

ドルは上昇サイクル継続で次第に強含みへ ～ドルサイクルから考えるドル相場の見通し～

経済調査部 上席研究員 橋本 将司
masashi_hashimoto@iima.or.jp

<要旨>

- ドルの名目実効為替レートは、2020年の下落基調から2021年は年初より持ち直しに転じた。米FRBによる金融緩和政策巻き戻しの期待が高まったことなどが切っ掛けとなった。ドルサイクルの局面判断も、米経済・株価指数の相対的に底堅い推移を背景に、2021年2月より局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面）にある。ドルは大局的には2011年半ば以降のドル高サイクルの中で、2015年頃より形成中の高値圏でのレンジ内推移が継続中。
- FRBの慎重なスタンスやコロナウイルス・デルタ株の感染拡大懸念などを背景とした米金利の上昇ピッチの鈍さ、米国期待インフレ率の上昇などが一定のドルの上値抑制要因になっているが、こうした要因の影響は徐々に後退に向かう方向。コロナショック後に拡大している米国の双子の赤字も、市場は内需の強さを含む米経済の底堅さを相対的に評価していることなどから、ドル安要因にはならないとみられる。
- ドルは今後も一定の上値抑制要因をこなしつつ、米経済の相対的な底堅さを背景にドルサイクルの局面⑤が継続、あるいは局面①（リスク選好のドル高）に転換する余地もある中で、2015年以降の高値圏でのレンジ内で強含み推移しそうだ。

<本文>

1. ドルは2020年の下落基調から2021年に持ち直し

ドルの名目実効為替レート¹は、コロナショックを受けた米FRB（連邦準備制度理事会）による未曾有の金融緩和政策などを受けて、2020年は3月につけた高値を起点に下落基調が続いていたが、2021年は年初から持ち直しに転じている（後掲第4図参照）。切っ掛けは、2020年11月の米大統領選と同時に行われた米連邦議会上下両院選で、南部ジョージア州の上院議席を巡る決戦投票が2021年1月5日に行われ、当初予想に反して民主党が勝利し上院の過半数議席を僅差で獲得することが確定したことだ。既に下院は民主党が過半数を獲得していたため、バイデン政権が標榜していた大規模な財政政策の実現可能性が一気に高まった。米景気への好影響とインフレへの警戒、そしてFRB

¹ 本稿では特に断りの無い限りFRBによる広義ドル名目実効為替レートを使用。

による金融緩和政策巻き戻しの前倒し期待も高まり、為替市場でもドルが反発に転じた。4月から5月にかけて、こうした流れが一旦巻き戻される動きもあり、ドルの名目実効為替レートが年初の水準近辺まで反落する場面もみられた。しかし、6月FOMCで2023年の利上げの可能性が浮上するなど、さらに金融緩和巻き戻しの前倒し観測が強まると、ドルの名目実効為替レートは再び持ち直している。

結果的にドルは、年初以降下げ止まってレンジ推移となっており、より大局的にみれば、2011年半ば以降のドル高サイクルにおいて、2015年頃より形成している高値圏におけるレンジ内での推移が続いている（後掲第2図参照）。

2. 株価指数比率によるドルサイクルの局面判断と足元までの推移

2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証」²では、ドルの名目実効為替レートのサイクル（ドルサイクル）が、米株価指数（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高い連動性があることを指摘。また、米株価指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（第1図）、ドルの動きの背景と先行き予想に利用できることを述べた³。第2、3図は1994年以降について、第4、5図は2020年初から足元までについて、それぞれドルの名目実効為替レートと株価指数比率、及び株価指数比率の分子と分母に相当する米 S&P500 株価指数、MSCI 新興国株価指数の推移を、ドルの局面判断（①～⑥）と共にみたものである。

第1図：ドルサイクルの各局面

| 局面 | 局面① | 局面③ | 局面⑤ |
|--------|---------------|---------------|----------------------|
| 株価 | 米株上昇>新興国株上昇 | 米株下落<新興国株下落 | 米株値上昇・新興国株値下落 |
| 株価指数比率 | 株価指数比率上昇=ドル上昇 | 株価指数比率上昇=ドル上昇 | 株価指数比率上昇=ドル上昇 |
| ドル | リスク選好のドル高 | リスク回避のドル高 | 米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高 |
| 局面 | 局面② | 局面④ | 局面⑥ |
| 株価 | 米株上昇<新興国株上昇 | 米株下落>新興国株下落 | 米株値下落・新興国株値上昇 |
| 株価指数比率 | 株価指数比率下落=ドル下落 | 株価指数比率下落=ドル下落 | 株価指数比率下落=ドル下落 |
| ドル | リスク選好のドル安 | リスク回避のドル安 | 米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安 |

(注)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、上昇する場合もあり得る。

(資料) 国際通貨研究所

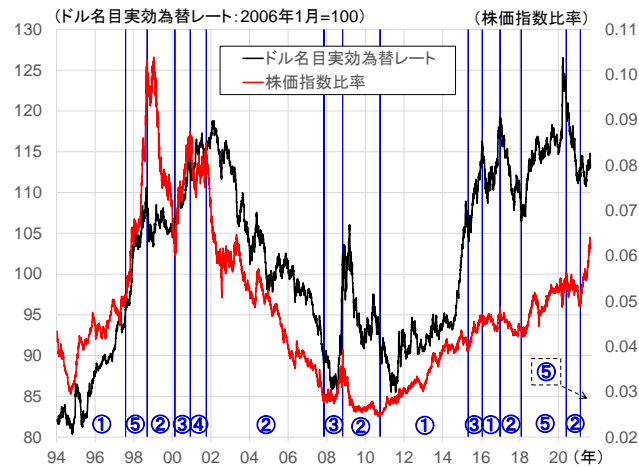
過去10年程度の大局的な動きを振り返ると、米経済が2008年の金融危機からいち早く回復し、GAFAなどに代表されるIT産業も牽引役となって世界経済の中で半ば独り勝ちとも言える状況の下、2011年半ば以降米株価指数も新興国株価指数に対して基本的にアウトパフォームして推移。株価指数比率は大局的に上昇基調で推移し、ドルサイクルも大局的には局面①（リスク選好のドル高）のドル高サイクルが続いて来た。2017年頃に新興国株価指数が一時盛り返して局面②（リスク選好のドル安）のドル安サイクルに転じた局面もあったが、2018年に入ると、当時のトランプ米大統領が中国に対して制裁関税の賦課を開始するなど、米中通商摩擦が激化。新興国経済が相対的に打撃を

² [2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証」](#)

³ 株価指数比率やドルサイクルの局面判断についての詳細は、同論考のP6～P13に記述している。

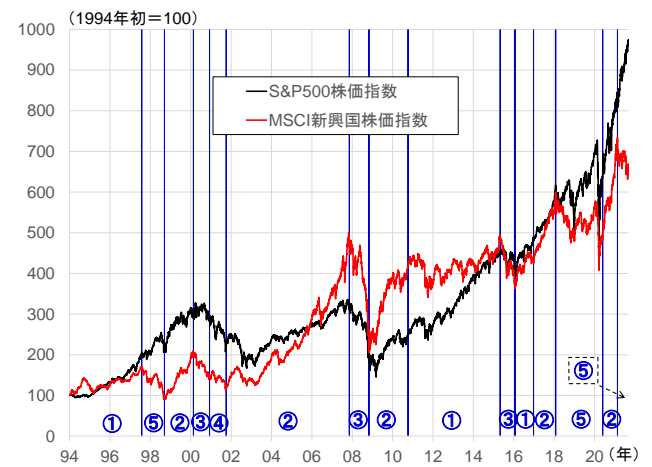
受け易いとみられてドルサイクルは局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）となり、ドル高サイクルが尚も続いて来た。

第2図:ドル名目実効為替レートと株価指数比率(1994年～)



(注) グラフ中の番号①～⑤はドルサイクルの局面
(資料) Bloomberg

第3図:米株価指数と新興国株価指数(1994年～)



(注) グラフ中の番号①～⑤はドルサイクルの局面
(資料) Bloomberg

第4図:ドル名目実効為替レートと株価指数比率(2020年～)



(注) グラフ中の番号はドルサイクルの局面
(資料) Bloomberg

第5図:米株価指数と新興国株価指数(2020年～)



(注) グラフ中の番号はドルサイクルの局面
(資料) Bloomberg

コロナショックにより 2020 年 2 月から 3 月にかけて世界の株価は急落したが、米 FRB による大規模な金融緩和を始め各国当局による危機対応により、世界の株価は異例の急回復となった。特に中国はコロナウイルスの感染が抑制されていち早く景気が回復に向かい、それによる恩恵を特に新興国経済が受け易いとの思惑もあり、新興国株価指数が米株価指数をアウトパフォーム。2020 年 5 月末以降は局面②（リスク選好のドル安）となってドルは下落基調に転じていた。もっとも、2021 年に入ると、冒頭で指摘の通り米国では大規模な追加財政政策が実施されると共に、コロナウイルスのワクチン接種も進展し始めて米株価指数は堅調な推移が継続したのに対し、新興国株価指数は世界的なインフレ圧力（→金融引き締め観測）や中国当局がコロナ危機対応の金融緩和措置を巻き戻した影響もあつてか、上値が重くなり始めている。この結果、2021 年 2 月よ

り株価指数比率でみるドルサイクルは局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）となり、実際にドルも下げ止まり反発に転じているのは冒頭指摘の通りだ。

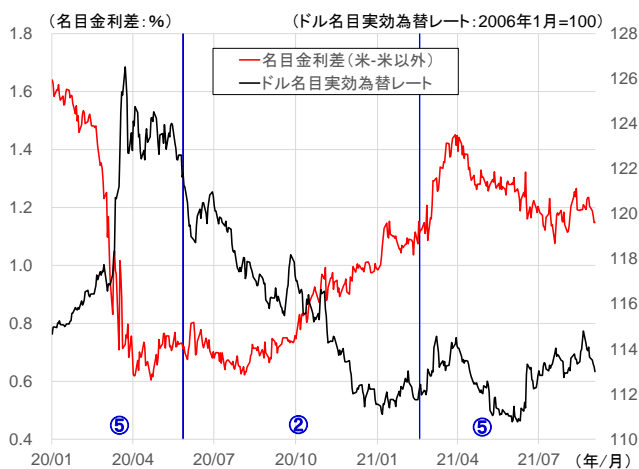
3. 株価指数比率上昇の割にドルサイクル上昇が限定的な背景

このように年初からのドルの名目実効為替レートの反発は、株価指数比率によるドルサイクルの局面判断とも平仄のあった動きだ。もっとも、足元の局面⑤は、株価指数比率の反転上昇の割にドルの名目実効為替レートの反転上昇が鈍いものとなっており、両者の間に相応の乖離が発生している。こうした現象の背景には何があるのだろうか？

(1) 反発ピッチが鈍い米 10 年金利

まず冒頭指摘したように、2021 年初からのドルの持ち直しは、米景気加速期待や FRB による金融緩和政策巻き戻しの前倒し期待が強まったことが切っ掛けになっており、米金利の相対的な持ち直しに沿った推移でもあった。その米金利は、パウエル FRB 議長の金融緩和政策巻き戻しに対する慎重な姿勢や、コロナウイルス・デルタ変異株の感染拡大の米景気への悪影響に対する懸念などから春先以降は反発が鈍く、ドルの上値の重さに影響している可能性はあろう。米 10 年金利から米国以外の G10 通貨諸国の 10 年金利の合成金利⁴を差し引いた金利差（以下このように計算したものを金利差とする）を、名目金利ベース、及び実質金利ベースでみると、両者とも 4 月をピークに頭打ちとなっている（第 6、7 図）。

第 6 図:ドル名目実効為替レートと名目金利差(2020 年～)



(注) グラフ中の番号はドルサイクルの局面
(資料) Bloomberg

第 7 図:ドル名目実効為替レートと実質金利差(2020 年～)



(注) グラフ中の番号はドルサイクルの局面
(資料) Bloomberg

もっとも、米 10 年金利は 2020 年の半ば頃から既に反転上昇傾向にあり、名目・実質金利差も 2020 年後半以降ドル有利な方向へ拡大傾向にあったが、ドルは 2020 年末までは下落が続いていたように、ドルと金利差の連動性は必ずしも安定していない。これは 2021 年 6 月 4 日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替

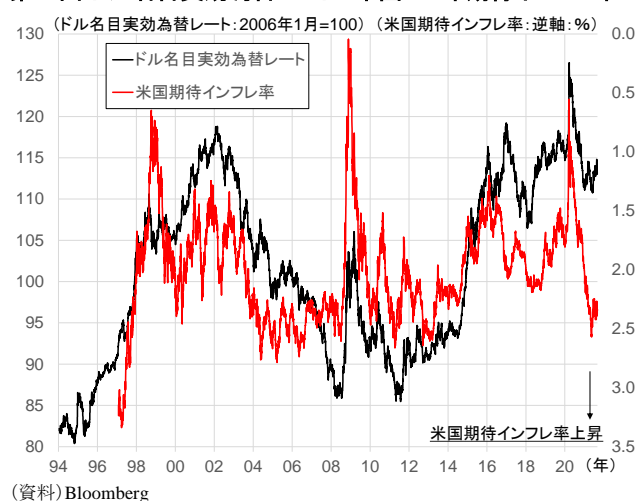
⁴ ドル以外の G10 通貨は、ユーロ、円、英ポンド、スイス・フラン、カナダ・ドル、オーストラリア・ドル、ニュージーランド・ドル、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、デンマーク・クローネ。合成金利における各国シェアは、国際決済銀行 (BIS) による直近 2019 年の世界為替取引量調査での各通貨の取引量シェアに基づき計算。

レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その2）」⁵や、2021年7月9日付国際経済金融論考「ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その3）」⁶などでも指摘した点だが、名目金利差や実質金利差とドルとの連動性は数ヵ月など短期的には高い場面もあるが、数年単位など大局的には常に高い訳ではなく、株価指数比率の方がドルサイクルとの大局的な連動性は高い。ドルは当面米金利の上値の重さに抑制される可能性はあるが、このまま株価指数比率の高止まりが続けば、米経済にリスクマネーが相対的に流入し易いという点からも、ドルの持ち直しが明確になって来る可能性はあろう。その時はFRBによるテーパリング（資産買入策の縮小）など金融緩和の巻き戻しのプロセスも進展しており、結果的に金利差もドル有利な方向へさらに拡大している展開も十分に考えられよう。

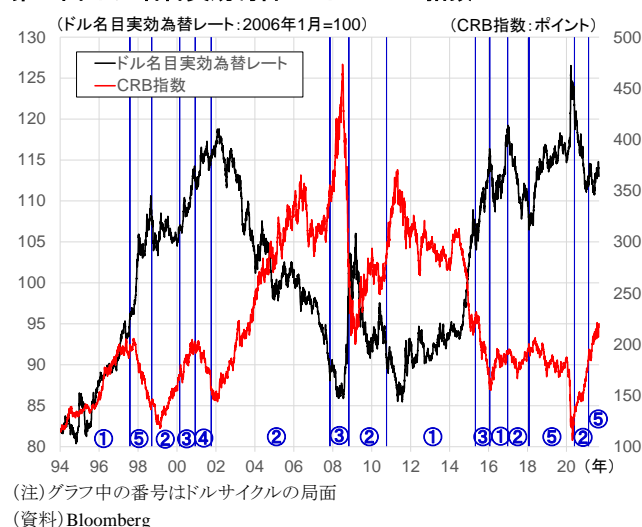
(2) 米国期待インフレ率の上昇

ドルの上値が重くなっている主な要因としてさらに考えられるのは、米国の期待インフレ率の上昇だ。既述の2021年7月9日付国際経済金融論考「ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率」で分析・検証した通り、ドルの名目実効為替レートと、米国インフレ連動債から計算される米国の10年期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率）の連動性は逆相関の形で高い（第8図）。

第8図:ドル名目実効為替レートと米国10年期待インフレ率



第9図:ドル名目実効為替レートとCRB指数



同論考でも指摘したように、インフレ率から購買力平価を通じた為替レートへの影響、為替レートから輸入物価などを通じたインフレ率への影響というように、為替レートとインフレ率は相互に影響を及ぼす関係にあるが、理論的には一定のタイムラグを伴うはずである。しかし、実際にはドルの名目実効為替レートと米国期待インフレ率は同時進行的に逆相関で推移することから、こうした影響を市場が先取りして変動している面があると考えられる。また、ユーロやカナダ・ドルなど、市場がリスク選好地合いの時に

⁵ [2021年6月4日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その2）」](#)

⁶ [2021年7月9日付国際経済金融論考「ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その3）」](#)

ドルとは逆に上昇し易い通貨は、自国を含む世界の期待インフレ率と順相関で推移する傾向がある。このことから、グローバルに市場がリスク選好的となり、各国期待インフレ率が上昇する際に、日本円などと並んで安全な通貨とみなされているドルが下落し、結果的に上昇する米国期待インフレ率との逆相関が生じている面がより強いと考えられる。

コロナショックを受けた FRB による歴史的な規模の金融緩和政策や財政政策の発動を受けて、米国の期待インフレ率は 2020 年以降大幅に上昇しているが、ユーロ圏など多くの国々でも、大規模な経済対策を受けて期待インフレ率は同時に上昇している。米国期待インフレ率の上昇によるドルへの下落方向への影響を市場が嫌気すると共に、グローバルに市場がリスク選好的な方向へ推移する動きも相俟って一定のドル安圧力につながっている可能性がある。

ドルサイクルの局面⑤では、新興国はリスク回避的な地合いのため、代表的なコモディティ価格指数である CRB 指数は下落基調にあることが多かった（第 9 図）。しかし、足元の局面⑤では、CRB 指数は上昇基調が続いている。世界の金融市場は、各国当局による大規模な金融・財政政策、特に FRB による大規模な資産買入やゼロ金利政策長期化のコミットメントを受けて、依然リフレーション圧力の強い環境にあると思われる。ドルサイクル上は局面⑤のドル高サイクルにも拘わらず、こうした異例とも言える世界的な金融市場環境が、資源価格や資源関連通貨の押し上げ効果にもつながり、ドルの反発を一定程度抑制している可能性がある。その意味では、2021 年 2 月までの直前のドルサイクルの局面であった局面②の要素が一部残存している面もあるようだ。米株式市場が、大規模金融緩和を背景に金融相場的に押し上げられており、株価指数比率が実体以上にドル有利な方向に推移している可能性もあり得よう。

但し、米国期待インフレ率は 5 月半ば頃をピークに一先ず上昇が一服している。5 月半ばに公表された 4 月 FOMC の議事要旨で、今後テーパリングに関する議論の開始が必要になる可能性への言及があり、6 月 FOMC では事実上テーパリングについて議論が始まるなど、金融緩和政策の巻き戻しが意識され始めたことが背景にあると思われる。今後 FRB のテーパリング議論を含め金融緩和政策の巻き戻しの見通しがさらに具体化して来れば、期待インフレ率の上昇一服がより明確となり、ドルの上値抑制要因の後退につながって来よう。

(3) 上値の重い中国の株価

今回株価指数比率が大きく上昇している要因の 1 つに、比率の分母である MSCI 新興国株価指数が 2021 年 2 月以降上値重く、頭打ち状態となっていることがある。同株価指数における国別の構成シェアで最大を占める中国の株価も 2 月以降上値が重く、その影響を受けている可能性が高い（第 10 図）⁷。こうした中国株の上値の重さの背景には、まず昨年終盤頃から中国社会総融資総量の前年比増加率がピークアウトしているように、中国当局によるコロナショックを受けた異例の金融緩和スタンスが巻き戻されていることがあるとみられる。加えて、ここ数カ月の中国当局による教育業界など特定の業

⁷ 2021 年 7 月時点で、MSCI 新興国株価指数に占める国別株式の割合は、中国 34.62%、台湾 14.55%、韓国 13.42%、インド 10.72%、ブラジル 5.27%、その他 21.41%。

界や企業への規制・締め付けの強化が嫌気されている面もあろう。

中国が世界的な資源消費国であることもあり、近年中国の株価指数と商品相場（CRB指数）は比較的同じ方向へ推移する現象がみられて来たが、2021年以降はCRB指数の上昇基調が続いているにも拘わらず、中国の株式指数は上値が重く、両者の方向性に乖離が発生している（第11図）。このように、グローバルにはまだリフレーション圧力が強い割に中国の国内政策要因で中国の株価指数は上値重く推移。中国株価の伸び悩みが株価指数比率の押し上げ要因となる一方、グローバルなリフレーション圧力がドルの上値を重くし、株価指数比率とドルの乖離の一因となっている可能性がある。中国当局は、引き続き過剰債務の削減や不動産価格高騰の抑制にも配慮している。上値重く推移する中国の株価指数を結果的に後追いする形で、今後中国景気の減速感が一定程度強まる場合は、ドルサイクルの観点からは、ドルの支援材料となろう。

第10図:MSCI新興国株価指数と上海総合株価指数



第11図:上海総合株価指数とCRB指数



4. 米国の双子の赤字拡大のドルへの影響をどう考えるか

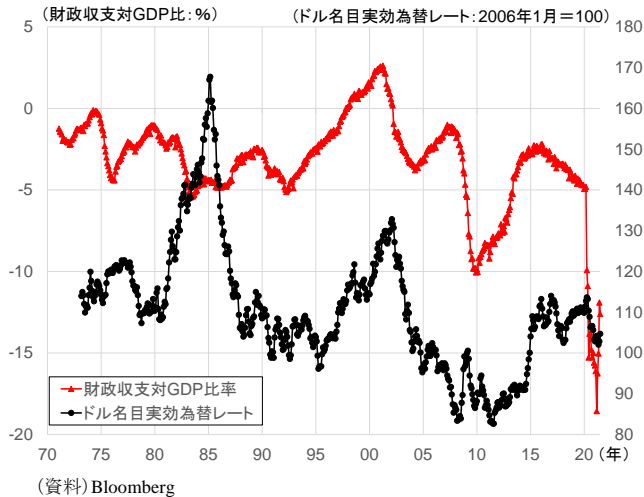
コロナショックを受けた米当局による大規模な財政政策により、米国の財政赤字対名目GDP比率は第二次大戦直後につけたこれまでの最高水準を超えて大幅に拡大（第12図）。こうした思い切った政策対応により内需が急速に回復し、輸出に比べて輸入が大幅に増加したことで、米国の経常赤字の対名目GDP比率も数年ぶりの水準へ拡大した（第13図）。こうした米国の双子の赤字の拡大がドル安要因になるとの見方がある。

もっとも、2021年9月3日付国際経済金融論考「ドルサイクルと米国の双子の赤字～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その4）」⁸にて指摘の通り、ドルサイクルは、過去から米経常収支対GDP比率や米財政収支対GDP比率と一定の連動性はあったが、株価指数比率とより連動性高く推移していた。米経常赤字や財政赤字の拡大はドルの先行きにとって一定の懸念材料であるのは事実だ。しかし、そうしたことも織り込んだ上での米国を巡る国際資本フローの動向がドルサイクルを形成しており、株価指数比率がその代理変数になっていると考えられる。足元の株価指数比率の推移からすると、市場は米国の双子の赤字の拡大よりも、内需の強さを含む米経済の底堅さを

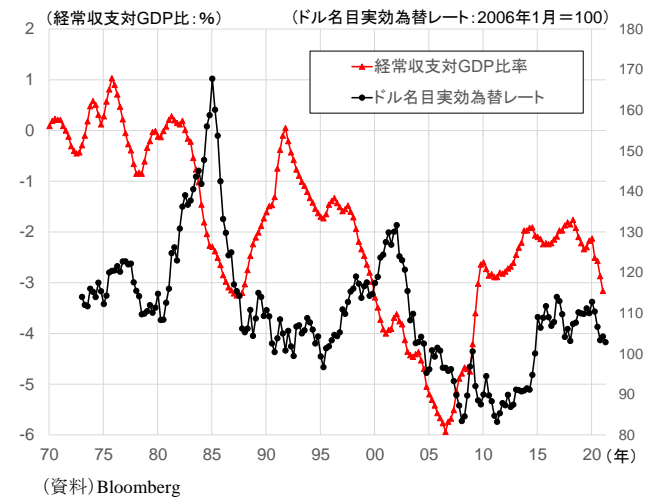
⁸ [2021年9月3日付国際経済金融論考「ドルサイクルと米国の双子の赤字～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その4）」](#)

相対的に評価していると考えられる。米経常赤字や財政赤字そのものよりも、その背景にある米国や世界経済の状況が、ドル建て資産への投資にとって望ましいかどうか重要と考えられる。双子の赤字の拡大は、当面のドルサイクルの方向を大きく規定するには至らないのではないかとみている⁹。

第 12 図:ドル名目実効為替レートと米財政収支対 GDP 比率

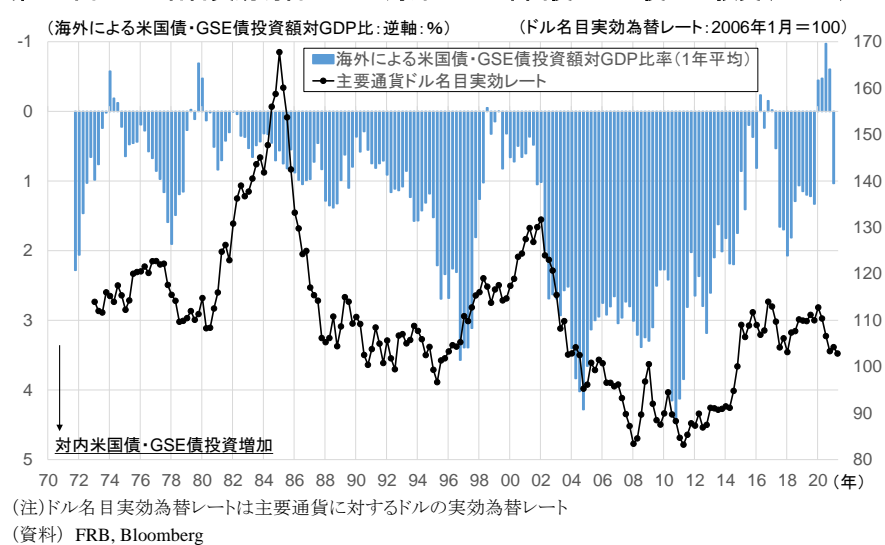


第 13 図:ドル名目実効為替レートと米経常収支対 GDP 比率



また、同論考で指摘しているように、米国の双子の赤字を巡るファイナンス状況をみると、リーマンショック前に米国の双子の赤字が拡大し、ドル安サイクルにあった 2006 年頃は、財政赤字のファイナンスは海外からの米国債への投資に大きく依存していた。しかし、ここ数年については、財政赤字のファイナンスは FRB を含む国内金融部門による米国債投資によりファイナンスされており、海外からのファイナンスへの依存度は小さい。実際、海外から米国債と GSE（政府支援機関）債へのフローの投資額は、ここ 10 年は減少傾向で足元も投資額は限定的となっている。ドルも近年はこの投資額が減少する時期に上昇する傾向があるようだ（第 14 図）。

第 14 図 :ドル名目実効為替レートと海外からの米国債・GSE 債への投資(フロー)



⁹ 但し、同論考でも述べたように、米経常・財政収支の構造的な変化でドルの均衡為替レートに影響を与えた場合、短期的にはドルへの影響が無い場合でも、長期的にはドルの調整圧力を蓄積させ得る。

この点、拡大した足元の米国の経常赤字のファイナンスは、海外からの株式投資や対内直接投資なども有力な資金流入経路となっている。もちろん、FRBによる米国債購入による資産買入策は前述した米国期待インフレ率の上昇の一因となり、ドルの上値抑制要因につながっている面はある。もっとも、海外から米国債や GSE 債への投資額とドルの動向が近年逆相関になっていることから、米国での前向きな事業リスクを取るような資金フローが入っていることは、足元のドルの底堅さにつながっている可能性があるだろう。

5. ドル相場の見通し

当面米国経済の相対的に堅調な推移が見込まれることを背景に、ドルサイクルは現状の局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避）が継続、あるいは局面①（リスク選好のドル高）に転換する可能性もあり、今後もドルは基本的に底堅く推移しそうだ。但し、世界的なリフレーション圧力が残存し、局面②（リスク選好のドル安）の要素が引き続き一定程度残存するともみられ、ドルの上値抑制要因となろう。こうした状況の背景には、いち早くコロナウイルスの感染拡大を抑えて景気回復を実現し、依然として一定の底堅さを維持して欧州や資源国・新興国の景気も牽引する中国景気の実績がある。ドルは上値抑制要因をこなしつつ、2015年以降の高値持ち合いの中を強含み地合いで推移しそうだ。

この点、今後足元上値の重い株価を後追いする形で中国景気に一定の減速がみられるような場合は、資源価格の上昇が一服するなどして本来の局面⑤に近づいて来ることで、ドルのもう一段の押し上げ要因となろう。逆に現時点で可能性は小さいとみられるが、中国経済を筆頭に新興国経済や欧州経済の景気が予想以上に好転するような状況になった場合は、ドルサイクルは局面②に転換し、ドル安圧力が強まろう。ドル相場に影響を与えている陰のファクターは中国経済の動向と言えよう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくご申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2020 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代) ファックス : 03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>