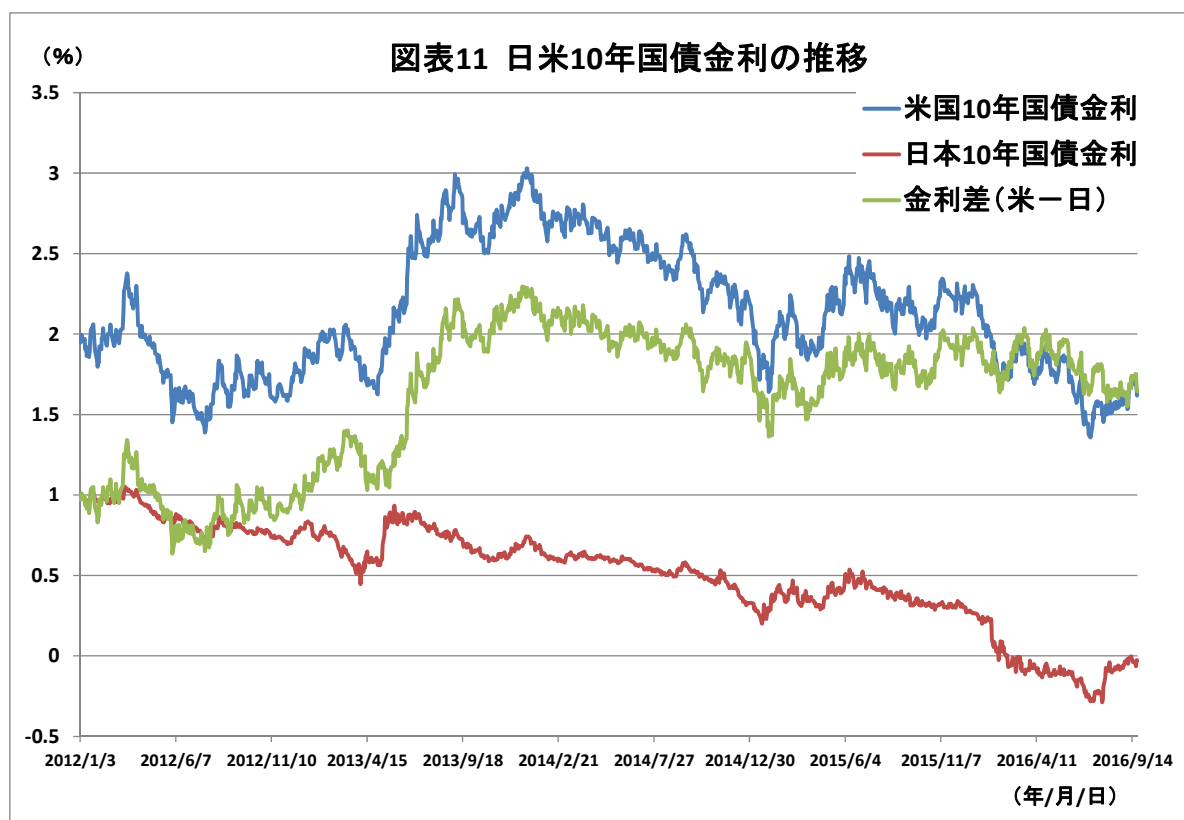
2013年の半ば以降米国10年国債金利は急速に上昇したが、これはFRBの資産買い入れプログラムの縮小の方針が示されたことに対応している。2014年第4四半期に米国10年国債金利は低下するが、これはFRBが、保有する国債等の元本の再投資の停止は政策金利をある程度引き上げた後に開始するとの決定を行ったことに対応している。2015年には、政策金利の引き上げを見越して米国10年国債金利は再度高まるが、2015年12月に実際に政策金利が引き上げられると、チャイナ・ショックの再発やECBの量的緩和によるドイツ等のヨーロッパの国々の国債金利の低下により低下し、最近では、政策金利引き上げ観測に伴いUSドル12ヶ月LIBORが上昇した結果、それとほぼ同水準にまでなっている。このように米国10年国債金利は、独自の要因により、USドル3ヶ月・12ヶ月LIBORや米国2年国債金利とはかなり異なった動きをしているのである。

2016年1月の日銀によるマイナス金利政策の導入は、日本10年国債金利を大幅に低下させ、その低下幅は、「黒田バズーカ」第1弾、第2弾と呼ばれた2013年4月、2014年10月の金融緩和策による低下幅に匹敵する大きさであった(図表10)。しかしながら、2016年1月以降、米

国10年国債金利はそれを更に上回って低下しており、10年国債の日米金利差がわずかながら縮小する状況において（図表11）、急速な円高が進んだのである。



(出所) Bloomberg より大和総研作成



(出所) Bloomberg より大和総研作成

本年9月に日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策を導入したことにより、日本10年国債金利がゼロ%に上昇し日米金利差を縮小することにより円高が進むとの見方があるが、筆者は、その可能性は低いと考える。なぜなら、日本10年国債金利は、一旦は-0.2%を下回ったが、既に-0.1%を上回っており、ゼロ%までの上昇可能幅は0.1%ptしかない一方、想定される米国10年国債金利の上昇・低下の幅は、それより相当程度大きいと考えられるからである。2016年に入ってからだけを見ても、米国10年国債金利は0.5%pt以上低下しているし、2013年以降を見ると、1.5%pt以上低下している。また、FRBは、政策金利の長期予測を徐々に引き下げているが、それでも最新の政策金利の長期予測は2.5%~3.8%で、現在の米国10年国債金利を0.8%pt~2.1%pt上回っている。今後も、米国10年国債金利は独自の要因により大きく変動する可能性がある。

本年12月にも、FRBは政策金利を引き上げるのではないかという見方が広がっているが、FRBは、次回の政策金利の引き上げの際には、保有する国債等の元本の再投資を停止することはないとしていることから、政策金利の引き上げは、米国10年国債金利と切り離されている。むしろ、昨年12月の前回の政策金利の引き上げが、チャイナ・ショックの再発につながり、米国10年国債金利の低下につながってしまったことを考えると、次回の政策金利の引き上げがチャイナ・ショックの再発を引き起こすことなく行えるか否かが、今後の米国10年国債金利に影響を与えるものと考えられる。また、日銀の量的緩和とマイナス金利の組み合わせ政策が方向転換したのと同様のことがECBでも起こるのではないかという見方があり、そうなった場合には、ドイツ等のヨーロッパの国々の国債金利の低下が止まり、そのことが米国10年国債金利の上昇圧力となる可能性がある。

日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策により10年物国債金利をゼロ%程度にすることを明確にしている状況においては、今後の為替レートを見る上で注目すべきポイントは米国10年国債金利であり、それに影響を与える要因としては、米国の国内要因のみならず、米国の国外の要因にも注目することが重要であると考えられる。