



コロナショック後のドルの行方 ～ドルサイクルからみる相場の大局観～

FRBの異例の金融緩和策も 高値圏での推移が続くドル

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により、世界経済は2020年初の時点では想定し得なかった深刻な景気後退に陥ることとなった。景気の落ち込みを可能な限り限定的なものとするため、各国当局は前例のない財政・金融政策による景気対策を総動員している。米国においても、FRB(米連邦準備理事会)が同年3月以降ゼロ金利政策を復活させるとともに、無制限の米国債買い入れや一部投資不適格級の社債の買い取りを含む、これまでにない大規模な量的金融緩和策に踏み込んだ。米金利は3月にかけて急低下し、米日の10年国債利回り格差は大幅に縮小した。しかし、ドルは大局的には底堅い推移が続いている。

その要因の1つは、信用リスクを警戒する動きの急速な台頭でドルのキャッシュへの選好が強まり、ドルの上昇につながったことだ。ただし、FRBは金融緩和や海外中央銀行とのスワップ取極の強化によりドルを大量に供給しており、一時期のパニック的なドル不足への警戒は後退している。それでも高値圏での推移が続くドル相場の背景には何があるのだろうか？

「米国経済一人勝ち」も後押し 足元はドル上昇サイクルが継続

一般に為替レートの変動は、約10年以上の長期にわたる趨勢的なトレンドと、その周りを数年単位で形成する周期的な変動に分けて考えること



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

ができる。このうち周期的な変動における重要な決定要因は、金利要因とともに、それ以外の様々な材料を織り込んで変動するファクターと筆者は考えている。

このファクターは一種の期待要因であり、これを各通貨のプレミアムと呼ぶことにする。為替レートと金利差との相関が常に高いわけではないことから、実は為替レートのサイクルの変動要因においては、金利差以上にこの通貨のプレミアムの動きの方がより重要だ。そして、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：現地通貨建てベース)で割った株価指数比率が、ドルの名目実効為替レートのサイクル、すなわちドルサイクルと高い連動性があることから、この株価指数比率はドルのプレミアムの代理変数とみることができる(図表1)。

新興国の経済や株価は、世界景気の動向を敏感に反映しやすい。新興国株価指数が米株価指数をアウトパフォームし、この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はじ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、多くのグローバル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、ドルの名目実効為替レートが下落すると想定される。

逆に、米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、新興国経済をはじめとした米国以外の経済以上に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 선호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やすいと考えられる。

こうした観点から、1990年代後半以降の大局的なドルの名目実効為替レートの推移、すなわちドルサイクルを、株価指数比率およびその分子と分母に相当する米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数の推移とともに見てみよう(図表1、2)。まず1995年以降は通貨・経済危機が頻発した新興国経済が冴えない推移となった一方、米国で

はIT(情報技術)革命により経済が好調に転じ、米株価指数が新興国株価指数を大きくアウトパフォーム。株価指数比率が上昇し、ドルの名目実効為替レートは上昇サイクルとなった。

2002年初から2011年半ばまでは、飛躍期を迎えた中国経済をけん引役に、新興国や資源国の経済も好調となり、いわゆるコモディティ・スーパーサイクルも発生する中、米国以外の国々の経済が相対的に好調に推移。米株価指数以上に新興国株価指数が上昇し、株価指数比率が下落するとともに、ドルの名目実効為替レートは下落サイクルとなった。

2011年半ば以降は、米経済が大規模金融緩和策の効果などから金融危機による景気後退から一早く回復するとともに、「GAFAM」に代表されるIT産業のさらなる拡大などにもけん引されて好調に推移。一方、中国経済の安定成長への移行とそれによる資源ブームの一服などから、新興国経済を中心に米国以外の経済は相対的に伸び悩んだ。米株価指数が新興国株価指数を再びアウトパフォームし、ドルの名目実効為替レートは上昇サイクル入りした。

2018年以降は、米国の保護主義政策が強まり、中国や新興国経済を中心に米国以外の国々の経済がより大きな悪影響を受けた。結果的に米国一人勝ちの状況となり、なおも米株価指数が相対的にアウトパフォームし、ドルの上昇サイクルが継続している。以上の通り、コロナショック後も底堅いドルの背景にはこうした大きな時代背景があると言える。

民主党バイデン氏勝利が 相場の転換材料となる可能性も

トランプ大統領は、米国の対外不均衡縮小のためドル安を志向する発言を繰り返してきた。しかし、米国による

■図表1 ドル名目実効為替レートと株価指数比率(米/新興国)



■図表2 米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数



保護主義的な政策は、以上のような観点からは、皮肉にもドル高を支援してきたと考えられる。そのトランプ大統領は、コロナショックを受けた大規模な金融緩和策などによるドル安圧力に配慮してか、最近では「今はドル高が望ましい」と発言している。確かにリーマンショック後のFRBによる大規模な金融緩和局面では、ドルの名目実効為替レートは下落した。

もっとも、先に見たようにこの時期はまだ2002年初から続いていたドル下落サイクルの中にあっただが、今回は逆にまだドル上昇サイクルの中にある。FRBによる金融緩和が当時と同じようにドル安につながるかは不透明だ。実際、ITバブル崩壊を受けて2001年1月にFRBが金融緩和を開始

した際も、1995年以降のドル上昇サイクルにあったことから、ドルの名目実効為替レートが下落に転じたのは、2002年初にドル下落サイクルが始まってからであった。

足元、コロナウイルスは新興国での感染拡大が懸念され始めている。新興国経済に悪影響が広まれば、以上の議論から当面ドルの支援材料となり得よう。今後ドル下落サイクルへの転換がある場合としては、コロナショックの収束に目途がつき、米国以外の国がけん引する形で世界経済が拡大局面に向かうようなケースが考えられる。2020年の米大統領選でバイデン氏が当選して米国の保護主義的な政策が緩和すれば、こうした流れを後押ししよう。

(記事内容は2020年6月8日時点)