

## ～円安米ドル高の持続性について～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部 岡 圭佑

### 年初から急速に円安米ドル高が進行

米ドル円は、2021年1月4日の102.80円を起点として、3月には一時109円程度まで上昇するなど急速な円安ドル高が進行している。こうした動きは2016年のトランプラリー（米国大統領選挙でトランプ氏が勝利した後に株高や円安が続いた局面）を彷彿させるバイデンラリーとして捉えることもできる（図表1）。

そこで、本稿では2016年のドル円を取り巻く環境を整理し、円安ドル高の持続性について考察してみたい。

トランプラリーの発端は、2016年の大統領および上下両院の選挙で共和党が過半数を占め、トランプ氏が公約に掲げていた減税の実現性が高まったことである。金融市場では、米国景気の回復とともに、FRB（米連邦準備制度理事会）による利上げが意識されたため、2年や10年の米国債利回りは上昇し、急速な円安ドル高をもたらした。

2021年初からの円安ドル高は1月5日の米ジョージア州での上院選挙の結果を受けて、民主党が大統領と上下両院を制する、いわゆるトリプルブルーの実現によるところが大きかったと考えられる。昨年以降、円高ドル安基調が続いていたが、バイデン政権が掲げる大規模な財政政策が実現すると観測が高まったことを受けて、米国債利回りは上昇し、一転して円安ドル高が進行した（図表2）。このように、2016年と足もとの状況を比較すると、財政政策への期待を背景に円安ドル高が進行した点は類似しているものの、当時とはドル円を取り巻く環境（①本邦投資家の外債投資意欲、②2年米国債利回りの動き、③米国の株価水準）は大きく異なっている。

### 2016年との違い①：本邦投資家の外債投資意欲

まず、2016年のトランプラリーを振り返ると、ドル円は2016年11月4日の102.97円を起点として、12月15日には118.35円まで円安ドル高が進行した。もっとも、ドル円は15%程度上昇しているが、ドルの名目実効為替レート（※）で見れば、5%程度の上昇にとどまっており、ドル円上昇の主因が円安であったことが分かる（図表3）。

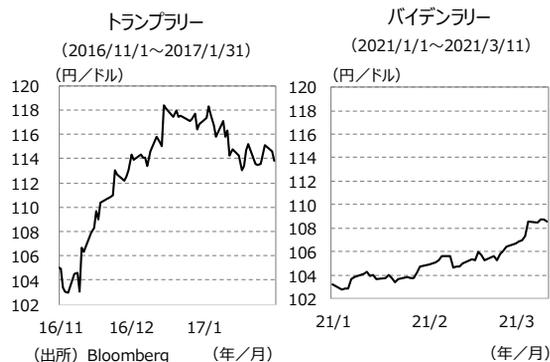
※名目実効為替レートは、ある通貨と、対象となる全通貨との2通貨間為替レートについて、貿易額などで計った相対的な重要度でウェイト付けし、それぞれの物価変動分を調整したもの。

※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

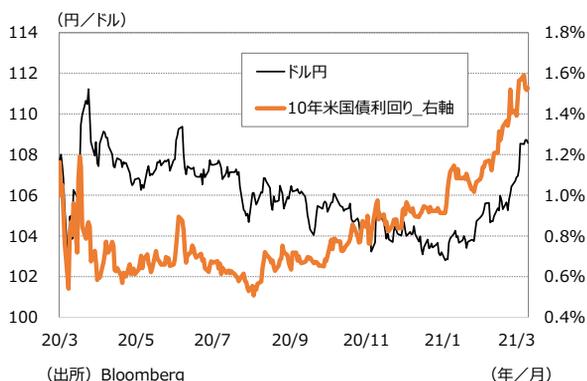
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

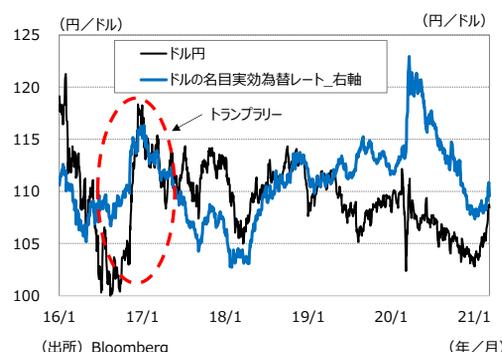
【図表1 ドル円の推移】



【図表2 ドル円と米国債利回り】  
2020年3月2日～2021年3月11日、日次



【図表3 ドル円とドルの名目実効為替レート】  
2016年1月4日～2021年3月11日、日次



こうした背景には、日本固有の要因があったと考えられる。2016年は、日銀によるマイナス金利の導入をきっかけに国債利回りが大きく低下した年でもある。本邦投資家は国内債券の代替として、以前にも増して外国債券への投資を活発化させていた（図表4）。こうした状況下で、2016年11月のトランプラリーの実現、さらには年末の季節要因（米国企業の決算に伴い、外貨をドルに換える動きが強まる）が重なり、円安ドル高が加速したとみられる。これに対して、足もとではFRBによる大規模な金融緩和を背景とした低金利環境が続くなか、本邦投資家の外債投資意欲は減退している。▲2016年のように、外債投資が円安を加速させることは考えにくいだろう。

### 2016年との違い②：2年米国債利回りの動き

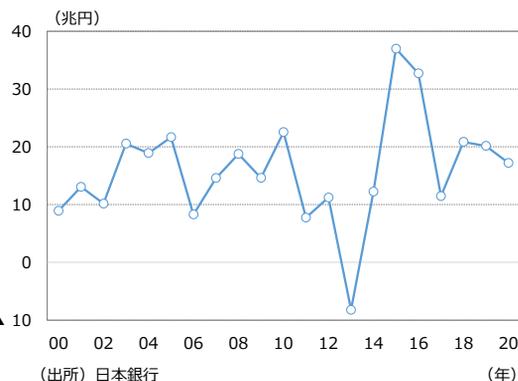
トランプラリーでは2年、10年の米国債利回りはそれぞれ0.49%、0.82%上昇し、こうした動きも急速な円安ドル高につながったと考えられる（図表5）。一方、足もとでは大規模な財政政策の実現により景気回復期待が高まる中でも、FRBが失業率など労働市場を重要視する方針に転じていることから、現行の金融緩和が正常化に向かうには相当の時間を要する見込みである。このため、10年の米国債利回りは上昇しているものの、金融政策に反応しやすく、為替相場への影響が大きい2年の米国債利回りには特段変化がみられない。ドル高の継続が正当化される状況にないだろう。

### 2016年との違い③：米国の株価水準

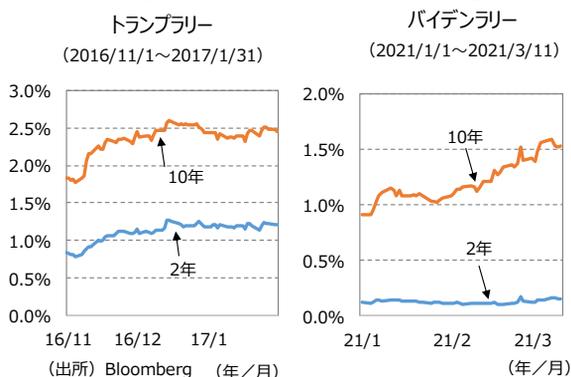
株価の割高感も円高リスクをはらむ。2021年2月以降、10年の米国債利回りが1%台半ばを超えて上昇する局面では、米国の株価が下落するなどの不安定な動きが繰り返されている。2016年も株高基調にあったが、イールドスプレッド（株価の水準が債券と比較して割高か割安かを示す指標）を当時と比較すると、足もとは株価の割高感を示唆しており（図表6）、株価が急落した2018年10月の水準に一致する（その後FRBは利下げ方向へ政策転換している）。株価の割高感が意識されれば、リスク回避的な動きが強まり、投資家心理の悪化による円高ドル安圧力が高まることが予想される。

今後、FRBによる利上げ観測の高まりとともに、2年米国債利回りが上昇し、本邦投資家の外債投資が活発化すれば、円安ドル高が進行する可能性がある。ただし、現在のドル円を取り巻く環境を踏まえれば、ドル円の上値の目途は110円程度で上昇余地は限定的なものにとどまるだろう。今後ドル円の上昇が一服すれば、トランプラリー後のように再び円高ドル安基調に戻るとみている。

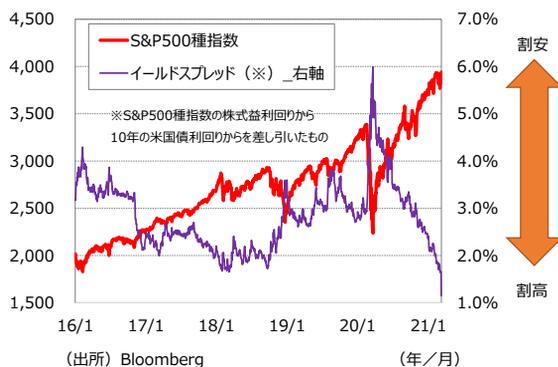
【図表4 対外証券投資（ネット）の推移】  
2000年～2020年、暦年



【図表5 米国債利回りの推移】



【図表6 S&P500種指数とイールドスプレッド】  
2016年1月4日～2021年3月11日、日次



※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
 ※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

## 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。

投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、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。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

## 投資信託に係る費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.3% (税込)
  - 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
  - 保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 年率上限2.035% (税込)  
※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。
  - その他の費用・手数料・・・監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。
- 詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

### <ご注意>

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います。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

## 東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

サービスデスク 0120-712-016  
(土日祝日・年末年始を除く 9:00~17:00)

商号等：東京海上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361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

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧の上、ご自身でご判断ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報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。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、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、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。