



2016年7月11日

## 円高リスク懸念の拡大 (日米金利の「期待プレミアム」差から推測する円高マグマの蓄積)

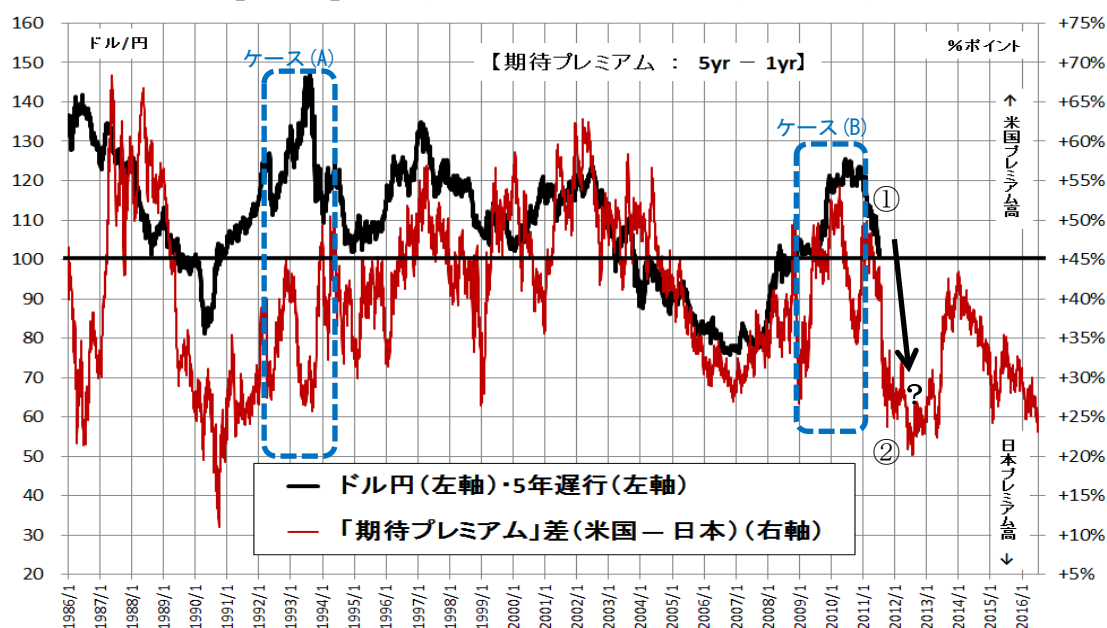
公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 主任研究員 志波和幸

円高が止まらない。7月8日発表の米国雇用統計(6月分)では非農業部門雇用者数が市場予測比大幅増加したが、賃金の伸びが予想を下回ったこと。そして、BREXIT後の英国・EU両地域の経済減速懸念を受けて円高が進み、ドル/円が一時100円を割ることがあった。

100円という節目は「心理的抵抗線」と言われているうえ、2013年4月4日の日本銀行による異次元規模の金融緩和(所謂「黒田バズーカー(第1弾)」)効果後の水準であったが、海外の政治・経済の不安定さを要因に突破の可能性が高まっている。では突破した場合、円高はどこまで進むのであろうか?

弊研究所は4月14日付のNewsletter『[日米金利の「期待プレミアム」差によるドル/円の中長期的展望](#)』(\*1)で、日米の長短金利差(期待プレミアム)に着目し、「ドル/円相場」と「5年先行した日米の期待プレミアム差」には中期的なトレンドとしてある程度相関している旨発表した。

【図表1】日米期待プレミアム差とドル/円の推移



(資料: Reuter Datastream のデータより国際通貨研究所作成)

その後のドル/円の動きを見ると、やはり5年間の日米の期待プレミアム差の縮小に合わせて円高が進行している。

そこで、5年前の日米経済の状況を復習してみたい。【図表1】の①の時点（2010年12月28日）と②の時点（2011年12月19日）の日米長短金利及び期待プレミアム差は以下の通りである。

【図表2】日米長短金利と期待プレミアム差

	① 2010年12月28日		⇒	② 2011年12月19日		② - ①	
	1年債利回り	5年債利回り		1年債利回り	5年債利回り	1年債利回り	5年債利回り
日本	0.74%	0.44%		0.62%	0.35%	▲0.12%	▲0.09%
米国	0.29%	3.49%		0.11%	1.81%	▲0.18%	▲1.68%
期待プレミアム	+49.26%ポイント			+24.85%ポイント		▲24.41%ポイント	

日本は、2011年初こそ輸出主導で景気は踊り場を脱し、より内需拡大を伴った自律的成長局面へ移行しつつあったが、3月11日の東日本大震災でその動きの後退を余儀なくされた。しかし、震災で寸断されたサプライチェーン（素材・部品等の供給網）が自動車業界等を中心として想定以上のピッチで復旧が進んだことや、夏場の電力供給制限に対し官民一体で取り組んだ結果目立った混乱は生じず、7-9月期GDPは3四半期ぶりのプラス成長を確保した。

一方米国では、2010年夏以降の原油価格急騰が企業並びに消費者のマインドを委縮させ需要低迷が続いた。加えて、ギリシャを始めとする欧州周縁国の財政に対する懸念が高まり、Flight to Quality（質への逃避）から欧州の資金が米国債券市場（特に長期債）に流入した。

このため、日本金利以上に米国金利が低下し、期待プレミアム差が1年で急激に縮小したのである。

さて、現時点の円の環境はどうか。6月24日付の弊研究所レポート『[英国「EU離脱」の衝撃：円相場と日本経済への示唆](#)』（\*2）にて、BREXIT後は円がリスク回避の最大の「受け皿通貨」となっていることを示唆している。また、米国財務省は「半期為替報告」で日本を為替操作上の「要監視国」に指定し、ドル高を牽制している。更に、今秋に大統領を控えているうえ、先般の雇用統計の不冴えからFRBがドル高を招くような政策金利引き上げを行う可能性は当面ゼロであろう。

加えて、ここに来てイタリアの不良債権問題が発生しており、これが5年前の欧州周縁国問題を再燃させる可能性がある。

こうして見ると、先週末に行われた参議院議員選挙で与党が衆参両議院ともに過半数を獲得し、当面政治の安定性が確保された日本に海外からの資金が流入するのは必然であり、【図表1】の通り期待プレミアム差のグラフに沿って円が急伸する可能性が高い。そして、状況によっては今年末までに過去の最高値レベルまで円高となる虞がある。

勿論、【図表1】に描いているケース(A)・ケース(B)のように、世界との協調の有無に

関係なく、日本が為替介入や追加金融緩和策を行えば、一時的にせよ状況は変わってこよう。

そういう意味から、7月28・29両日に開催される日銀金融政策決定会合で、マーケットが追加緩和策の実施圧力を日々強めているなかどのような決定をするのか。さらに、財務省が為替介入まで踏み込むのか、要注目である。

以上

---

\*1 [http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2016/NL2016No\\_10\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2016/NL2016No_10_j.pdf)

\*2 [http://www.iima.or.jp/Docs/column/2016/0624\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/column/2016/0624_j.pdf)

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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。