



米国マーケット事情

サイクルトップを探るドル円相場 ～ドルサイクルから見るドル円相場の現状と今後～

FRBのタカ派化で堅調なドル ドル円相場も上昇サイクルに

インフレ抑制を最優先に急ピッチの利上げを行うFRB(米連邦準備理事会)のタカ派スタンスを背景に、ドルは大局的に堅調な推移が続いてきた。ドル円相場もドルの上昇に概ね沿うかたちで、2021年初につけた1ドル＝102円近辺を底に上昇サイクルに入り、1998年以来約24年ぶりとなる140円台の高値水準で推移中だ(図表1)。

こうした為替レートの変動のうち、ドルの名目実効為替レートのサイクル(ドルサイクル)については、本誌2022年7月号「米株価下落継続でも大局的ドル高は継続へ～ドルサイクルに基づくドル相場の定点観測～」などで紹介してきたように、米国株価指数(S&P500株価指数)を新興国株価指数(MSCI新興国株価指数; 現地通貨建て)で割った株価指数比率と大局的に高い連動性がある。また、米国株価指



公益財団法人 国際通貨研究所
上席研究員
橋本 将司 (はしもと・まさし)

慶應義塾大学卒業後、三菱UFJ銀行に入行。国際通貨研究所研究員、グローバルマーケットリサーチ・シニアアナリスト、経済調査室ニューヨーク駐在などを歴任し、グローバルな為替市場やマクロ経済に加え、米国金融規制など幅広い分野の調査業務に従事。2020年より再び国際通貨研究所へ出向し、為替市場や主要国の金融政策・マクロ経済動向の分析を担当。理論的な観点からの為替市場分析を得意とする。国際通貨研究所ホームページ (<https://www.iima.or.jp>)にも各種レポートを掲載

数と新興国株価指数の上昇・下落の組み合わせから、ドルサイクルを局面①～⑥までの6つに分類することができることを指摘した(図表2)。

ドルサイクルの局面分析により ドル円相場の方向性が見える

ではこのドルサイクルやその局面分析に基づいて、ドル円相場のサイクルはどのように分析できるのだろうか。まず、円について見ると、2000年代半ば以前はドルの変動の主な受け皿通貨として推移する傾向が強かった。資源国・新興国経済がまだあまり安定せず、資源国・新興国通貨がリスク選好時のドル売りの受け皿通貨としては選ばれにくく、主に円やユーロがその役割を果たしていたためだ。

その後グローバル化の進展や資源価格の上昇などからこうした国々の経済の安定が顕著になると、2000年代半ば以降は、資源国・

新興国通貨がリスク選好時の受け皿通貨として浮上。為替市場全体のバランスから、円は安全通貨としての傾向を強め、ドルが安全通貨として推移する場合にこれと連動しやすくなった。

このため2000年代半ば以前は、円はドルと相反して推移し、ドル円相場のサイクルの方向性はドルサイクルと一致していた(図表1)。一方、2000年代半ば以降は、円がドルと連動しやすくなり、ドル円相場の方向性にとっては、ドルサイクルの各局面におけるドルと円の方向性と強弱がポイントとなった。

2000年代半ば以降のドルサイクルの各局面で想定されるドル円相場の動きは、図表2のように整理できる。局面①(リスク選好のドル高)は、リスク選好で円は下落することからドル円相場は上昇が想定される。局面②(リスク選好のドル安)は、リスク選好で円も下落するため、ドルの下落が大きくドル円相場が下落する場合を局面②A、上昇する場合を局面②Bとする。

局面③(リスク回避のドル高)は、リスク回避で円も上昇するため、ドルの上昇が大きくドル円相場が上昇する場合を局面③A、下落する場合を局面③

■図表2 ドルサイクルとドル円相場の各局面

局面	ドルサイクル		円の動き		ドル円相場	
	ドル高(株価指数比率上昇)	ドル安(株価指数比率下落)	円高	円安	局面	相場
局面①	米国株上昇>新興国株上昇	リスク選好のドル高(株価指数比率上昇)	円安	-	局面①	上昇(ドル高円安)
局面②	米国株上昇<新興国株上昇	リスク選好のドル安(株価指数比率下落)	円安	ドル安>円安	局面②A	下落(ドル安円高)
			円安	ドル安<円安	局面②B	上昇(ドル高円安)
局面③	米国株下落<新興国株下落	リスク回避のドル高(株価指数比率上昇)	円高	ドル高>円高	局面③A	上昇(ドル高円安)
			円高	ドル高<円高	局面③B	下落(ドル安円高)
局面④	米国株下落>新興国株下落	リスク回避のドル安(株価指数比率下落)	-	-	局面④A	下落(ドル安円高)
			-	-	局面④B	上昇(ドル高円安)
局面⑤	米国株価上昇・新興国株価下落	米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高(株価指数比率上昇)	円安	-	局面⑤A	上昇(ドル高円安)
			円高	ドル高>円高		
			円高	ドル高<円高		
局面⑥	米国株価下落・新興国株価上昇	米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安(株価指数比率下落)	-	-	局面⑥A	下落(ドル安円高)
			-	-	局面⑥B	上昇(ドル高円安)

※局面④と⑥は分類上ドル安サイクルだが、米経済の状況悪化は新興国経済などにも影響を与えやすいため、実際はドルの方向は明確でなく、むしろ上昇する場面が多いとみられる。出所:筆者作成

Bとする。局面⑤(米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高)は、市場全体がリスク選好的・リスク回避的かで円の方向性もまちまちとなるため、ドル円相場が上昇する場合を局面⑤A、下落する場合を局面⑤Bとする。局面④と⑥もドル円相場の上昇・下落に応じて同様に分類する。

実際のドル円相場の推移を振り返ると、局面①ではドル円相場は想定通り上昇するか少なくとも概ね横ばいであった。局面②では、ドル円相場は2000年代後半に円キャリー取引の増大で円安圧力が大きく高まって上昇し局面②Bとなった以外は、ドルサイクルのドル下落圧力に沿い局面②Aとなり全て下落していた。

局面③は、全てその直前までのリスク選好的な地合いで円が独歩安にあった後に発生していたため、リスク回避的な局面への転換を機に大幅な円の買い戻しが発生し、ドル以上に円が上昇してドル円相場は局面③Bとなり下落していた。局面⑤では、市場が実態的にリスク選好の場合は局面⑤Aとなりドル円相場は上昇、リスク回避の場合は局面⑤Bとなり下落していた。このように、ドルサイクルがどの局面にあるかで、ドル円相場の方向性のパターンを見ることが出来る。

ドル円相場は米日金利差(米国金利-日本金利)とも一定の連動性があ

り、特に数カ月程度のドル円相場と米日金利差の連動性は高い場合がある。一方、1年程度あるいはそれ以上の期間で、ドルサイクルと米日金利差が異なる方向にある多くのケースで、ドル円相場はドルサイクルと整合的な方向へ推移してきた。趨勢的にドル円相場と米日金利差の推移が乖離する場面があることの1つの説明になろう。また、ドル円相場と米日金利差の連動性は、要因分解すると、円相場と米日金利差の逆相関が高いことが大きな要因となっている。これは円の安全通貨としての推移と関係すると考えられる。

急速な利上げで株価指数下落も 景気後退色は強まっていない

2022年初以降は、米国株価指数の下落を受けてドルサイクルは局面③(厳密には局面③と④の境界付近を推移中)に移行するとともに、円は下落してドル円相場は局面③Aとなり上昇してきた。過去の局面③では、景気後退か景気の顕著な減速を背景に米金利は低下するか上昇しても小幅に止まる中で、株価は下落サイクルに入り、為替市場では安全通貨の側面を持つドルや円が上昇するというのが典型的なあたりであった。この点、足元はインフレ抑制のためのFRBによる急速な利上げで、米国株価指数は下落基調にあるが、景気後退色は深まっていないと

いう異例の状況にある。こうした状況下では、当面ドル円相場は上昇サイクルが続くだろう。

もっとも、今後利上げの影響が顕在化して景気後退色が強まるとともに、米国株価指数もさらに下落すれば、本格的に局面③が進捗してこよう。リスク回避でドルと円は底堅く推移し、インフレが沈静化して米金利も下落に転じた場合、米金利と逆相関の傾向が強い円の支援材料となり、円がより強含み、ドル円相場はこれまで見られてきたように局面③Bの方向へ推移して下落に転じよう。

一方、インフレ率が高止まりしFF(フェデラルファンド)金利や米金利も高止まりすると、円の反発は抑制され、ドル円相場はなおも緩やかな局面③Aが続き、下げ渋って高止まりしそうだ。足元はこのシナリオの可能性が高まる方向にあるようにみえる。いずれにしても、米景気に利上げの影響が顕在化してくれば、ドル円相場はサイクルトップを探る動きになろう。

仮に米経済が持ちこたえ、米国株価指数も持ち直して上昇し、新興国株価指数をアウトパフォームした場合は、局面①への転換や、2021年2月からの直前の局面⑤Aが結果的に継続していたことなどにより、ドル円相場はさらに上昇することになろう。

(記事内容は2022年9月2日時点)

■図表1 ドルの名目実効為替レートとドル円相場

