



市川レポート

日米長期金利水準とドル円の年間値幅との関係

- 本邦経常収支の構造変化や長期金利への感応度低下などでドル円の年間値幅は縮小傾向に。
- 日本はマイナス金利を導入済み、政策変更の思惑で円相場が変動する局面が過去に比べ減少。
- 過去、日米長期金利低下につれドル円の値幅は縮小、今後は金利変動低下が値幅抑制要因。

本邦経常収支の構造変化や長期金利への感応度低下などでドル円の年間値幅は縮小傾向に

ドル円の年間の値幅は、変動相場制に移行した1973年から2019年までの47年間を通じ、縮小傾向にあります（図表1）。この背景には、2018年12月26日付レポート「ドル円の値幅が年々縮小している理由」などでも指摘しましたが、①ドルと円は同方向に動きやすい性質があること、②日本の経常収支の構造が変化したこと、③日米長期金利に対する為替感応度が低下したこと、があると思われます。

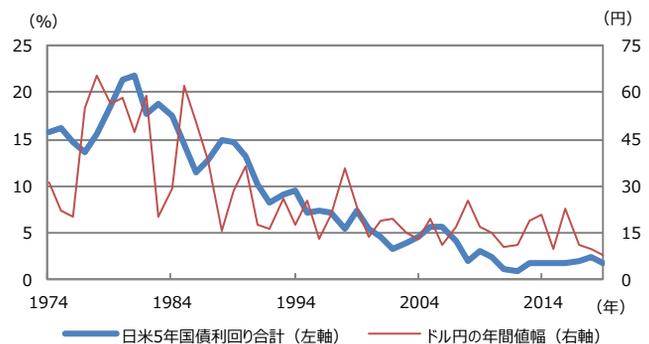
まず、①に関し、例えば市場がリスクオフ（回避）に傾いた場合、米ドルと日本円が対主要通貨で上昇し、ドル円レートはあまり動かないことがあります。米ドルが買われるのは基軸通貨であるため、日本円が買われるのは日本が対外純債権国であるためと考えます。リスクオフで日本が債権回収（海外投資資金の日本への還流）に動けば円高要因となり、その思惑だけでも円高に振れます。ただ、これはかなり前からある性質といえます。

【図表1：過去47年間のドル円の年間値幅】

| 番号 | 年 | 値幅 | 番号 | 年 | 値幅 | 番号 | 年 | 値幅 |
|----|-------|-------|----|-------|-------|----|-------|-------|
| 1 | 1973年 | 48.12 | 17 | 1989年 | 28.45 | 33 | 2005年 | 19.71 |
| 2 | 1974年 | 30.92 | 18 | 1990年 | 36.45 | 34 | 2006年 | 10.89 |
| 3 | 1975年 | 22.18 | 19 | 1991年 | 17.40 | 35 | 2007年 | 16.91 |
| 4 | 1976年 | 19.96 | 20 | 1992年 | 16.40 | 36 | 2008年 | 25.07 |
| 5 | 1977年 | 55.10 | 21 | 1993年 | 25.91 | 37 | 2009年 | 16.62 |
| 6 | 1978年 | 65.37 | 22 | 1994年 | 17.48 | 38 | 2010年 | 14.77 |
| 7 | 1979年 | 56.55 | 23 | 1995年 | 25.00 | 39 | 2011年 | 10.18 |
| 8 | 1980年 | 58.30 | 24 | 1996年 | 13.27 | 40 | 2012年 | 10.76 |
| 9 | 1981年 | 47.05 | 25 | 1997年 | 20.94 | 41 | 2013年 | 18.88 |
| 10 | 1982年 | 58.90 | 26 | 1998年 | 35.81 | 42 | 2014年 | 21.09 |
| 11 | 1983年 | 20.30 | 27 | 1999年 | 23.50 | 43 | 2015年 | 10.00 |
| 12 | 1984年 | 28.90 | 28 | 2000年 | 13.66 | 44 | 2016年 | 22.67 |
| 13 | 1985年 | 62.55 | 29 | 2001年 | 18.53 | 45 | 2017年 | 11.28 |
| 14 | 1986年 | 50.70 | 30 | 2002年 | 19.61 | 46 | 2018年 | 9.99 |
| 15 | 1987年 | 38.15 | 31 | 2003年 | 15.14 | 47 | 2019年 | 7.94 |
| 16 | 1988年 | 15.42 | 32 | 2004年 | 13.04 | | | |

(注) 値幅の単位は円。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：日米長期金利水準とドル円の年間値幅】



(注) データは1974年末から2019年末。
(出所) 財務省、Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



日本はマイナス金利を導入済み、政策変更の思惑で円相場が変動する局面が過去に比べ減少

次に、②については近年、日本の経常黒字に占める貿易黒字の割合が低下し、第1次所得収支（利子・配当等の収支）の黒字の割合が上昇しました。後者は一般に再投資される場合が多く、為替取引は発生しにくくなります。そして、③に関しては、日本では物価の伸び悩みが長期化し、すでにマイナス金利も導入されているため、日銀による政策変更の思惑で円相場が変動する局面が、過去に比べて少なくなったと考えられます。

なお、米国でも2008年のリーマン・ショックを受け、量的緩和やゼロ金利政策などの非伝統的金融政策が導入されました。その後、非伝統的金融政策は、段階的に解除されましたが、今年にはコロナ・ショックを受け、3月に量的緩和やゼロ金利政策が再開されました。さらに米国では、イールドカーブ・コントロール導入の思惑も強く、日本だけでなく、米国の長期金利水準も大きく低下しています。

過去、日米長期金利低下につれドル円の値幅は縮小、今後は金利変動低下が値幅抑制要因

最後に、日米長期金利水準とドル円の年間値幅との関係を、実際の数字で確認してみます。長期金利は、日本のデータの関係上、5年国債利回りを使用し、期間は1974年からとしています。また、長期金利の水準は、日米5年国債利回りの合計で表します。図表2を見ると、やはり日米長期金利水準の低下に従い、ドル円の年間値幅が縮小していることが分かります。

日米とも、長期金利の大幅な低下により、さらなる低下余地が縮小しつつある一方、マクロ経済環境を踏まえると、長期金利の上昇を見込む状況にはまだありません。両国の金融当局は、国債買い入れなどで長期金利の上昇を抑制するスタンスを当面維持すると思われます。そのため、日米長期金利の変動幅はこの先、比較的小さくなる可能性が高く、これがドル円の金利感応度を一段と低下させ、ドル円相場の値幅抑制につながるとみています。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、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