

円安は進む、円高は進まず ～日米から強まるドル高円安要因～

- 米10年国債利回りが上昇。日本の低金利がより目立つ状況になってきた
- 日本の経常黒字からの円高圧力は弱まっているとみる
- 円高場面が生じてても一時的な動きに。中長期的にはさらにドル高円安が進行

米10年国債利回りが上昇し、ドル高円安が進む

先週末の為替市場ではドル高円安が進み、ドル円相場は1ドル=112円台をつけた。米9月の雇用統計では非農業部門雇用者数は事前予想を下回ったが、平均時給の伸びは加速。原油価格が上昇したこともあり、米10年国債利回りは1.6%台へ上昇し、ドル高要因となった。

- 足元では株式市場が不安定となっても円高は進まず
- 「良い金利上昇」でも「悪い金利上昇」でも、米金利上昇はドル高円安要因

9月以降、米国政府の債務上限問題や中国の一部不動産企業の財務不安などから株式市場が不安定になる場面はあったが、その場面でも為替市場では円高は進んでいない。むしろ米10年国債利回りの上昇に反応して、ドル高円安が進んでいるといえる(図表①)。景気の拡大期待に伴う「良い金利上昇」でも、商品市況の上昇によるインフレ懸念からの「悪い金利上昇」でも同様だ。

(図表①) ドル円、米10年国債利回り、S&P500の推移



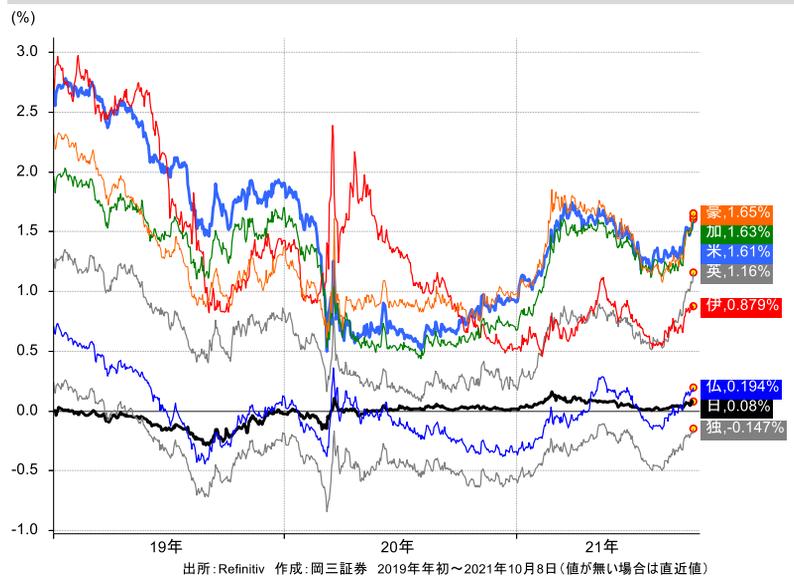
日本の低金利がより目立つ状況に

足元で日本以外の主要先進国の長期金利が上向きとなっている（図表②）。経済再開の動きが広がる中、欧州中央銀行（ECB）や豪中銀、カナダ中銀は資産購入ペースの調整を実施し、米FRBは11月にもテーバリングを決断するとの見通しが強まっている。さらに9月に英中銀総裁は、利上げの根拠が強まったもようコメントしている。

一方、日銀は強力な金融緩和政策を継続する姿勢だ。日本の潜在成長率やインフレ率は低く（図表③）、海外の長期金利が上昇する場面では日本の低金利がより目立つ状況となる。そのことは今後も円安要因になると言える。

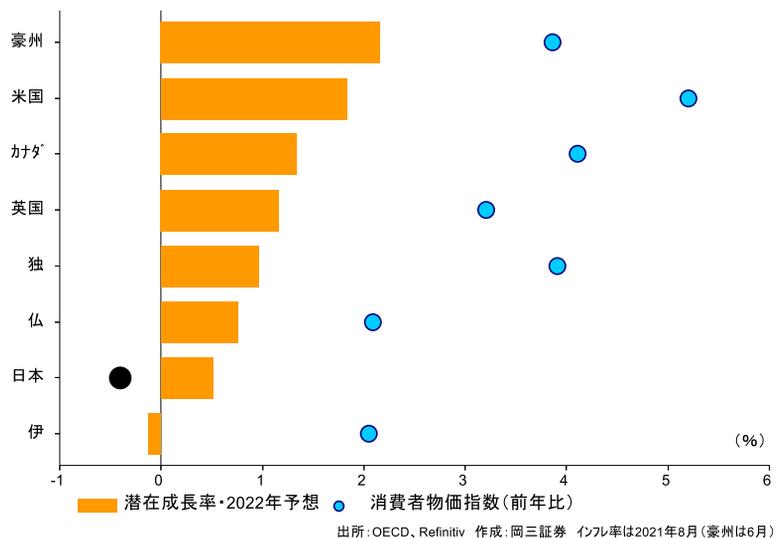
- 主要先進国の長期金利は上向き。ただ、日本の長期金利は低位で安定

（図表②） G7 + 豪州の10年国債利回り



- 日本経済の潜在成長率は低く、インフレ率も低い

（図表③） G7 + 豪州の潜在成長率とインフレ率



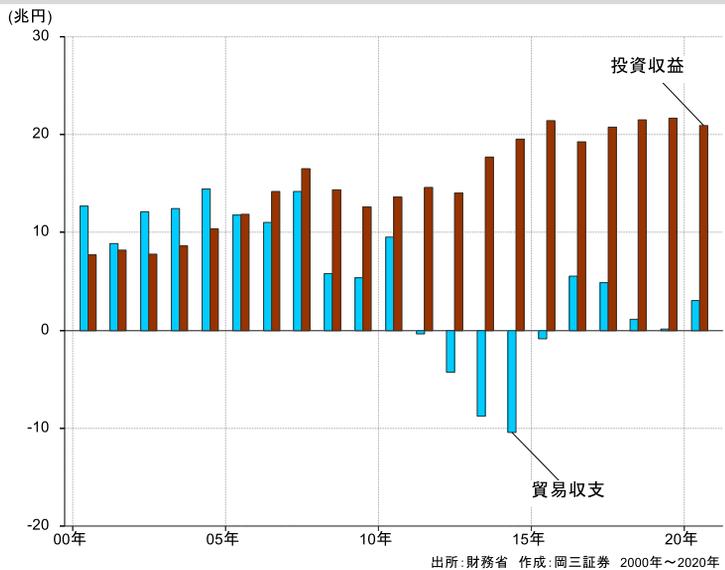
海外収益は日本に流入しなくなってきた

日本は経常収支の黒字国であり、そのことが為替市場では円高要因として意識されることがある。他方、日本の経常収支の内容を見ると、貿易収支の黒字は減少している一方で、投資収益（直接投資や証券投資の結果として得る（もしくは支払う）利息や配当金等）の黒字は膨らんでいる（図表④）。これは日本企業の海外進出が進んでいることを示している。

さらに、日本企業が海外ビジネスで得た収益のうち、再投資収益（現地で再投資され、日本国内には流入しない資金）が増加している（図表⑤）。日本の経常収支が黒字だから円高に進みやすいという状況ではなくなってきたと言える。

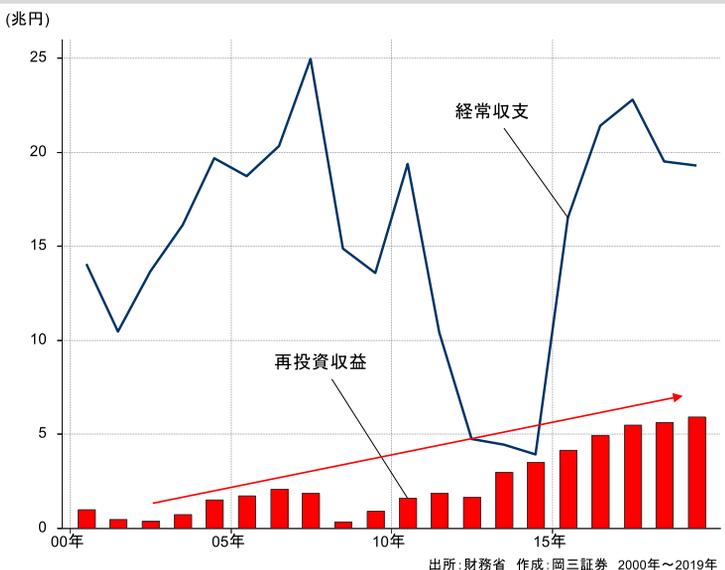
- 日本の貿易黒字は減少している

（図表④）日本の貿易収支と投資収益



- 経常収支の黒字のうち、日本国内に流入しない資金が増加している

（図表⑤）日本の経常収支と再投資収益



中長期的な円安余地は残るとみる

足元でドル円相場は、米10年国債利回り（長期金利）の上昇に伴いドル高円安が進んでいる。したがってドル安円高方向へドル円相場の水準が移動するためには、米長期金利が低下することが必要となろう。想定される要因としては、①新型コロナ変異株問題等から米国経済が下振れ、米FRBがテーパリングの決断を断念すること、②原油などの商品市況が大幅に下落しインフレ懸念が後退すること、等が挙げられる。そのため、米国経済や商品市況の動向には一定の注意を払っておきたい。

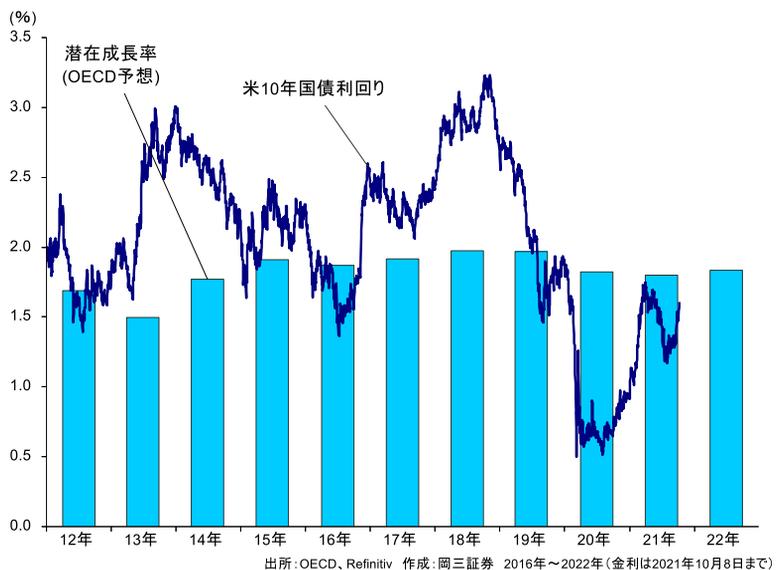
- 潜在成長率からは米長期金利に上昇余地

他方、OECDによると足元の米国経済の潜在成長率は1.8%程度である（図表⑥）。その事から、米長期金利には一定の上昇余地があると考えられ、ドル円相場もドル高円安余地が残ると言えるだろう。

- 円高場面が生じても一時的な動きとなろう

また、日本の低金利状態の長期化や日本の経常収支の内訳の変化は長期的な円安要因になるだろう。中長期的にはさらにドル高円安が進むと考えるため、一時的に円高場面が生じたとしても、中長期的な視点を重視して対応したい。

（図表⑥）米国の潜在成長率と10年国債利回り



重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ (<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【香港における本レポートの配布】

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いいたします。

【米国内における本レポートの配布】

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。

本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

【その他の地域における本レポートの配布】

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2021年8月30日改定)