



## 市川レポート

## 過去の事例から考える米利下げ後の日米金利差とドル円相場の動向

- FRBの利下げ開始後に、日米金利差とドル円はどう推移するか、直近6回の利下げケースを検証。
- 過去、国際通貨合意や日銀の金融政策などの影響で米利下げ後必ずしもドル安・円高にならず。
- 今回は米利下げでドル安・円高の可能性が高いが利下げ後の予期せぬイベントの発生に要注意。

## FRBの利下げ開始後に、日米金利差とドル円はどう推移するか、直近6回の利下げケースを検証

市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）が9月17日、18日に開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）で、利下げに踏み切るとの見方が優勢です。一般に、米国で利下げが行われると長期金利が低下し、ドル安につながると考えられていますが、今回のレポートでは、実際にそのような反応になるのか、過去の事例を検証し、米利下げ開始後の日米金利差とドル円相場の動きを考察します。

具体的には、米国で過去、利下げが開始された時点を基準に、その後半年間における日米金利差とドル円レートの変化幅を確認します。過去の利下げ時期は、①1989年6月、②1995年7月、③1998年9月、④2001年1月、⑤2007年9月、⑥2019年7月、の直近6回を対象とします。半年間はドル円の取引ベースで125営業日とし、日米金利差は米国の10年国債利回りから日本の10年国債利回りを差し引いたものとします。

【図表1：米利下げ開始から半年のドル円などの動き】

初回利下げ日	日銀政策スタンス	日米金利差	ドル円
①1989年6月5日	引き締め	約78bp縮小	+1円58銭
②1995年7月6日	緩和	約75bp縮小	+17円71銭
③1998年9月29日	緩和	約39bp縮小	-16円24銭
④2001年1月3日	緩和	約58bp拡大	+10円76銭
⑤2007年9月18日	据え置き	約68bp縮小	-12円66銭
⑥2019年7月31日	据え置き	約40bp縮小	+1円06銭

(注) 初回利下げ日は直近6回の米利下げ局面における初回利下げ日。半年は初回利下げ日からドル円の取引ベースで125営業日までの期間。日米金利差（米国の10年国債利回りから日本の10年国債利回りを差し引いたもの）は半年の変化幅、ドル円は半年の変化幅でプラスはドル高・円安方向、マイナスはドル安・円高方向の変化幅を示す。

(出所) FRB、日銀、Bloomberg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：米利下げ後ドル円に影響した主なイベント】

初回利下げ日	ドル円に影響を与えた主なイベント
①1989年6月5日	利下げ後の米国株の底堅さや、本邦機関投資家の外債投資など。
②1995年7月6日	1995年4月25日の主要7カ国（G7）蔵相・中央銀行総裁会議での声明（ドルの秩序ある反転が望ましい）。
③1998年9月29日	ロシアの通貨危機などによるリスク回避的な動き。
④2001年1月3日	2001年3月19日に導入された日銀の量的緩和政策。
⑤2007年9月18日	サブプライムローン問題の表面化によるリスク回避的な動き。
⑥2019年7月31日	貿易問題を巡る米中の対立と協議の進展。

(注) 初回利下げ日は直近6回の米利下げ局面における初回利下げ日。

(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 過去、国際通貨合意や日銀の金融政策などの影響で米利下げ後必ずしもドル安・円高にならず

まず、①で日米金利差は約78ベースポイント（bp、1bp=0.01%）「縮小」、ドル円は1円58銭ほど小幅に「ドル高・円安」に振れました（図表1）。背景には、利下げ後の米国株の底堅さや、本邦機関投資家の外債投資などが、ドルを支えた面もあると思われます（図表2）。次に、②で日米金利差は約75bp「縮小」、ドル円は17円71銭ほど「ドル高・円安」に振れました。これはドルに関する国際合意が主因と推測されます。

③では日米金利差が約39bp「縮小」、ドル円は16円24銭ほど「ドル安・円高」に振れましたが、当時の円高は、ロシアの通貨危機などによるリスク回避的な動きによるものと考えられます。また、④で日米金利差は約58bp「拡大」、ドル円は10円76銭ほど「ドル高・円安」に振れましたが、こちらは2001年3月19日に導入された日銀の量的緩和政策によるところが大きいと思われます。

## 今回は米利下げでドル安・円高の可能性が高いが利下げ後の予期せぬイベントの発生に要注意

そして、⑤で日米金利差が約68bp「縮小」、ドル円は12円66銭ほど「ドル安・円高」に振れましたが、これは米サブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）問題の表面化によるリスク回避的な動きが影響したと推測されます。最後の⑥では、日米金利差は約40bp「縮小」、ドル円は1円06銭ほど小幅に「ドル高・円安」に振れましたが、当時は米中貿易問題を巡り市場が一喜一憂し、ドル円の方向感が出にくかったためとみられます。

以上より、米利下げ後の日米金利差やドル円の動きは、「利下げそのもの」よりも、「利下げ後のイベント（国際的な通貨合意や金融危機、米中の政治的緊張など）」に、より強く影響を受ける傾向があることが分かります。今回は、米国で利下げ、日本で利上げとなる可能性が高く、日米金利差の縮小とドル安・円高が予想されますが、米利下げ後の予期せぬ金融危機の発生や、米中の政治的緊張の高まりなどには、十分な注意が必要と考えます。

■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