



2021年10月8日

長いようで長くない為替レート予測の観点からみた変動相場制の歴史

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員 橋本 将司

今年（2021年）は1971年8月のいわゆるニクソン・ショックから50年目の節目にあたる。周知の通り、第二次大戦後から1970年初頭まで世界の主要先進国は、各通貨のドルに対する固定相場を維持し、米国は金1オンス当たり35ドルでのドルの金兌換を保証するというブレトンウッズ体制の下にあった。ニクソン・ショックとは、1971年8月15日に当時のニクソン米大統領が、米国の経常赤字拡大などによるドルの信認低下から、最早維持が難しくなっていた米当局による金1オンス当たり35ドルでのドルの金兌換の停止を突如表明した出来事であり、これによりブレトンウッズ体制は事実上崩壊した。結果的に暫定的な固定相場制となった同年12月以降のスミソニアン体制を経て、主要先進国は1973年までに順次変動相場制に移行。以来、今日に至るまで、主要先進国における変動相場制の歴史は約50年にも及ぼうとしている。

もっとも、為替レート予測の観点から考えると、半世紀に及ぶ変動相場制の歴史は長いようで長くないという印象を筆者は持っている。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～」¹などで指摘したように、各通貨の対ドル相場は日々ボラタイルに変動するが、大局的には2年～10年程度のサイクルを形成している（期間は通貨やその時の状況による）。そしてこの各通貨の対ドル相場の大局的なサイクルの基軸を成すドルサイクル（ドルの名目実効為替レートのサイクル）は、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一定の連動性がある（第1図）。この株価指数比率は1990年代半ば以降のドルサイクルの動きをみる上で有用であるが、それ以前については有用ではない。（分母の）MSCI 新興国株価指数が1990年代半ばまで急上昇し、株価指数比率が急低下しているため、その連続性が1990年代半ばを挟んで事実上失われているためだ（第2図）。

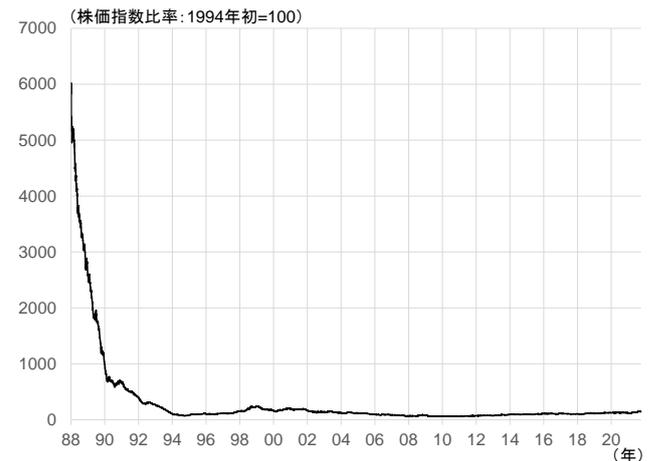
¹ [2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～」](#)

第1図:ドルの名目実効為替レートと株価指数比率



(資料) Bloomberg

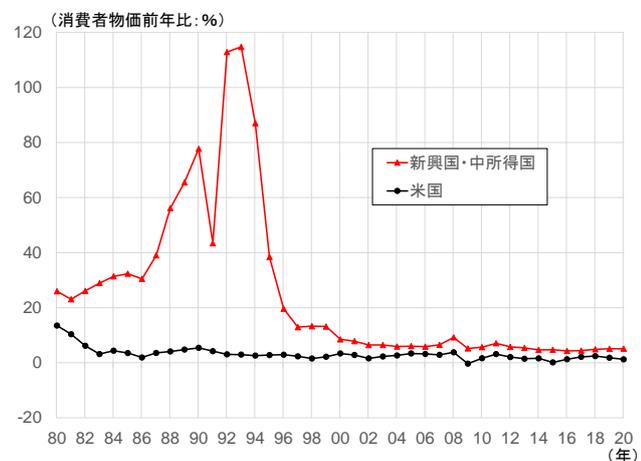
第2図:株価指数比率(1988年以降)



(資料) FRB

1990年代前半までの新興国株価指数の急上昇は、当時の新興国の高いインフレ率を反映している面があると思われる。実際米国とIMFの分類する新興国・中所得国の消費者物価前年比上昇率の推移(第3図)と、米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数の前年比の推移(第4図)をみると、1990年代前半までは両者共に新興国が大幅に高い。こうした新興国株価指数やインフレ率の動きが端的に表しているように、1989年に東西冷戦が終結したこともあり、新興国や旧共産圏諸国が世界市場に参入し、グローバル化が進捗し始めたが、1990年代前半はまだこれらの国々の多くは混乱期にあり、その金融市場も投資対象にはなかなか難かったと考えられる。その後1990年代後半に入ると、インフレ率や株価指数の動きは落ち着き始めており、1997年のアジア通貨危機など新興国では金融・経済危機が相次いだ。新興国の金融市場は投資家にとってある程度安定した分散投資対象になり始めたと思われる。1999年には欧州の統一通貨であるユーロも誕生した。このように、1990年代後半から2000年代初頭までに、現在我々が分散投資の対象とする主要な通貨・為替市場が出揃ったとみることができ、この点1990年代半ば以前は異なるパラダイムにあったとみることができよう。

第3図:米国と新興国・中所得国の消費者物価(前年比)



(資料) IMF

第4図:米株価指数と新興国株価指数の前年比推移



(資料) Bloomberg

米国のドル政策についても、1980年代から1990年代前半は米国のドル政策が、ドル相場に大きく影響を与える場面が多かった。1980年代前半は、レーガン政権1期目の非介入主義の下でのドル高、1985年以降は財務長官交代もあり米国のドル政策がドル高是正に転換し、同年9月のプラザ合意によるドル押し下げの国際協調介入が行われドルは大きく下落した。1990年代前半はクリントン政権の下で対日経済摩擦が激化、通商交渉に円高圧力を絡めるスタンスを取ったためやはりドルは下落した。

一方、1990年代後半は新たに就任したルービン財務長官による「強いドルは米国の国益」との主張の下でドルは反転上昇に向かった。2000年代以降の米国のドル政策は、「強いドルは国益」との公式見解の下で、ドル相場を含め為替レートを基本的に市場の決定に委ねる傾向が強まった。通商問題に為替レートを絡めないというスタンスが、国際的にも標準的な見解として定着して行った。トランプ前政権はこうしたコンセンサスに対抗してドル安政策を取るかにもみえたが、かつてのような大幅なドルの下落には結びつかず、むしろ同政権期間中はドル高圧力もみられた。米国のドル政策は、それまでの時に通商問題や対外不均衡問題に為替政策を絡めるスタンスから、1990年代後半以降は、ドル相場の動向は基本的に市場での決定に委ねるスタンスにシフトしたと言える。この結果、ドルサイクルは、株価指数比率のような純粋なファンダメンタルズ要因で説明され易くなったと考えられる。

このように変動相場制の歴史は約50年になるが、前半の25年と後半の25年では、分散投資可能な通貨・為替市場の範囲や、米国のドル政策などの点で、パラダイムが大きく変化したと言える。自然科学のように実験装置により様々な条件を変えて実験・検証ができない社会科学分野の常であるが、為替レート予測の実務では、過去の経済状況やイベントと市場の動きの検証を基に、先行き予想を試みるのが有力な手段だ。以上のように、現在と概ね同じパラダイムであり為替レート予測のための比較・検証の対象にし易いのは、1990年代後半以降の市場・経済動向ということになる。この点、今になってみれば2000年代初頭前後のパラダイムの転換点付近で為替レートの予測を行っていた当時のアナリストやエコノミストは、同じパラダイムの比較・検証の対象データが実は存在していなかったという意味で、容易ならざることをやろうとしていたことになる。そうした立場と比べれば、現在はまだ恵まれているかもしれない。

もっとも、1990年代後半以降の大局的なドルサイクルは、第1図の通り1990年代後半と2010年代の上昇2回、2000年代の下落1回の計3サイクルを経験しているに過ぎない。この先こうしたドルサイクルの循環や現状の法則がこのまま5サイクル、10サイクルと続いて行くかは必ずしも定かではない。中国の経済規模は2030年頃には米国を上回るとも言われており、国際経済の構造変化は今後も進んで行く。また、暗号通貨や中銀デジタル通貨といった新たな要素の登場が国際通貨秩序や国際金融市場にこれまでなかった影響を及ぼす可能性もある。奇しくも変動相場制の歴史において次の25年に入りつつある中、こうした構造変化が新たなパラダイムにシフトして行く可能性にも目を配りつつ、ドルサイクルの行方を含め為替レートの予測は行う必要があるだろう。

以上

Copyright 2021 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

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

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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、宜しく願い申し上げます。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います。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。