情報提供用資料

2017年3月16日

米国の利上げ決定後の為替相場の見通し
－FRBの利上げ局面におけるドル円相場の変動要因－

当レポートの主な内容

① 米国の連邦準備制度理事会（FRB）は、14-15日の連邦公開市場委員会（FOMC）において、政策金利の引き上げを決めました。一方、日銀は、15-16日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定しました。

② 日米の金利差とドル円相場の関係をみると、金利差が拡大する局面の初期には、むしろ円高が進む傾向がみられました。ただ、その後に金利差がさらに拡大する過程において、ドル高傾向となる局面もみられたことが注目されます。

FRBは利上げ、日銀は据え置きを決定

今回のFOMCにおける政策金利の引き上げは、今回の金融引締めサイクルで3回目となりました。市場が注目する、長期均衡FFレートや年内の利上げ回数の予想（FRBの理事が示す見通しの中央値）に変更はありませんでした(図表1)。ただ、今後の政策金利の見通しは、全体としては上方にシフトしており、今後も金融政策の正常化が着々と進むとみられます。

一方、日銀の金融政策決定会合では、金融政策の現状維持が決定されました。短期金利を-0.1%、長期金利をゼロ%程度とする「長短金利操作付き量的質的金融緩和」は、当面継続されるとみられます。

日米金利差の拡大は、円安ドル高要因のひとつ

今回の決定によって、日米の政策金利の差は一段と拡大しました（図表2）。通常、日米金利差の拡大は円安ドル高の要因になると考えられます。しかし、過去の推移を見ると、日米の短期金利(3カ月の銀行間金利）差が拡大する初期の局面では、むしろ円高ドル安が進むことが観察されます（図表3）。これは、経常赤字などが恒常的にドル安圧力となるなか、米国で利上げが行われると、一旦は株式や債券が売られ、資金流出によってドル安が進むことが要因のひとつと考えられます。

ただその後は、金利差が拡がってきた後に、円安ドル高トレンドが始まる局面もみられます。これは、資金が米国に還流してドル高が進むためと考えられます。

2015年秋頃に始まったと考えられる今回の金利差拡大サイクルでも、同様の動きがみられます。今後、FRBがさらに利上げを進めれば、円安ドル高トレンドが強まる可能性があるものと考えます。

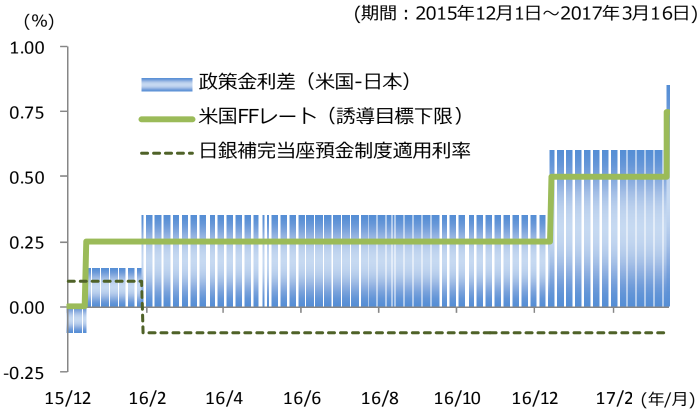
図表1 FOMCにおける主な決定事項と見通し

	前回（2月1日）	今回（3月15日）
FFレート誘導目標	0.5%～0.75%	0.75%～1.0%
長期均衡FFレート	3.0%	3.0%
年内の利上げ回数	3回	3回

（注）年内の利上げ回数とは、FRBの理事による見通しの中央値に基づき0.25%ずつ利上げが行われると仮定した場合の今回を含む回数です。
（出所）FRBの発表資料より岡三アセットマネジメント作成

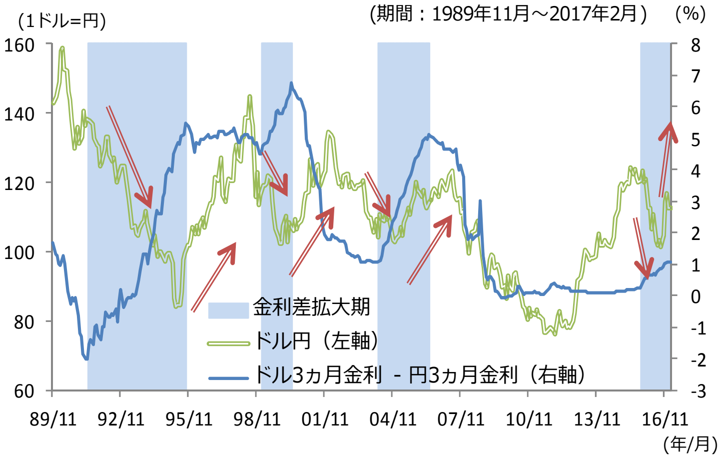
図表2　日米の政策金利と政策金利差の推移

(期間：2015年12月1日～2017年3月16日)



図表3　日米の短期金利差とドル円相場の推移

(期間：1989年11月～2017年2月)



（図表2,3の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

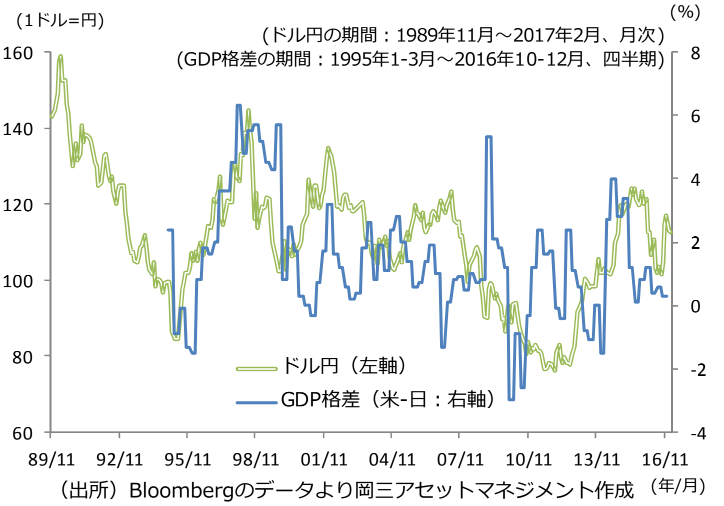
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いします。

日米の経済成長率格差も、円安ドル高要因に

自由に資金が移動する先進国間では、経済成長率がより高い国に資金が向かう傾向があると思われます。過去を振り返れば、概ね、米国のGDP成長率が日本よりも高い局面において円安ドル高が進み、その逆の場合は、円高が進む傾向がみられました(図表4)。

今後、トランプ大統領の「米国第一」の政策が実行に移され、米国の成長率が相対的に高まれば、日米の経済成長率の格差が拡がり、円安ドル高要因になることが予想されます。

図表4　日米の実質経済成長率の格差とドル円相場の推移



（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

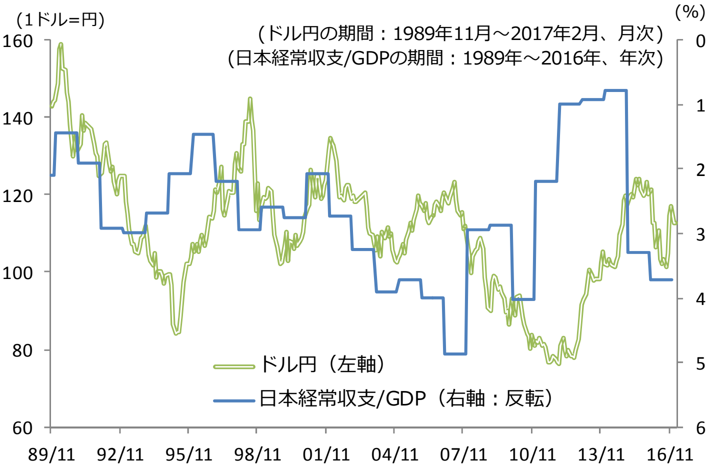
日本の経常収支が悪化する可能性も

金利差や成長率格差の他に為替レートに影響を与える要因として、経常収支が挙げられます。

日本のような経常黒字国は、恒常的に通貨高の圧力が生じると考えられます。過去を振り返れば、日本の経常収支が拡大した後に円高が進み、経常収支が悪化した後には円安進行がみられました（図表5）。

今後、米国、中国、アジア諸国、欧州の経済が順調に拡大すれば、経常収支の黒字幅が拡大することが想定されます。ただ、鉱物性燃料の輸入額の高止まりなどから、貿易収支や経常収支が悪化する場合には、円安ドル高要因のひとつになると思われます。

図表5　日本の経常収支のGDP比とドル円相場の推移



（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

円安ドル高シナリオに潜むリスク要因

以上のように、金利差や成長率格差、経常収支見通しから円安ドル高シナリオが想定されます。ただ、以下の点が、このシナリオに対するリスク要因と考えます。

- 米国のトランプ政権の政策は、概してドル高要因と考えられるものの、政策が想定通り実行されず、米国の経済成長率が低迷してFRBの利上げが進まなければ、ドル高が進みにくくなると思われます。また、トランプ政権から、ドル高の進行に対する警戒が発信される可能性もあります。この点に関しては、3月14日に国際担当の財務次官に指名され、通貨問題を担当するとみられるマルパス氏の言動が注目されます。
- 市場参加者の米国経済に対する見通しに比べてFRBによる利上げスピードが速すぎる場合にも、経済の先行きに対する警戒感からリスク資産の価格下落や米長期金利の低下につながり、円高要因になると考えます。
- 3月15日に行われたオランダの議会選挙では、反EUの極右勢力とされる政党の議席が伸び悩み、市場では一旦、警戒感が和らいだものと思われます。しかし、今後のフランス大統領選挙などを契機として欧州の政治不安が強まり、安全通貨とされる円が買われて円高が進行する可能性が考えられます。

その他にも、エネルギー価格の下落などによって、日本の経常黒字の拡大や新興国経済の弱体化につながる場合には、円高ドル安要因になるとみられます。今後、これらのリスク要因にも注意が必要と思われます。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

■ お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）

■ お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

■ お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）
※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料
監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。

●お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商　　号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登　　録：金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

＜本資料に関するお問合わせ先＞
カスタマーサービス部　フリーダイヤル　**0120-048-214**　（9:00～17:00　土・日・祝祭日・当社休業日を除く）