



## 為替相場動向

調査研究部 研究員  
古金 義洋

### ○米金利低下にもかかわらずドル相場は堅調に推移している

米金利低下観測が強まるなか、為替市場ではドル安が予想されていたが、ドルは円を除く主要通貨に対し、むしろ底堅く推移している。なぜなのか。

F R Bが発表するドルの名目・実質実効レート（2006年1月=100の指数）の昨年末から最近までの推移をみてみよう。

対先進国通貨での名目実効レートは、昨年末から今年7月末にかけ0.6%上昇したあと、8月に入ってやや軟化しているが、データ入手可能な8月23日時点の名目実効レートは昨年末水準を0.4%上回っている。

対新興国通貨での名目実効レートは、昨年末から今年7月末にかけ0.7%下落したあと、8月に入って反発し、直近の8月23日の名目実効レートは昨年末水準を2.6%上回った。

対先進国通貨での実質実効レート（実質実効レートの計算には物価指標が必要であるため、実質実効レートは月次のデータしかない）は、昨年12月から今年7月にかけ0.1%下落した。

対新興国通貨での実質実効レートは、昨年12月から今年7月にかけ2.5%下落した。

以上の通り、対先進国通貨でのドル相場はほぼ横ばいだった。対新興国通貨でみると、7月までドルは名目でやや下落し、新興国のインフレ率が米国に比べ高いことを考慮した実質レートでみると、ドル

は新興国通貨に対し、より大幅に下落していた。しかし、8月に入り、ドルは対新興国通貨で一転して上昇した。中国人民元やアルゼンチンペソなど一部新興国通貨の下落などが原因と考えられる。ドルの対中国人民元相場は7月末から8月23日にかけて3.1%上昇、ドルの対アルゼンチンペソ相場は同期間で25.7%上昇した。

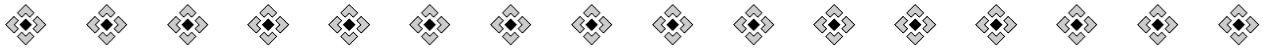
### ○トランプ減税と保護主義関税がドル高につながった

8月以降の人民元やアルゼンチンペソの下落についての問題は別として、今年に入ってからドル相場の動きのなかで、多くの市場関係者が疑問視しているのは「米金利が低下し他の先進国との金利差が縮小しているのに、他の先進国通貨に対しドル安になっていないのはなぜか」という点だ。

図1は米国と欧日の長期金利（10年国債利回り）格差、対先進国通貨でのドルの名目実効レートの動きをみたものだ。

米国と欧日の長期金利差については、米国





の10年国債利回りから、ドイツと日本の10年国債利回りの加重平均値（ユーロ圏と日本のGDP比率である65対35で加重平均したもの）を差し引いたものを使った。

米10年債利回りがピークをつけた昨年11月以降の動きをみると、米国の金利低下が急で（3.2%→1.5%）、これに対し、欧日の金利についてはマイナス域に入っていることもあって低下のペースがより緩やかだった（0.3%→マイナス0.5%）。この結果、米国と欧日の金利差は縮小（2.8%→2.0%）した。これに対し、ドルの対先進国通貨での実効レートはほぼ横ばいで推移しており、金利差縮小の影響を反映していない。

この理由としては、以下の2点が重要と考えられる。

第1に、為替相場は、金利差を背景としたお金の動きだけではなく、実物経済（財・サービスの市場）の動きによっても左右されるという点に注意しなければならない。

資産市場では金利差が為替相場を決める重要な要因であることは間違いなく、金利が上昇（低下）する通貨が高い（安い）という関係がある。しかし、実物経済では、金利と為替相場の関係は、必ずしも、金利高→通貨高という関係にはならない。

貯蓄投資バランスは、下式の通り、貿易収支に一致する。

$$\text{民間貯蓄} - \text{民間投資} + \text{財政収支} = \text{貿易収支} \dots \text{①}$$

このため、例えば、金利低下で投資が増加して①式の左辺が減少すれば、それに合わせて右辺も減少しなければならず、そのために

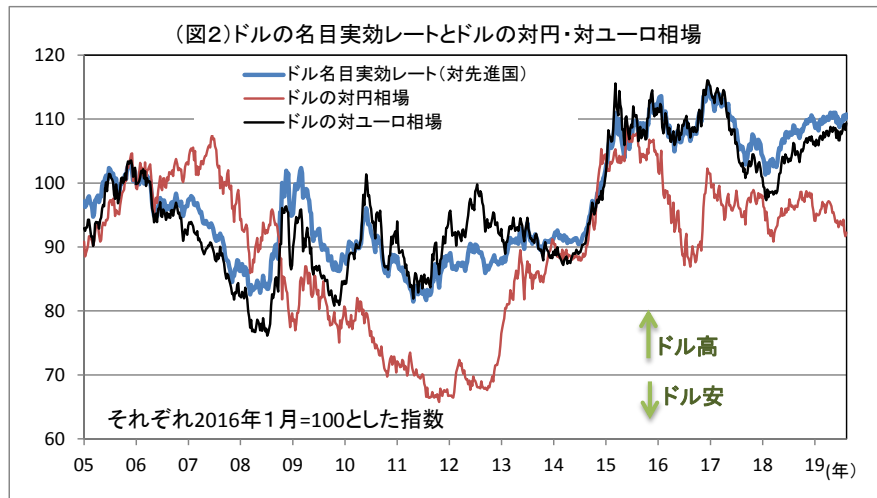
通貨高にならなければいけない。結果として、財・サービス市場のバランスを考慮すると、この場合、金利低下が通貨高を招くことになる。

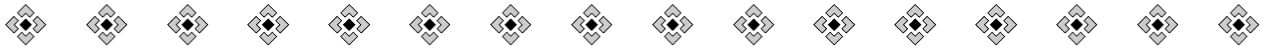
2018年にはトランプ減税と保護主義政策が米金利高・ドル高を招いた。トランプ減税は財政収支を悪化させ、また、保護主義政策は貿易収支を改善させる効果が期待された。

財政収支の悪化で①式の左辺が減少し、一方、保護主義政策→貿易収支改善で右辺が増加することになったため、そのうえで、①式をバランスさせるためには、金利が上昇して投資を減少させて左辺を増加させるか、ドル高になって貿易収支を悪化させ右辺を減少させるか、あるいはその両方か、によって、①式をバランスさせる必要があった。

結局、2018年には金利上昇とドル高の両方が起こったと考えられる。1980年代前半にも、同様に、レーガン政権時の財政赤字拡大によって、米金利高・ドル高が起きたことが知られている。

さらに、今回は今年に入り、景気が比較的堅調な中での予防的利下げ観測の高まりから長期金利が低下し、それが民間投資の増加に





よる①式の左辺の減少を期待させた可能性がある。だとすれば、それに見合って右辺も一段と減少しなければならず、それが最近のドルの堅調な推移(ドル高)につながったとも考えられる。

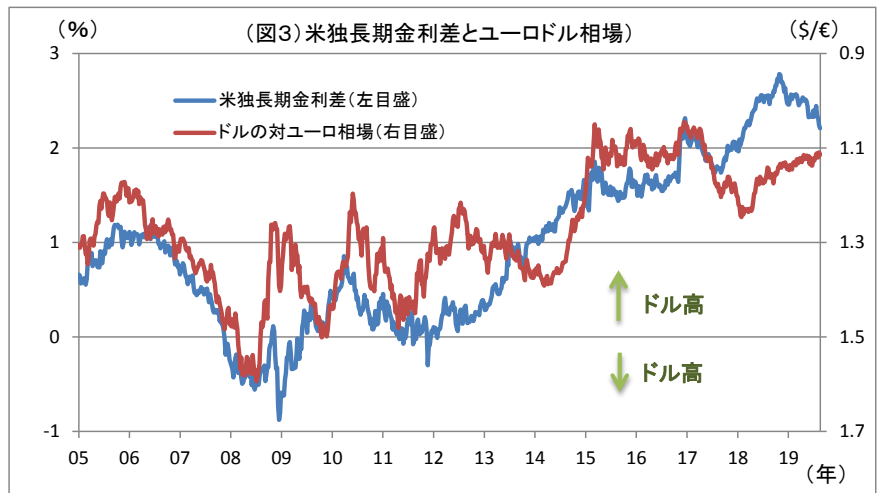
ただ、もしこの先、予防的利下げによる景気下支え効果が効かず、米中貿易戦争などへの懸念から民間投資の減少が明らかになってくれば、①式の左辺は増加するだろう。その場合、金利低下(→左辺の減少)とドル安(右辺の増加)が、①式のバランスのために必要となる。その際は、資産市場からみても、財・サービス市場からみても、米金利低下とドル安が並行して起こることになるだろう。

**○米国同様、ドイツの金利も大幅に低下したことがドルの支えになっている**

金利差縮小がドル安のつながっていないもう一つの理由は、主として、ユーロ相場の動きにある。図2でみる通り、ドルの名目実効レートは、過去、ドル円相場ではなく、ユーロドル相場の動きに大きく左右されていることがわかる。

最近のドル相場は対円では下落しているが、対ユーロでは上昇傾向が続いており、最近のドル実効レートが堅調に推移しているのは、対ユーロでのドル高傾向が原因だ。

そこで、米独金利差とユーロドル相場の関係がどう



なっているかをみてみよう。

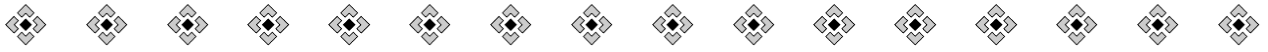
図3にみる通り、米独金利差は18年10月にかけて拡大したあと、幾分縮小しているが、金利差は2.2%程度と、水準としてはかなり大きく開いたままだ。米10年国債利回りは昨年秋以降大幅に低下しているものの、独10年国債利回りもマイナス金利下にはありながら、急速に低下しているためだ(図4参照)。

2005年以降の米独金利差とユーロドル相場のデータから両者の関係を求めると、

$$\text{ユーロドル相場} = 1.385 - 0.117 \times \text{米独金利差}$$

となる。





この式から、米独金利差が2.2%でユーロドル相場の水準を計算すると1.13ドル/ユーロとなる。それに比べると現在の相場水準(1.1ドル程度)は若干ながらドル高気味だが、ほぼ金利差に見合った水準であると言える。

以上の通り、足もとで米金利が低下するなかでのドルが堅調に推移しているのは、18年に米独金利差が大きく拡大したにもかかわらずドルがさほど強くならなかったことの反動であり、水準訂正の動きだと言うこともできる。

結局のところ、最近の米金利低下にもかかわらず、ドルが堅調に推移しているのは次のような理由によると考えられる。

第1に、トランプ減税や保護主義関税に加え、米国の予防的利下げ観測の高まりにより、米国国内経済の貯蓄不足・投資超過観測が強まり、財・サービス市場のバランスからみたドル高圧力が強まった。

第2に、米国と欧州の金利差は足元で縮小しているが、金利差の水準は高水準で、それがドルの下支えになった。

しかし、これらのドル高要因が今後とも続くかかどうかは疑問だ。仮に、米国経済の減速が明らかになる場合は、この先、財・サービス市場からみても、資産市場からみても、米金利低下とドル安の圧力が強まる可能性がある。米独金利差についても、一段と縮小傾向を辿る可能性があり、現在の一時的なドル高・ユーロ安も続かないと考えられる。

そうした場合、米金利が低下するなかで幾分円高気味になっているドル円相場について

も円高・ドル安の動きに拍車がかかる可能性がある。日米金利差とドル円相場の関係をみてみよう。

図4でみる通り、日本の金利低下のペースは米独に比べて緩やかだ。このため、日米金利差は1.8%程度と2%を割り込む水準まで縮小している。日米金利差が2%を割り込んだのは2016年以來のことだ。この時のドル円相場は100円近辺まで円高が進んだ(図5参照)。

2005年以降の日米金利差とドル円相場のデータから両者の関係を求めると、

ドル円相場 =  $74.1 + 13.66 \times \text{日米金利差}$   
となり、日米金利差1.8%程度でのドル円相場は99円/ドルと計算できる。金利差から言えば、100円割れも視野に入ってくる。

