

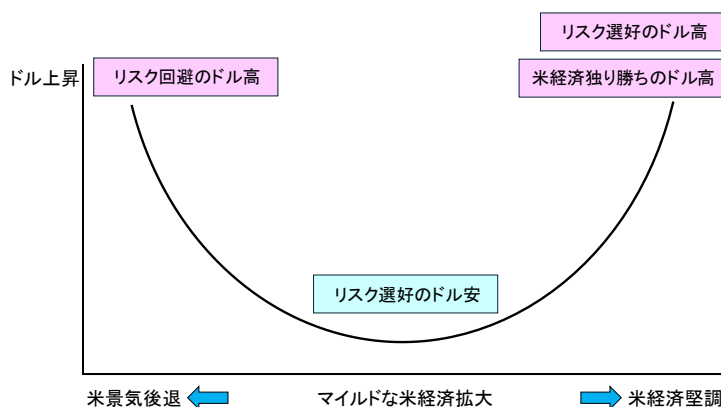
2024年5月14日

## ドルサイクルとドルスマイル理論

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

ドル円相場を含め、様々な為替レートの変動を分析するにあたっては、基軸通貨ドルの動きを把握することが重要だ。ドル相場の分析には様々な観点からの手法や見方があるが、大局的な方向感を掴む見方の1つとして、市場ではドルスマイル理論が採り上げられる場合がある<sup>1</sup>。これは縦軸にドルの他の通貨に対する上昇度合い、横軸に米国経済の堅調度合いを取ってグラフを描くと、ちょうどU字形のスマイルカーブになるというものだ（第1図）。横軸で右方へ行くほど米経済が堅調であることを示し、米経済が一定以上堅調な場合は、ドルが上昇する傾向があることを示している。逆に左方であり、米経済が一定以上の深度の景気後退局面にある場合も、通常その影響から世界経済も同時に景気後退に陥っていることが多く、安全資産であるドル建て資産に資金が流入するなどして、やはりドルが上昇し易いことを示している。そしてその中間である米経済がマイルドな拡大局面にある場合は、新興国をはじめとする米国以外の国々の経済が相対的に好調な場合が多く、リスク選好的な資金がこれらの国々の資産へ流出し、ドルが下落する傾向があることを示している。

第1図：ドルスマイル理論とドルサイクルの各局面



(資料) 筆者作成

<sup>1</sup> 「ドルスマイル理論」は、元モルガン・スタンレーで、現在 Eurizon SLJ Asset Management の CEO である Stephen Jen 氏などが約 20 年前に考案したもの。

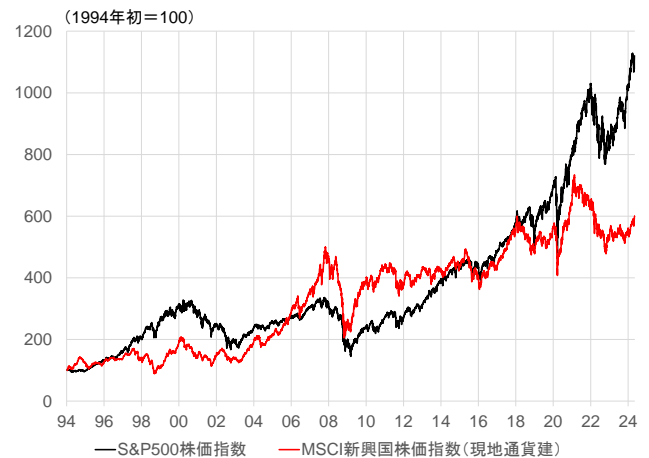
実はこうしたドルの大局的な変動の特徴は、筆者が 2020 年 4 月 2 日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～」<sup>2</sup>などにおいて示して来た、ドルサイクルの議論と本質的に同じものである。ドルの循環的な変動であるドルサイクルは、米 S&P500 株価指数を MSCI 新興国株価指数（現地通貨建て）で割った株価指数比率と大局的に高い連動性がある（第 2、3 図）。新興国経済や株価は、世界景気の動向を敏感に反映し易い。新興国株価指数が米国株価指数をアウトパフォームし、株価指数比率が低下する局面では、米経済に比べて新興国経済を始めとした米国以外の経済がより好調であり、ドル建て資産よりも非ドル建て資産の収益率が向上している可能性が高い。こうした状況では、多くの投資家がドル建て資産から新興国資産など非ドル建て資産へ資金を移す結果、ドルから非ドル資産への資本フローが増加し、ドルの名目実効為替レートが下落すると想定される。逆に、米国株価指数が新興国株価指数をアウトパフォームする局面では、新興国経済を始めとした米国以外の経済よりも米国経済がより好調と考えられる。その場合は逆に投資家が非ドル建て資産よりもドル建て資産を選好する結果、ドルの名目実効為替レートが上昇すると想定される。米国株価指数と新興国株価指数の株価指数比率には、こうした世界的なクロスボーダー資本フローの流れの変化と、それに影響されたドルの動きが端的に現れ易いと考えられる。

第 2 図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注) 株価指数比率=米 S&P500 株価指数/MSCI 新興国株価指数  
(資料) Bloomberg

第 3 図：米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数



(資料) Bloomberg

さらに、この株価指数比率を構成する米 S&P500 株価指数（分子）と MSCI 新興国株価指数（分母）の変動の組み合わせから、ドルサイクルを第 4 図のように主に 4 つに分類し、分析や予測に利用できることも指摘した<sup>3</sup>。まず両株価指数が共に上昇するが、米

<sup>2</sup> [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～」](#)

<sup>3</sup> 前掲の国際経済金融論考「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～」では、ドルサイクルを 6 つの局面に分類しているが、本稿では [2023 年 8 月 1 日付国際通貨研レポート「景気サイクルとドルサイクル・ドル円相場の変動パターン～ダイジェスト編～」](#) で紹介した簡略化した 4 つの分類を挙げている。

国株価指数が相対的にアウトパフォームする場合は、米国経済が世界景気の拡大を主導しており、ドルが前向きな意味で上昇する「リスク選好のドル高」となる。逆に両株価指数が共に上昇しているが、新興国株価指数が相対的にアウトパフォームする場合は、米国以外の経済が世界経済の拡大を主導しており、リスクマネーが非ドル建て資産に向かう「リスク選好のドル安」となる。両株価指数が下落する場合（通常、ボラタイルな新興国株価指数の方がより下落し易い）は、世界経済が減速局面にあり、基軸通貨・安全通貨であるドル建て資産に逃避資金が流入する「リスク回避のドル高」となる。そして、米国株価指数は上昇するが、新興国株価指数が下落する場合は、米経済独り勝ちの状況で、ドル建て資産に前向きかつ消去法的な資金が流入する「米経済独り勝ちのドル高」となる。

**第4図：ドルサイクルの局面分類**

ドルサイクル	株価指数の動き
リスク選好のドル高	米国株価指数上昇 > 新興国株価指数上昇
リスク選好のドル安	米国株価指数上昇 < 新興国株価指数上昇
リスク回避のドル高	米国株価指数下落・新興国株価指数下落
米経済独り勝ちのドル高	米国株価指数上昇・新興国株価指数下落

(資料) 筆者作成

前掲第1図に既に示している通り、こうしたドルサイクルにおける局面分類は、そのままドルスマイル理論に当てはめることができる。米経済が一定以上堅調に推移している局面は、ドル建て資産に前向きな資金が流入する「リスク選好のドル高」、あるいはドル建て資産に前向きかつ消去法的な資金が流入する「米経済独り勝ちのドル高」と位置付けることができる。米経済が深刻な景気後退にある局面は、ドル建て資産にリスク回避的な資金が流入する「リスク回避のドル高」となる。また、米経済がマイルドな拡大局面にある場合は、リスクマネーが非ドル建て資産に向かう「リスク選好のドル安」とみることができる。このように筆者が提唱して来た株価指数比率に基づくドルサイクル論は、ドルスマイル理論をより具体的に体現したものと考えることができよう。現状は「リスク選好のドル高」局面にあり、今後も米経済の相対的な堅調推移が続けば、ドルの底堅い推移が続きそうだ。

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、宜しくお願い申し上げます。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 2024 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

〒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

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

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