

2025年5月28日

りそなホールディングス 市場企画部
チーフストラテジスト 梶田伸介

為替:不安定な日本国債市場とドル円

目先不安定な日本の長期金利動向が上下波乱材料に

要約

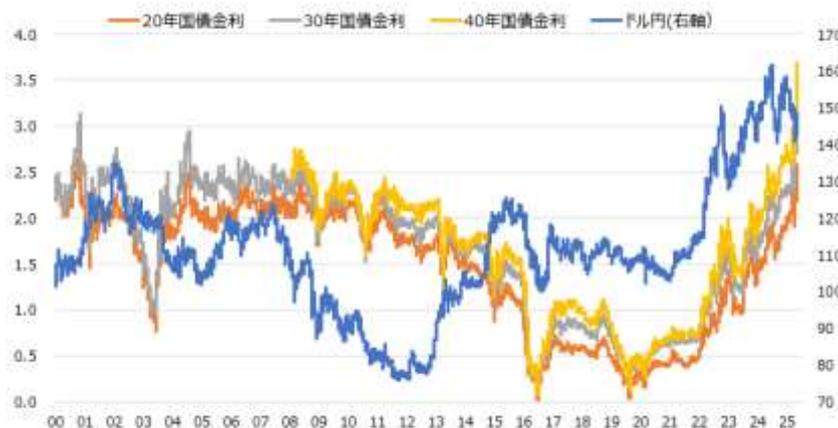
- 日本の超長期金利を巡る混乱は発行減額観測もあり一服しているものの、今後の発行計画動向や消費税減税の議論を巡り波乱含み
- 当面のドル円は 140-150 円のレンジ推移が見込まれるが、①日本の金利上昇が招く米国資産離れへの警戒がもたらす円高と②日本の財政拡張がもたらす円安のリスクに留意

乱高下する超長期金利

日本の超長期国債の利回りが急上昇した。今月のピークで 30 年国債金利は 3.204% (3 月末: 2.528%)、40 年国債金利は 3.692% (同: 2.800%) に達し、大幅な上昇となった (出所: Bloomberg、図表 1)。ただし、2025 年 5 月 27 日付の日本経済新聞によると、財務省は超長期債の発行減額に関するヒアリングを開始したとされ、金利の上昇も一服。今年に入り 4 月までに外国人投資家は累計約 6.1 兆円の超長期国債を買い越すなど存在感を強めている (出所: 日本証券業協会)。昨年 8 月には、日銀の利上げとそれに伴う円キャリートレードの巻き戻し懸念からリスク資産が調整し、日銀が批判を受けた経緯も記憶に新しい。足もとの超長期国債市場のパニック的な動きを放置していれば国際的な批判につながりかねず、財務省としても対応を余儀なくされた格好であろう。

国債市場では、発行計画の事前思惑と実際の消化状況が金利動向に強く影響する。6 月にはプライマリーデューラー懇談会を経て、新たな発行計画が公表される予定であり、市場では超長期債の減額幅や代替年限を巡る観測で当面ボラティリティは出やすいであろう。

図 1: 日本の超長期金利が歴史的な水準に急上昇するなか、リスク回避の円高が進行



日本の長期金利がドル円に与える 2 つの影響経路

ドル円相場は通常、日米の政策金利格差に強く連動するが、局面によっては日本の長期金利動向が直接的に影響を及ぼすこともある。以下、2 つの主要な経路に整理する。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

① 需給主導による金利急騰

今回のように、需給要因によって長期金利がパニック的に急上昇する局面では、米国資産からの資金流出が意識される。これが米金利の上昇を通じてリスクオフ心理を誘発し、ドル資産の相対的魅力を低下させる結果、ドル売りが進行。ドル円には下落圧力がかかりやすい。

類似の例として、2023年7月に日銀のYCC(イールドカーブ・コントロール)修正観測が浮上した際には、日米金利ともに上昇したが、円キャリートレードの巻き戻し観測からドル円は145円台から138円台へと急落した。(図表2)

② 財政悪化と格下げリスク

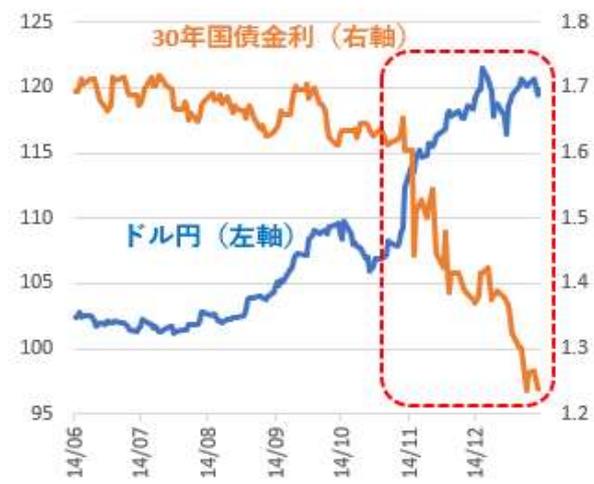
今夏の参院選を前に、消費税減税が政策テーマとして取り沙汰される可能性がある。こうした議論が本格化すれば、財政悪化懸念が金利上昇圧力となって現れる可能性がある。日本国のクレジット動向を示すCDS指数は2024年1月以降の平均水準である20前後で落ち着いており、現時点で減税に関する市場の織り込みは限定的であるとみられる。しかし、仮に財政拡張とともに日本の信用リスクが意識され始めれば、長期金利上昇と同時に円安が進行する可能性が高まる。

過去にも、2014年11月に消費税率の引き上げが見送られた局面で、ドル円が110円から118円台に円安が進行する場面も見られた。ただ当時10月に日銀による追加金融緩和も後押しとなり、12月に格下げが実施されたにもかかわらず金利については低下していた。(図表3)

図2: YCC 修正観測で金利上昇と円高が進行



図3: 消費増税見送りで円安進行も金融緩和で金利低下



出所: Bloomberg

当面のドル円相場

関税の実体経済に与える影響については最終的にどのような政策となるか。それによって実体経済がどのように変化するかに不透明感が強い。市場の想定する中長期的な日米の政策金利見通し(2年後1か月金利も、日銀が0.75%程度、FRBが3.60%程度で、比較的安定している。日米の金融政策観に極端な変化がない限り、ドル円相場は140~150円のレンジでの推移が見込まれる。

一方、短期的には需給主導による長期金利の急騰は円高要因、逆に財政悪化や信用リスクの高まりは円安要因として機能する。これらの要因が交錯する中、市場は引き続き高いボラティリティを伴う不安定な展開となるだろう。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。