

Newsletter



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

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

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
[kazuyuki shiba@iima.or.jp](mailto:kazuyuki.shiba@iima.or.jp)

はじめに

2016年4月7日の海外市場で、円が対ドルで107円台と約1年半ぶりのドル安／円高をつけた。これを受け、日本政府要人及び財務省幹部が相次いで為替介入の可能性に言及し、行き過ぎた円高を牽制している。

この急伸は、米国の利上げスピードの減速観測が高まったことに加え、安倍首相の海外メディア向けインタビューでのコメントがあった。首相は「ここ数カ月の円高傾向やその他の主要通貨の不安定な動きについて通貨安競争は絶対避けなければならない、恣意的な為替市場への介入は慎まなければならない」との見解を示した。これを受けて、投機筋がドル売り／円買いを仕掛けたというのである。

しかし、ここであらためて日本国債と米国債の長短期金利差に着目し、それと中長期的なドル円為替相場の推移の相関性を分析し、今後を展望してみたい。

1. 長短金利差の計測 : 「期待プレミアム」

まず長短金利差について簡単に説明したい。一般には、単に長期金利と短期金利の単純な差を取る場合があるが、ここでは、例えば1年債の金利と3年債の金利でいえば、1年債を3年間再投資した時の利回りと、3年債の満期まで複利計算した時の利回りの差を長短金利差とし、これを「期待プレミアム」と呼ぶこととする。

つまり、現行の金利水準が永続的に一定、かつどの期間の国債投資リターンも均衡するものと仮定すると、理論上は「1年債を3年間複利計算したトータルリターン」と、「3年債の利払い分再投資を含めたトータルリターン」は同じになる。(下記参照)

〔「期待プレミアム」の式〕

1年債の利回りを「r1」、3年債の利回りを「r3」とした場合、現行の金利水準が永続的に一定、かつどの期間の国債投資リターンも均衡するものと仮定すると、以下数式が成り立つ。

$$\{1+(r1)\}^3 = [1+\{(r3) \times 3\}] + \{(1+r3)^2 - 1\} + \{(1+r3)^1 - 1\}$$

1年債を3年間再投資 3年債の3年間の利払い分 1年後・2年後の利払い分の再投資リターン

しかし実際は、将来のインフレ予測や政治経済動向等により各期間の金利水準は刻々と変化しており、殆どの場合、両者はイコールにはならない。この差を「期待プレミアム」と呼ぶことにする。そしてこの「期待プレミアム」の日米格差の推移を見ると、中長期的なトレンドとして、ドル円相場とある程度相関していることがわかった。

2. 日米「期待プレミアム」格差とドル円為替相場

行き過ぎたドル高が修正されたプラザ合意（1985年9月）後の約30年間の日米2国の「期待プレミアム」差を算出し、それに、為替相場（ドル/円）のグラフを追記したところ、「日米の『期待プレミアム』差の動向」と「5年から7年遅行したドル円為替相場」との間に、正の相関関係がみられた（次頁図参照）。これは、日米の「期待プレミアム」差が、5年～7年後の為替相場（ドル/円）に大きく影響していることを意味する。例えば米国の「期待プレミアム」が高いから同国の長期債を購入したとしても、5年～7年後の為替相場がドル安/円高に推移しているため、そのプレミアムを打ち消す『自浄能力』が作動しているように見受けられるのだ。

「期待プレミアム」の計算に当たり、長期債は「10年債」「5年債」「3年債」「2年債」の4種類、短期債は「1年債」を用い、その利回り格差を測ったところ、特に「5年債-1年債」の「期待プレミアム」の日米格差と為替動向の相関度が高いことが判明した。これは、国債投資には「日米短期金利の裁定取引に特化したディーラー」から「年金運用ファンド」まで様々な投資スタイルがあるが、総合的に見ると今後5年間の日米の金利水準や金利差に着目していることが多いからだと考えられる。

実際、日米両国の市中発行国債の償還年限（ストックベース、2014年度末）を調べると、日本の場合は8.0年、米国は5.7年で、マーケット全体では5年～7年の国債投

資によるトータルリターンを意識していると思われる。

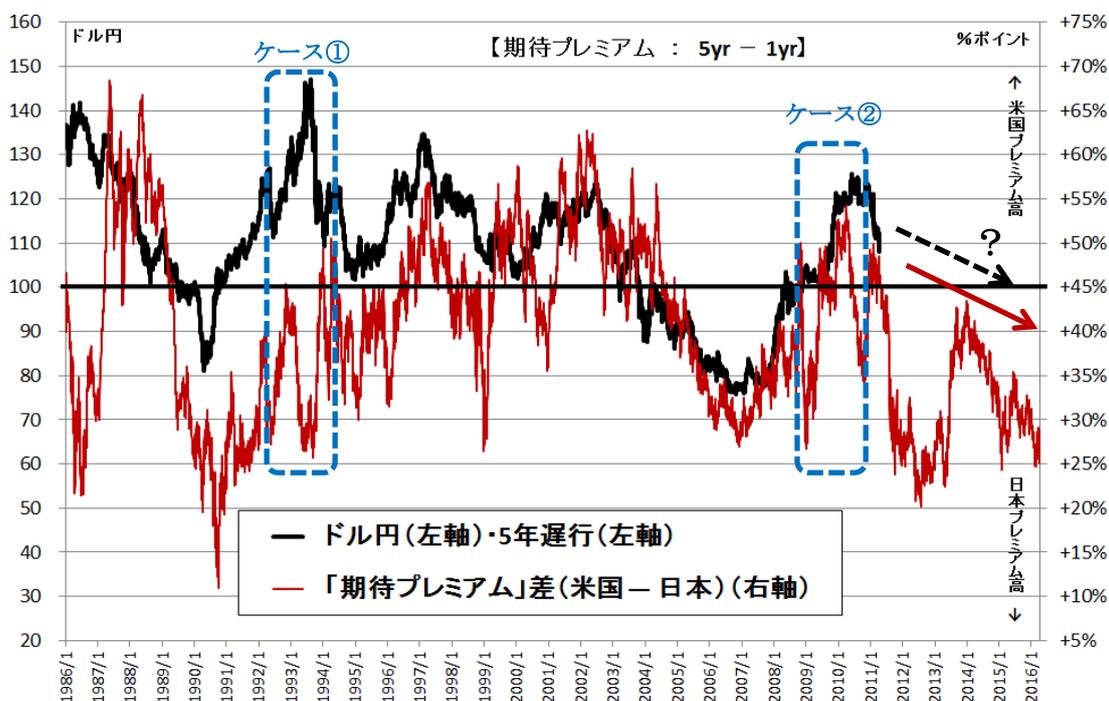
〔日米の市中発行国債の償還年限（ストックベース）〕

年度	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014
日本	5.1	5.2	6.8	7.1	7.4	7.6	8.0
米国	5.8	4.5	4.9	5.2	5.4	5.4	5.7

（出典：本邦財務省「平成 28 年度国債発行計画について」より抜粋）

3. 例外的な 2 つの期間

勿論、当該「5 年債－1 年債」グラフにおいても、日米「期待プレミアム」差と為替相場が明らかに正の相関になっていない期間が、少なくとも 2 回（ケース①と②）あるが、それらは一時的な政治経済要因によりその乖離が説明出来る。



（出典：Reuter Datastream）

ケース①では、1995 年に米国ではルービン財務長官が、本邦では榊原国際金融局長が就任すると、プラザ合意以降のドル安円高政策を一変した。米国の「強いドルはアメリカの国益」発言、同年 4 月の主要 7 カ国（G7）での「為替レートの秩序ある反転が望ましい」との声明、そして 8、9 月の日本による強烈な為替介入でドル円相場は反転。2 年後には 120 円までドルが急騰した。

しかし、1997 年から 1998 年の本邦での大手金融機関の相次ぐ倒産によりジャパン・

プレミアムが発生。それによる投機筋によるドル買い／円売り活動が過熱し、1998 年には 145 円をつけた。

その後、1998 年 8 月のロシア経済危機及び同年 10 月の大手ヘッジファンドの破綻を機に米連邦準備理事会（FRB）が大胆な金融緩和政策を実施したことで、相場はドル安円高に転じ、12 月には 120 円台に落ち着いた。

ケース②では、2013 年 4 月に黒田日銀総裁が就任すると、翌月に量的緩和政策を実施。市場は前年 12 月に発足した安倍内閣の経済政策（アベノミクス）とともに当該政策を評価し、ドル円相場は一時 100 円台をつけた。

その後、2014 年秋に米国が QE3（量的緩和）の終了を宣言する一方、日銀が 11 月に追加金融緩和政策を打ち出したことで、2015 年半ばに円は 125 円台に急落した。

4. 今後のドル円相場の予測

最後に、今後のドル円相場について予測してみたい。

日米「期待プレミアム」差は、2007 年のサブプライム・ローン問題及び翌年のリーマン・ショック後の米国の景気回復期待からその差が拡大（＝米国の「期待プレミアム」が高い）したものの、2011 年のギリシャ債務問題等のユーロ危機を発端としてその差は縮小した。2013 年 6 月の米国 QE3 の出口戦略の公表を受け利上げの期待感から再び拡大するも、世界経済の減速観測から長期金利の低下（特に米国イールドカーブのブルフラット化）に伴い縮小傾向に転じている。

従って、上述の通り、日米「期待プレミアム」差が、5 年～7 年後のドル／円相場を決定付けるのであれば、仮に日本が為替介入や更なるマイナス金利拡大政策によるドル高／円安政策を実施したとしても、その効果は一時的なものに過ぎず、今後 5 年間は緩やかなドル安／円高が進む可能性が高い。

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。

Copyright 2016 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: <http://www.iima.or.jp>