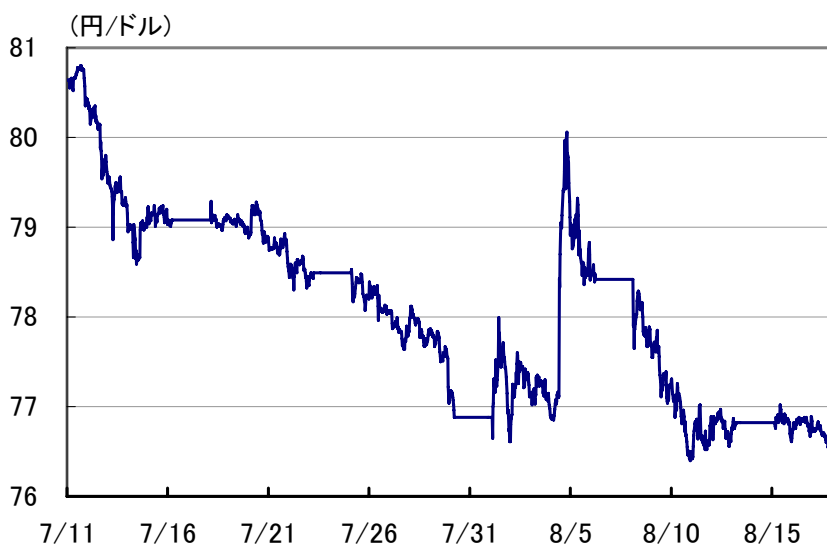


みずほマーケットインサイト	Market	2011年8月18日
みずほ総合研究所 市場調査部 山崎 亮 (03-3591-1289) ryo.yamasaki@mizuho-ri.co.jp		米日2年国債利回り差消滅のドル円相場への影響 ～米日超低金利政策の長期化局面における 新たな「参考指標」の模索～

- ドル円相場は1ドル=76円台まで円高が進行。8/9のFOMCでの「少なくとも2013年央までの超低金利政策の継続」の発表を受け、これまでドル円相場の「参考指標」の一つとされてきた米日2年国債利回り差はほぼゼロの水準まで縮小
- 過去の金利差急縮小局面に鑑みれば、相関する金利差の年限の長期化の可能性があり、5年、あるいは10年国債利回り差について従来以上に注目する必要も
- 相関する金利差の年限の長期化により、これまで見えにくかったドル円相場における日本側の要因の存在感が増す可能性。日銀の円高対策の余地が広がるとの捉え方も可能か

ドル円相場は7月中旬以来、ドル下落のトレンドが止まらず、8月1日には一時1ドル=76.29円と、東日本大震災後の円急騰時に記録した戦後最高値(2011年3月17日:76.25円)に迫る水準を示現した(図表1)。8月4日に本邦政府・日銀による円売り介入の実施、及び日銀による資産買入額の10兆円増額発表により一時的に1ドル=80円前半まで値を戻したが、足元では米国に対する緊縮財政の経済への悪影響を含む景気先行き懸念や追加緩和期待、欧州債務問題への懸念等を背景としたリスク回避的な円高圧力等により再び1ドル=76円台での推移が続いている。一方で、これまでドル円相場における「参考指標」の一つとして注目されてきた米日2年国債利回り差は、8月9日の米国連邦公開市場委員会(FOMC)にて「少なくとも2013年央までの超低金利政策継続」が打ち出されたことを受けて、ほぼゼロの水準まで縮小している。本稿では、米日の超低金利政策が長期化し、米日2年国債利回り差がほぼ消滅するという局面に突入したドル円相場における今後の新たな「参考指標」の可能性を模索する。

図表1 直近のドル円相場(30分足)



(資料)Bloomberg

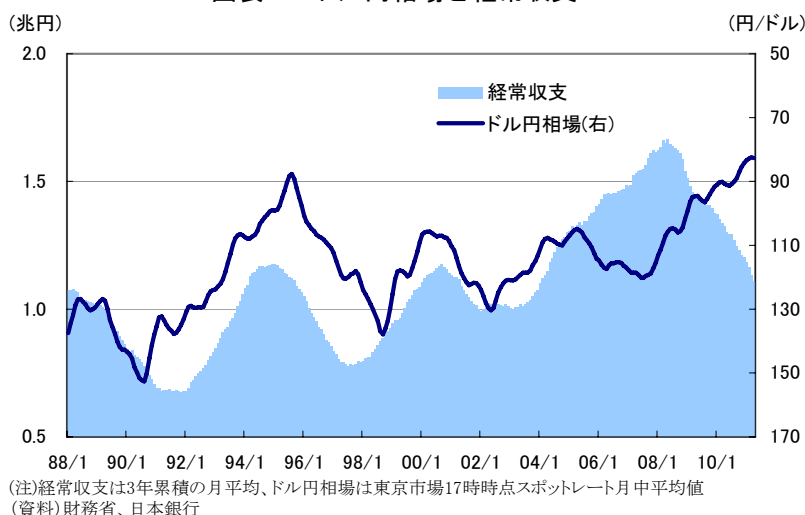
1990年代～2000年代前半のドル円相場は、様々な変動要因がある中で経常収支との相関が比較的高かった

2000年代後半からは金利差との相関が強まり、特に米日2年国債利回り差が「参考指標」として広く知られることに

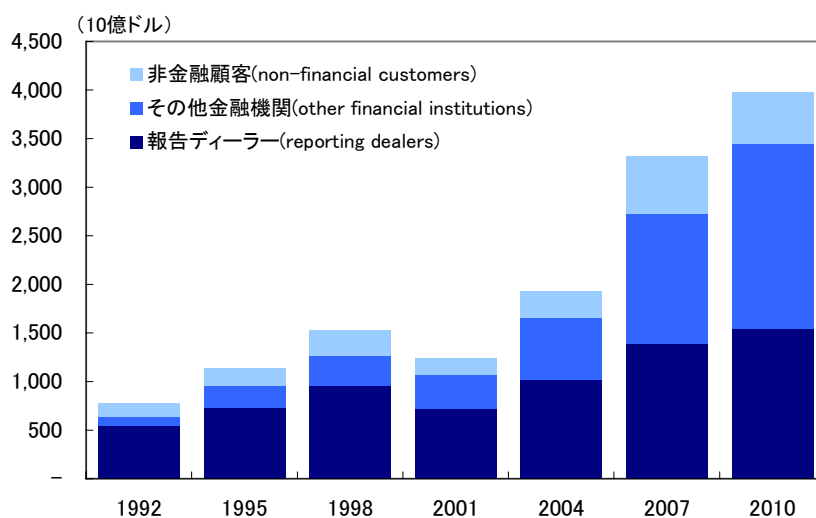
言うまでもないことではあるが、為替相場は市場の需給によって決定され、需給動向は貿易実需の他、各国の景況感や金利、インフレ格差、当局の市場介入、更には投機的思惑等種々の要因によって形成されている。その中で過去のドル円相場を振り返ると、1990年代から2000年代前半にかけては、経常収支の動向との相関が比較的高い局面が散見された(図表2、「フロー・アプローチ」と呼ばれる考え方)。

しかし、2000年代後半にかけて金融市場の拡大が顕著となり、為替マーケットの取引規模も急激に増加(図表3)するに伴い、金融資産の投資動向に影響を与える米日金利差がドル円相場との相関を示す局面が増加していったようになった(図表4、「アセット・アプローチ」と呼ばれる考え方)。足元では、特に2年国債利回り差との相関が強いことが広く知られており、直近では8月4日の金融政策決定会合後の記者会見において、白川・日銀総裁が「(以前実施した期間別の内外金利差と円・ドル相場の関係の分析について)結果的には、2年程度の内外金利差の説明力が相対的に高い」と発言したことも注目を浴びた。

図表2 ドル円相場と経常収支

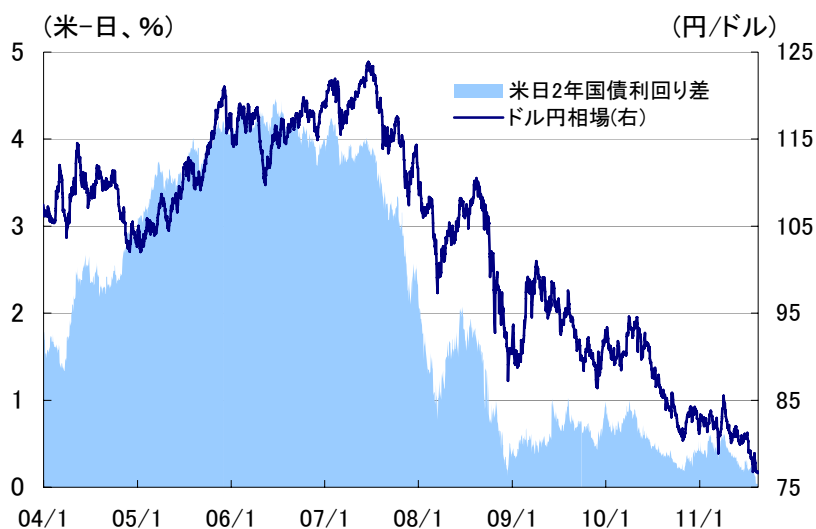


図表3 為替市場の取引規模



(注)各調査年の4月における日平均取引総額
(資料)BIS "Triennial Central Bank Survey"よりみずほ総合研究所作成

図表4 ドル円相場と米日2年国債利回り差



(資料)Bloomberg

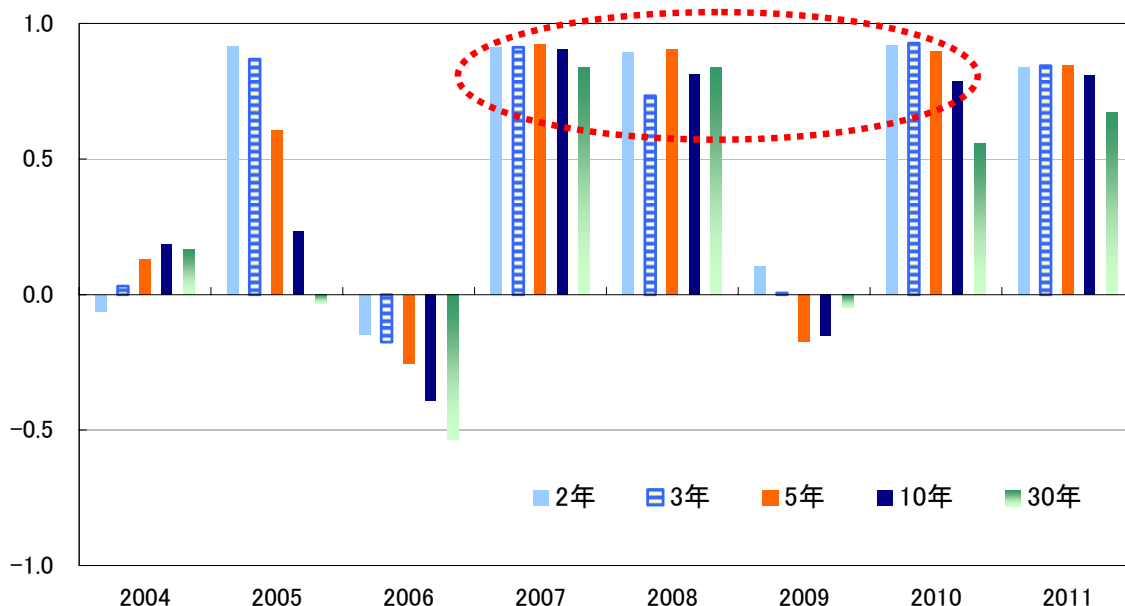
8/9 の FOMC での超低金利政策の時間軸の明確化を受け、米日 2 年国債利回り差はほぼゼロの水準まで縮小

このように、これまで「参考指標」の一つとして認知されていた米日 2 年国債利回り差だが、足元では米金利の下落によりほぼゼロの水準まで縮小している。これは、先だって行われた 8 月 9 日の FOMC での「少なくとも 2013 年央までの超低金利政策継続」の発表を受けたもので、米日ともに超低金利政策が長期化すると見込まれる状況下、今後も当面は低位での推移に留まる可能性が高いと見られている。ドル円相場との相関という点で考えれば、今後も極めて小さい変動幅の中で両者の関係は維持されるとの見方も出来るが、一方でこれ以上の縮小余地が限られる中、相関関係がこれまでより弱まる可能性も十分考えられる。そこで以下では、米日 2 年国債利回り差とドル円相場との相関関係が弱まるような局面において、次なる「参考指標」の可能性を模索するという観点から他の期間の国債利回り差について分析を行った。

過去の金利差縮小局面からは、相関する年限の長期化シフトの示唆。今後は 5 年、10 年の利回り差との相関に従来以上に注目する必要も

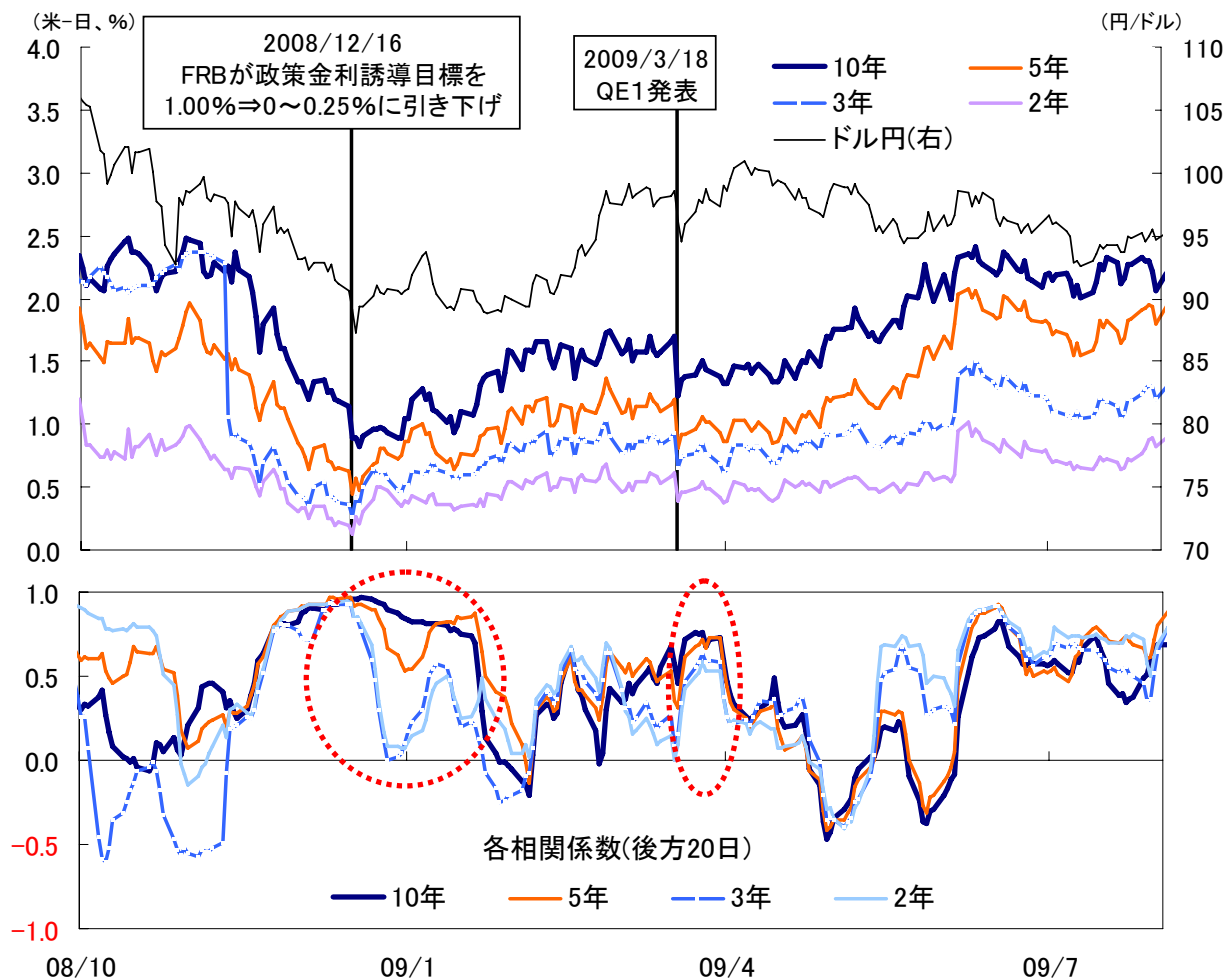
図表 5 は暦年ベースの期間別国債利回り差とドル円相場との相関関係を示したものであるが、ヒストリカルに見れば 2 年国債利回り差以外にも、3 年、5 年、またややパフォーマンスは落ちるが 10 年の利回り差なども相応に強い相関関係が見られることが分かる。一方、過去の米日金利差急縮小局面に注目し、2008 年 12 月の F R B によるゼロ金利政策導入(政策金利目標を 1%から 0~0.25%に引き下げ)時や、2009 年 3 月の量的緩和(Q E 1)発表時における、より短いスパンの相関関係について分析を行うと、米日金利差が急縮小する局面では 2 年、3 年の利回り差のパフォーマンスが低下する一方で、5 年や 10 年の利回り差が説明力を持ち易くなる構図が見て取れる(図表 6)。以上の点に鑑みれば、今後米日 2 年国債利回り差とドル円相場との相関関係が弱まるような局面において、相関する利回り差の年限が長期化する可能性は十分に考えられ、特に 5 年、あるいは 10 年の利回り差は注目に値すると言うことが出来る。

図表5 ドル円相場と期間別国債利回り差の相関係数(暦年ベース)



(資料)Bloombergよりみずほ総合研究所作成

図表6 米日金利差急縮小局面でのドル円相場と期間別国債利回り差の相関



(資料)Bloombergよりみずほ総合研究所作成

ドル円相場と5年、10年国債利回り差との相関が高まった際に考えられる影響：

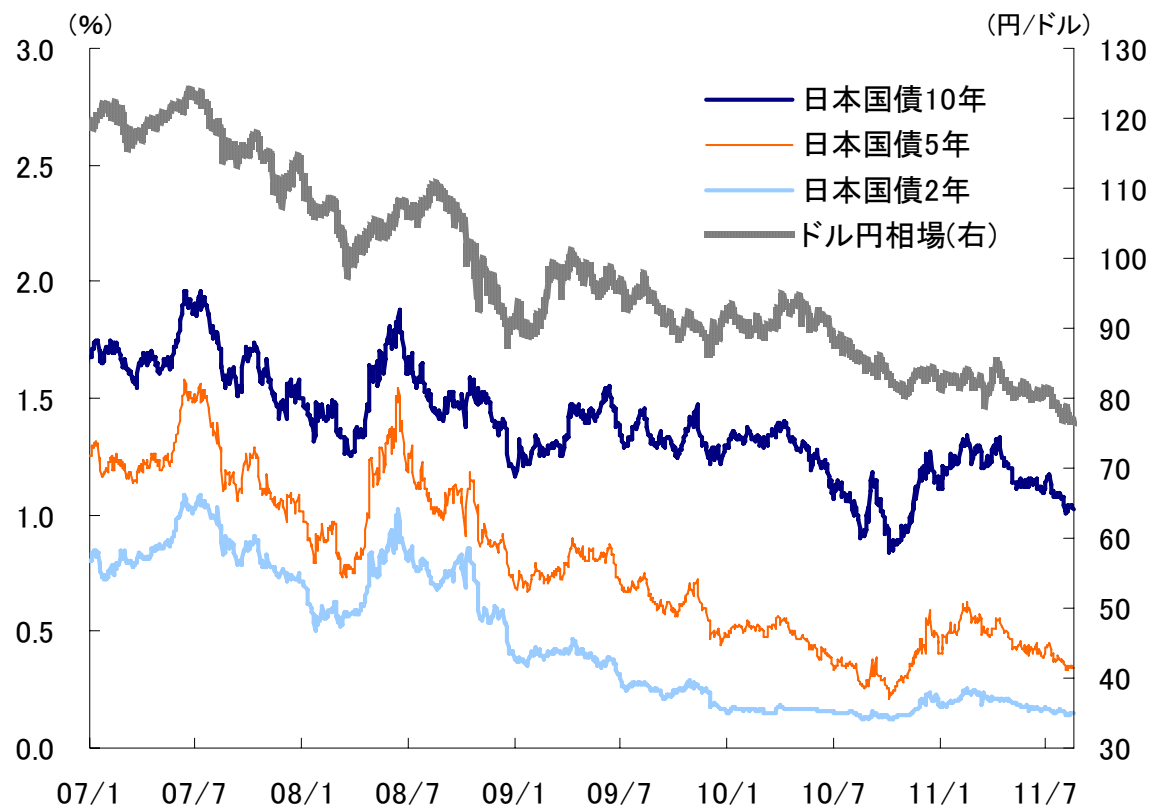
①ドル円相場の変動要因において、これまで見えにくかった日本側の要因の存在感が増す可能性

②日銀の円高対策の余地が広がるとの捉え方も可能か

最後に、ドル円相場と5年、10年国債利回り差との相関が高まった際に考えられる影響として2点指摘を行いたい。まず1点目として、今後のドル円の値動きにおいて、従来よりも日本側の要因の存在感が増す可能性が考えられる。ドル円相場は2国間の為替レートである以上、当然のことながら日米両国の要因によって上下するのが前提ではあるものの、一方で日本の2年国債利回りは09年来直近に至るまでほぼ横這いの推移が続いており(図表7)、米日2年金利差は米国2年国債利回りとパラレルな動きになりがちであった。しかし、注目される「参考指標」が5年、10年利回り差となれば、米国側の動きが主要素になること自体は変わらないまでも、これまで見えにくかった日本側の要因の存在感もある程度出てくる可能性がある。

そして、2点目として、日本の金利動向の存在感が増すことにより、日本の金融政策による円高対策の余地が広がる可能性が考えられる。今次円高局面においては、産業界からの円高対応要請等も強く出されている一方、本邦2年国債利回りの低下余地の少なさ等から、本邦当局の追加対策余地は限定的との見方も一部で存在していた。しかしながら、5年、10年国債利回りの動向への注目が増す局面となれば、資産買入等の基金における買い入れ対象国債残存期間の現行条件(1年以上2年以下)からの長期化等によってより長期の金利引き下げを企図する等、日銀の円高対策の余地が広がると捉えることも出来るのではないだろうか。

図表7 ドル円相場と日本国債の期間別利回り



(資料)Bloomberg

本稿では、米国の超低金利政策の長期化により米日2年国債利回り差がほぼ消滅するという局面において、今後は5年、あるいは10年というより長い年限の国債利回り差とドル円相場との相関が強まる可能性があることを指摘し、そのような可能性が顕在化する状況下ではドル円相場における日本側の要因の存在感の増加、ひいては日銀の円高対策余地の拡大も考えられることを考察した。終わりにあたって一点補足するならば、5年、10年国債利回りにおいては、2年国債利回り以上にリスク・プレミアムが拡張する可能性が存在しており、財政への信認の低下が取り沙汰されるような局面でのリスク・プレミアムの上昇による金利変動が発生した際には、ドル円相場は必ずしも相関的な変動を見せるわけではないことには注意する必要があるだろう。

足元、超円高とも呼称されるドル円相場の「水準感」に対する注目度の高さには異論を挟む余地もないが、今後はそれに加えドル円相場と相関する「金利差の年限」についてもこれまで以上に注目する必要があると言えよう。

以 上