



市川レポート

米利下げ局面で必ずしもドル安・円高が進むとは限らない理由

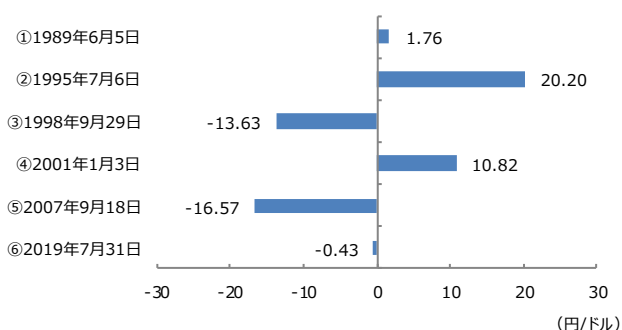
- ダウ平均、日経平均に引き続き、ドル円についても過去の米利下げ局面における推移を検証する。
- 米利下げから半年間のドル円の動きはまちまちとなり必ずしもドル安・円高が進むとは限らなかった。
- 利下げ後のドル円は国際通貨合意や金融危機、政治的緊張などに強く影響を受ける傾向がある。

ダウ平均、日経平均に引き続き、ドル円についても過去の米利下げ局面における推移を検証する

4月17日付レポートと4月24日付レポートでは、過去の米利下げ局面において、ダウ工業株30種平均と日経平均株価は、それぞれどのように推移したかを検証しました。その結果、利下げ開始後、半年以内に米国が景気後退入りした場合は、ダウ平均、日経平均ともに下落し、景気後退回避の場合は、ともに上昇という傾向が確認されました。したがって、株価の方向性は、利下げ自体ではなく、景気によるところが大きいと推測されます。

そこで、今回のレポートでは、ドル円に焦点をあて、過去の米利下げ局面における傾向を探ります。具体的には、株価を検証した時と同じく、直近6回の米利下げ局面における初回の利下げ日、すなわち、①1989年6月5日、②1995年7月6日、③1998年9月29日、④2001年1月3日、⑤2007年9月18日、⑥2019年7月31日を基準に、6カ月後のドル円の変化幅を計算します。

【図表1：米利下げから半年のドル円の変化幅】



(注) 各日付を基準とした6カ月（125営業日）後の騰落率。プラスはドル高・円安方向の変化幅。マイナスはドル安・円高方向の変化幅。

(出所) 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：各局面でドル円の材料となった主な事象】

初回米利下げ日	ドル円の材料となった主な事象
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。米景気後退入りは初回利下げ日を基準に6カ月（125営業日）以内の景気後退入りの有無。

(出所) NBER、各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

米利下げから半年間のドル円の動きはまちまちとなり必ずしもドル安・円高が進むとは限らなかった

計算結果は図表1の通りで、①は半年間で1円76銭のドル高・円安（半年の期間を踏まえるとほぼ横ばい）、②は20円20銭のドル高・円安、③は13円63銭のドル安・円高、④は10円82銭のドル高・円安、⑤は16円57銭のドル安・円高、⑥は43銭の小幅なドル安・円高で横ばい、となりました（図表1）。このように、米利下げ後のドル円の動きはまちまちで、必ずしもドル安・円高が進むとは限らないことが分かります。

当時の状況をもう少し詳しくみていくと、①のほぼ横ばいの動きは、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）。②のドル高・円安は、1995年4月25日の主要7カ国（G7）蔵相・中央銀行総裁会議で公表された、ドルの秩序ある反転が望ましいとの声明が主因と推測されます。③のドル安・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。

利下げ後のドル円は国際通貨合意や金融危機、政治的緊張などに強く影響を受ける傾向がある

④のドル高・円安は、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く、⑤のドル安・円高は、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思われます。⑥の横ばいの動きは、貿易問題を巡る米中の対立と協議の進展に市場が一喜一憂し、ドル円の方向感が出にくくなったためとみられます。

以上より、ドル円の方向性は、やはり米利下げだけでは決まらず、通貨政策にかかわる国際合意や金融危機、政治的緊張といった事象に、より強く影響を受ける傾向があり、また、日本の金融政策も重要な要素と考えられます。したがって、仮に米国が今後利下げに踏み切った場合、米金融不安が金融危機に発展するか否か、米中の政治的緊張が高まるか否か、そして日銀の金融政策の見極めも、ドル円相場を展望する上で必要と思われます。

■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、ご了承下さい。

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