



## 市川レポート

## 改めて考える長期金利と為替の関係

- テーパータントラム発生の2013年5月から12月まで、米長期金利は上昇し、ドル高・円安が進行。
- 2015年と2016年の米長期金利上昇時はいずれも日米実質金利差が拡大してドル高・円安に。
- 過去のデータによると米長期金利上昇は日米実質金利差拡大を通じドル高・円安を促しやすい。

## テーパータントラム発生の2013年5月から12月まで、米長期金利は上昇し、ドル高・円安が進行

3月2日付レポート「過去のデータからみる長期金利と株価の関係」では、2013年から直近まで、米10年国債利回りが上昇した5回の局面における、S&P500種株価指数の動きを検証しました。その結果、米長期金利の上昇による株安は一時的で、より長い期間では株高の傾向がみられました。今回のレポートでは、同じ5回の局面におけるドル円相場の動きを確認します。

1回目の期間（2013年5月から12月）は、日本の期待インフレ率のデータが入手できなかったため、米長期金利の動きのみでの検証となります。2013年5月、当時の米連邦準備制度理事会（FRB）議長であったバーナンキ氏が、量的緩和の縮小を示唆したことをきっかけに、米10年国債利回りは1.4%上昇しました（いわゆる「テーパータントラム」）。これを受けてドル円は7円37銭、ドル高・円安が進みました（図表1）。

【図表1：米長期金利の上昇局面におけるドル円相場の動き】

	米国			日本			日米 実質金利差 拡大幅(%)	ドル円の変化幅
	10年国債 利回り 上昇幅(%)	期待 インフレ率 上昇幅(%)	実質金利 上昇幅(%)	10年国債 利回り 上昇幅(%)	期待 インフレ率 上昇幅(%)	実質金利 上昇幅(%)		
1. 2013年5月2日～ 2013年12月31日	1.40	-0.04	1.44	0.18	-	-	-	7円37銭のドル高・円安
2. 2015年1月30日～ 2015年6月10日	0.84	0.24	0.60	0.23	0.32	-0.09	0.69	5円19銭のドル高・円安
3. 2016年7月8日～ 2017年3月13日	1.27	0.56	0.70	0.37	0.35	0.02	0.68	14円34銭のドル高・円安
4. 2017年9月7日～ 2018年11月8日	1.20	0.28	0.92	0.11	0.12	-0.00	0.92	5円62銭のドル高・円安
5. 2020年8月4日～ 2021年2月25日	1.01	0.56	0.45	0.14	0.19	-0.05	0.50	49銭のドル高・円安

(注) 期待インフレ率は期間10年のブレークイーブンインフレ率（物価連動債の取引参加者が予測する今後10年間の年平均物価上昇率）。実質金利は10年国債利回りから期待インフレ率を差し引いたもの。日米実質金利差は米国の実質金利から日本の実質金利を差し引いたもの。四捨五入の関係で図表の数字が計算上、合わない場合があります。ドル円の変化幅はニューヨーク市場の取引終了時点の水準を比較。

(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



## 2015年と2016年の米長期金利上昇時はいずれも日米実質金利差が拡大してドル高・円安に

2回目の期間（2015年1月から6月）では、米利上げの織り込みが進み（実際の利上げは2015年12月に実施され、ゼロ金利政策が解除）、米10年国債利回りは0.8%上昇しました。日本の10年国債利回りも0.2%上昇しましたが、米実質金利の上昇幅が相対的に大きかったため、日米の実質金利差は拡大しました。その結果、ドル円は5円19銭、ドル高・円安が進みました。

3回目の期間（2016年7月から2017年3月）では、2016年11月の米大統領選挙でトランプ氏が勝利し、減税などによる景気押し上げ期待から、米10年国債利回りは1.3%上昇しました。日本の10年国債利回りも0.4%上昇しましたが、やはり米実質金利の上昇幅が相対的に大きかったため、日米の実質金利差は拡大し、ドル円は14円34銭、ドル高・円安が進みました。

## 過去のデータによると米長期金利上昇は日米実質金利差拡大を通じドル高・円安を促しやすい

4回目の期間（2017年9月から2018年11月）では、FRBによるバランスシート縮小（2017年10月に開始）などの影響により、米10年国債利回りは1.2%上昇しました。日本の10年国債利回りも0.1%上昇しましたが、この期間においても米実質金利の上昇幅が相対的に大きかったため、日米の実質金利差は拡大し、ドル円は5円62銭、ドル高・円安が進みました。

5回目の期間（2020年8月から2021年2月）でも、日米実質金利差が拡大し、この期間はわずかですが、ドル高・円安が進行しました。以上より、米長期金利が上昇する局面では、日本の長期金利も連れて上昇するものの、小幅にとどまり、実質金利は米国の方がより大きく上昇する傾向がうかがえます。つまり、今回の検証で、米長期金利の上昇は、日米実質金利差の拡大を通じ、ドル高・円安を促しやすいということが確認できました。

■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