

景気サイクルと ドル相場及びドル円相場の 変動パターンについて



橋本将司

公益財団法人 国際通貨研究所 経済調査部 上席研究員

1. はじめに

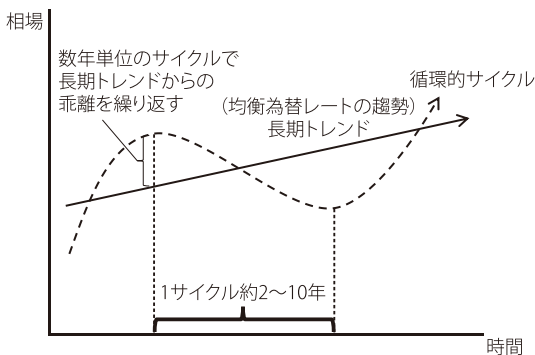
為替レートの変動メカニズムに関しては、アカデミックな議論から実務的な為替レート予測手法まで様々な見方・考え方があるが、為替レートの変動を一貫した法則で説明するのは容易ではない。本稿では、まず2020年10月1日付本誌1337号の拙稿「ドルサイクルの変動メカニズムについて」において述べた、ドル相場に関する周期的変動であるドルサイクルについて再説。その上で、そのドルサイクルとドル円相場の関係、そして米国を中心とした景気サイクルとドルサイクル及びドル円相場の変動パターンについて整理・検証する。

2. 為替レートの変動構造について

一般に為替レートの変動は、約10年以上の趨勢的なトレンドと、そのトレンドを中心に

約2年～10年単位で形成される周期的な動きに分けて考えることができる（第1図）。このうち約10年以上の趨勢的なトレンドは、概ね均衡為替レートの趨勢と考えられる。一方、約2～10年単位の周期的な動きは、投資家や投機筋が、各種通貨建て金融資産にクロスボーダーで行う投資活動の影響を強く受けて形成されると考えられる。こうした投資活動は、国際収支統計に表れない各種デリバティブ取引、オフバランス取引なども含み、非常に膨大な取引額となる。一般的に行われている為替レートの予測も、実はこうした周期的な動きについての議論という位置づけになる。そして、様々な通貨の周期的な変動が、基軸通貨であるドルのサイクルを中心に形成されていることから、ドルサイクルに焦点を当てることが、為替市場全体の変動や様々な為替レートの予測にとって有用な切り口となる。

第1図 為替レート変動の階層



(資料) 国際通貨研究所

3. ドルサイクルについて

(1) ドルサイクルと株価指数比率

1990年代半ば以降、このドルサイクル、すなわちドルの名目実効為替レートのサイクルは、数ヶ月程度では金利要因との連動性が高い場合が少なくないが、より長期の時間軸においては、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より連

動性高く推移して来た（第2、3図）。

一般に内外金利差の絶対水準に比べて為替レートの変動率は圧倒的に大きく、外貨建て投資の収益率を左右するのは、内外金利差よりも為替レートの変動率である。為替レートの決定に重要なのは、外貨建て投資やクロスボーダー資本フローの動きだが、これらは予想される外貨建て投資の収益率の影響を大きく受ける。そして既述の通り、外貨建て投資の予想収益率は、予想為替レート変動率、つまり市場の予想為替レートに大きく影響を受け、結果的に為替レート自体も、市場による予想為替レートに大きく影響を受けて変動していると考えられる。そして、この市場の予想為替レートに強く影響を与えている要因が、様々な相場材料を反映して変動する当該通貨のプレミアムであり、ドルのプレミアムに関しては、この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。

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。このため、例えば新興国株価指数が米国株価指数をアウトパフォームして上昇し、株価指数比率が低下する局面では、米国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

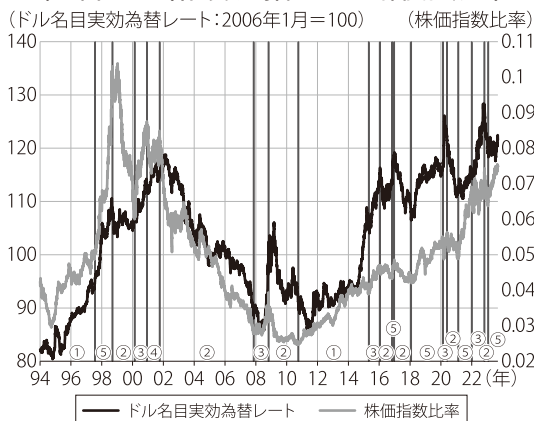
非ドル資産への資本フローが増加し、ドルの名目実効為替レートが下落すると想定される。逆に、米国株価指数が新興国株価指数をアウトパフォームして上昇する局面では、新興国経済を始めとした米国以外の経済よりも米国経済がより好調と考えられる。その場合は逆に投資家が非ドル建て資産よりもドル建て資産を選好する結果、ドルの名目実効為替レートが上昇すると想定される。米国株価指数と新興国株価指数の株価指数比率には、こうした世界的なクロスボーダー資本フローの流れの変化と、それに影響されたドルの動きが端的に現れ易いと考えられる。

(2) ドルサイクルにおける6つの局面

さらにドルサイクルは、株価指数比率の分子と分母に相当する米国株価指数と新興国株価指数の変動の組み合わせにより、局面①～局面⑥まで6つのケースに分けることができる（第4図）。各局面における典型的な世界経済や金融市場とドルの動きを整理することで、先行き予測にも役立てることができる。

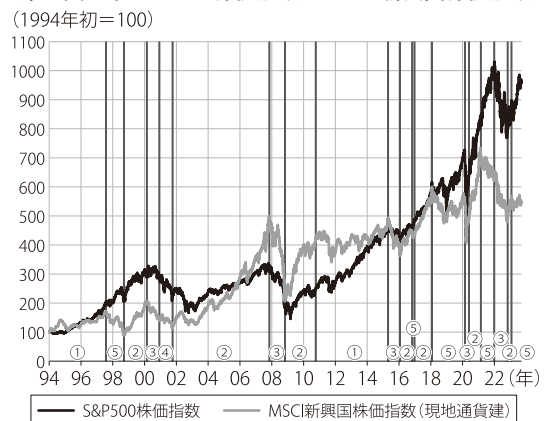
各局面についてみると、まず局面①は、両株価指数が上昇するものの、米国株価指数が新興国株価指数に比べてより上昇し、株価指数比率が上昇してドルも上昇する場合だ。ドル建て資産が積極的に買われる「リスク選好（リスクオン）のドル高局面」と言える。局面②は、両株価指数が上昇するものの、新興国

第2図 ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注) ①～⑤の番号は後述するドルサイクルの各局面
(資料) Bloomberg

第3図 米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数



(注) ①～⑤の番号は後述するドルサイクルの各局面
(資料) Bloomberg

株価指数が米国株価指数に比べてより上昇し、株価指数比率が下落してドルも下落する場合だ。非ドル建てのリスク資産が積極的に買われる結果、ドルが売られる「リスク選好（リスクオン）のドル安局面」となる。

局面③は、両株価指数が下落するものの、新興国株価指数が米国株価指数に比べてより下落し、株価指数比率が上昇してドルが上昇する場合だ。非ドル建てのリスク資産が売られ、ドル建て資産に消極的に資金が回帰する局面で、「リスク回避（リスクオフ）のドル高局面」となる。局面④は、両株価指数が下落するものの、米国株価指数が新興国株価指数に比べてより下落し、株価指数比率が下落してドルが下落すると想定される「リスク回避（リスクオフ）のドル安局面」だ。但し、米国経済不調の影響は、通常新興国経済を含む世界経済にも大きく及ぶことが少なくないため、実際には殆ど発生せず、発生してもリスク回避的な状況でドル高となり易い。

局面⑤は、米国株価指数が上昇する一方、新興国株価指数が下落する結果、株価指数比率が上昇し、ドルも上昇する場合だ。新興国経済・株価のパフォーマンスが冴えない一方、米国経済・株価のパフォーマンスは良好であり、米国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ケースで、「米国経済独り勝ちのドル高局面」となる。最後に局面⑥は、米国株価指数が下落する一方、新興国株価指数が上昇する結果、株価指数比率は下落しドルの名目実効為替レートが下落すると想定される場合であり、「米国経済独り負けのドル安局面」となるが、こうした米国経済独り負けのような局面はこ

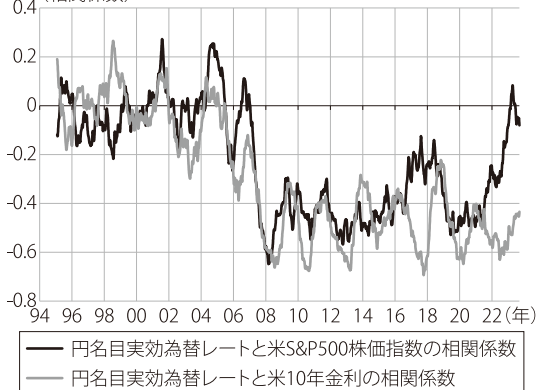
れまで一度も発生していない。

前掲第2、3図における番号①～⑤は、以上のような区分けに基づき、1990年代半ば以降の各時期における局面判断を示したものである。足元までドルは、全ての局面判断と整合的に推移している。

4. ドルサイクルとドル円相場の変動パターン

ではドルサイクルの各局面において、ドル円相場にはどのような変動パターンがみられるのだろうか？ まず、円相場（円の名目実効為替レート）についてみると、2000年代半ばまではドルの変動の受け皿としてドルサイクルと逆方向に推移する傾向が強かった。一方、2000年代半ば以降は、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は同じ方向へ推移し易くなった。同時に、円相場は米国株価指数・米金利が上昇するリス

第5図 円と米国株価指数及び米10年金利の相関係数



(注) 各相関係数は、1ヵ月ウィンドウ・ローリング相関係数の1年移動平均
(資料) Bloomberg

第4図 ドルサイクルの各局面

局面	局面①	局面③	局面⑤
株価	米国株上昇>新興国株上昇	米国株下落<新興国株下落	米国株値上昇・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	米国経済独り勝ちのドル高
局面	局面②	局面④	局面⑥
株価	米国株上昇<新興国株上昇	米国株下落>新興国株下落	米国株値下落・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	米国経済独り負けのドル安

(注) 局面④は分類上ドル安と表記しているが、米経済の状況悪化は新興国経済などにも悪影響を与えるため、実際はドル高となり易い。局面⑥は、実際にはこれまで出現したことが無い。
(資料) 国際通貨研究所

ク選好的な局面では下落し、両者が下落するリスク回避的な局面では上昇するようになり、両者との逆相関関係が強まった（第5図）。

こうした変化の背景としては、21世紀に入り、グローバル化の進展や資源ブームなどを背景に資源国・新興国経済が安定し始めたことがあるとみている。2000年代半ば以前は、ドルの変動の受け皿通貨としては主に円やユーロ（独マルク）などが選好されていたが、2000年代半ば頃から資源国・新興国通貨が相対的な高金利を維持しつつ安定するようになり、ドルの変動の受け皿通貨としてこうした通貨も選好されるようになった。その結果、為替市場全体のバランスから、円はドルの変動の受け皿通貨としての役割が後退し、相対的にドルと同じ方向へ動き易くなったとみられる。

このように円相場は、2000年代半ば以前まではドルサイクルと逆に推移していたが、2000年代半ば以降の変動は、ドルサイクルの局面ごとに以下のように整理される。ドルサイクルにおいて、米国株価指数と新興国株価指数が共に上昇する局面①（リスク選好のドル高局面）と局面②（リスク選好のドル安局面）では、リスク選好的地合いを背景に円相場は下落し、両株価指数が共に下落する局面③（リスク回避のドル高局面）と局面④（リスク回避のドル安局面）では、リスク回避的

地合いを背景に円相場は上昇する傾向がある。一方、米国株価指数と新興国株価指数のどちらかが上昇し、どちらかが下落する局面⑤（米国経済独り勝ちのドル高局面）と局面⑥（米国経済独り負けのドル安局面）では、総合的にみて市場全体がリスク選好的であれば円は下落、リスク回避的であれば上昇するとみられる。

以上の円相場の変動についての整理を踏まえ、ドルサイクルの各局面において想定されるドル円相場の変動パターンを分類すると、第6図の通りとなる。

まず局面①（リスク選好のドル高局面）では、ドルが上昇すると共に、円は2000年代半ば以前ではドルの変動の受け皿として下落し、2000年代半ば以降はリスク選好で下落するため、いずれにしてもドル円相場は上昇する（ドル高円安）と考えられる。

局面②（リスク選好のドル安局面）では、ドルが下落すると共に、円は2000年代半ば以前ではドルの変動の受け皿として上昇し、ドル円相場は下落する（ドル安円高）と想定される。2000年代半ば以降は、リスク選好で円も下落するため、ドル円相場の方向性はドルと円どちらの下落率が大きいかで上昇・下落のどちらもあり得ることになる。以上から、ドルが円よりも下落してドル円相場が下落する場合を局面②A、円がドルよりも下落してド

第6図 ドルサイクルに基づき想定される各局面における円及びドル円相場の変動パターン

ドルサイクル		円の動き			ドル円相場	
		2000年代半ば以前	2000年代半ば以降			
局面①	リスク選好のドル高	円安	-	-	局面①	上昇(ドル高円安)
		-	円安	-		
局面②	リスク選好のドル安	円高	-	-	局面②A	下落(ドル安円高)
		-	円安	ドル安>円安		
局面③	リスク回避のドル高	-	円安	ドル安<円安	局面②B	上昇(ドル高円安)
		円安	-	-		
局面④	リスク回避のドル高	-	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⑤	リスク回避のドル安→実際はドル高になり易い	-	-	-	局面③B	下落(ドル安円高)
		-	-	-		
局面⑥	リスク回避のドル安	円安	-	-	局面④A	下落(ドル安円高)
		-	円安	-		
局面⑦	米国経済独り勝ちのドル高	-	円高	ドル高>円高	局面④B	上昇(ドル高円安)
		-	円高	ドル高<円高		
局面⑧	米国経済独り負けのドル安	-	-	-	局面⑤A	上昇(ドル高円安)
		-	-	-		
局面⑨	米国経済独り負けのドル安	-	-	-	局面⑤B	下落(ドル安円高)
		-	-	-		
局面⑩	米国経済独り負けのドル安	-	-	-	局面⑥A	下落(ドル安円高)
		-	-	-		
局面⑪	米国経済独り負けのドル安	-	-	-	局面⑥B	上昇(ドル高円安)
		-	-	-		

(資料) 国際通貨研究所

ドル円相場が上昇する場合を局面②Bとする。実際にはドル円相場は局面②Aとなって下落し易いが、2005年～2007年頃の円安圧力が強い時期に例外的に局面②Bとなり上昇したケースがあった。

局面③（リスク回避のドル高局面）では、ドルが上昇すると共に、円は2000年代半ば以前ではドルの変動の受け皿として下落し、ドル円相場は上昇すると想定される。2000年代半ば以降は、リスク回避で円も上昇するため、ドル円相場の方向性はドルと円のどちらの上昇率が大きいかで上昇・下落のどちらもあり得ることになる。以上から、ドルが円よりも上昇してドル円相場が上昇する場合を局面③A、円がドルよりも上昇してドル円相場が下落する場合を局面③Bとする。実際にはリスク選好の円独歩安の後に発生し易いため、反動で局面③Bとなりドル円相場は下落し易い。

局面④（リスク回避のドル安局面）では、既述の通り実態的には局面③と類似したドル高局面であり、ドルと円のどちらの上昇率が大きいかでドル円相場は上昇・下落のどちらもあり得るため、ドル円相場が下落する場合を局面④A、ドル円相場が上昇する場合を局面④Bとする。

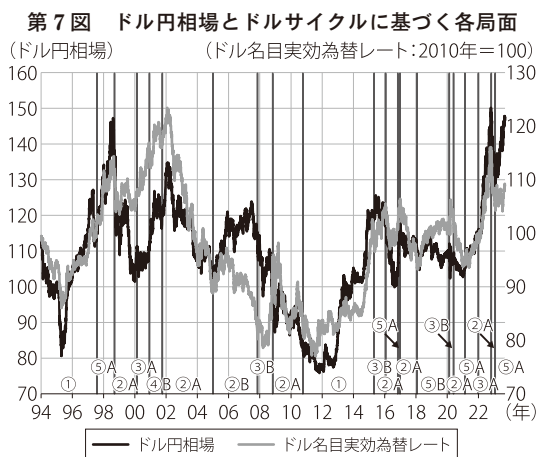
局面⑤（米国経済独り勝ちのドル高局面）は、ドルが上昇する一方、円は2000年代半ば以前ではドルの変動の受け皿通貨として下落し、ドル円相場は上昇すると想定される。

2000年代半ば以降は市場全体がリスク選好かリスク回避かで円の推移はマチマチとなり、ドル円相場の方向性も円の方向性や上昇する場合はその上昇率次第となる。そこでドル円相場が上昇する場合を局面⑤A、ドル円相場が下落する場合を局面⑤Bとする。局面⑥（米国経済独り負けのドル安局面）もドル円相場は上昇・下落双方があり得るため、ドル円相場が下落する場合を局面⑥A、ドル円相場が上昇する場合を局面⑥Bとする。実際のドル円相場の推移について、以上の局面による表示を行うと第7図の通りとなる。

5. 景気サイクルにおけるドルサイクル及びドル円相場の典型的な変動パターン

以上のようにドル相場やドル円相場のサイクル的な変動は、株価指数比率の変動との関係を基に論じることができる。その株価指数比率や株価指数のサイクルは、米国を中心としたグローバルな景気サイクルや金利のサイクルと密接な関係があることから、ドルサイクルやドル円相場を含む為替レートの大局的なサイクルも、根本的には景気サイクルに規定されていることになる。

以下ではドルサイクル及びドル円相場のサイクル的な変動と米国を中心とした景気サイクルとの関係を読み解くために、景気サイクルを、「景気減速期」、「景気回復初期」、「景気拡大期」の3つに区切ることとする。ここで「景気減速期」は、2008年の金融危機時のような深刻な景気後退期と共に、正式に景気後退期には認定されない一定の景気減速局面も含めている。その上で、米国を中心とした景気サイクルに対する、米国株価指数、FRB金融政策、米金利、そしてドルサイクル及びドル円相場のサイクルの典型的な推移を、「景気減速期」、「景気回復初期」、「景気拡大期」の3つに分けて整理する。尚、ドル円相場については、円が安全通貨としての推移を強めて米金利との逆相関が強まった2000年代半ば以降の



(注) 各番号表示はドル円相場の各局面
 (資料) Bloomberg

関係について述べる。

(1) 景気減速期・景気回復初期

まず「景気減速期」(第8図)は、FRBの利下げ局面で米金利は低下基調にあり、米国株価指数も企業業績の悪化から逆業績相場の下落局面にある。この時ドルサイクルは局面③(リスク回避のドル高)で上昇サイクルにある。低下する米金利と逆相関にある円は上昇、かつ通常ドルを上回って上昇し(ドル高<円高)、ドル円相場は局面③Bとなって下落する(ドル安円高)。米金利が低下することから米日金利差は縮小する。

「景気回復初期」(第8図)は、FRBの金融政策が利下げの最終局面から停止に至り、その後政策金利が低水準に維持される時期だ。米金利は底打ちから先々の利上げを織り込んだ反転上昇の初期段階にあり、米国株価指数は金融相場的な上昇局面に転じる。米国の低金利の影響からグローバルに金利が低位推移し、特に新興国株価指数がその恩恵を大きく受けて米国株価指数をアウトパフォームし易

くなり、ドルサイクルは局面②(リスク選好のドル安)となりドルは下落する。また、米金利と逆相関にある円相場は、直前の景気減速期における局面③Bでの上昇の一服からも下落に転じるがドルよりは下落しないため(ドル安>円安)、ドル円相場は局面②Aとなって景気減速期からの下落(ドル安円高)が続く。この時、米金利底打ちから米日金利差も縮小一服から再拡大に転じ始める。

(2) 景気拡大期

「景気拡大期」では、ドルサイクルは局面①(リスク選好のドル高)、局面②(リスク選好のドル安)、局面⑤(米国経済独り勝ちのドル高)のいずれかの局面となる(第9図)。継続期間はこれまでみた「景気減速期」や「景気回復初期」に比べて全体で数年から5年近くと相対的に長く、その間に複数の局面(①、②、⑤)が入れ替わる場合もある。どの局面が主要な位置を占めるかは、各景気拡大局面におけるマクロ経済的な時代環境に依存する。

例えば1990年代後半や、2010年代前半な

第8図 景気減速期・景気回復初期の典型的なパターン

	景気減速期	景気回復初期
FRB 金融政策	利下げ局面	利下げ最終局面から低位据え置き
米長期金利	低下基調	底打ちから反転上昇の初期段階
株価指数	下落(逆業績相場)	上昇(金融相場)
ドルサイクルの局面	局面③(リスク回避のドル高)	局面②(リスク選好のドル安)
ドル相場	上昇	下落
円相場	上昇	下落
ドル円相場	ドル高<円高で下落(ドル安円高)	ドル安>円安で下落(ドル安円高)
ドル円相場の局面	局面③B	局面②A
米日金利差	縮小(円有利)	縮小から拡大へ

(資料) 国際通貨研究所

第9図 景気拡大期の典型的なパターン

	景気拡大期(局面①)	景気拡大期(局面②)	景気拡大期(局面⑤)	
FRB 金融政策	利上げ局面	利上げ局面	利上げ局面	調整的な利下げ局面
米長期金利	上昇基調	上昇基調	上昇基調	低下基調
株価指数	上昇(業績相場)	上昇(業績相場)	上昇(業績相場)	上昇(業績・金融相場)
ドルサイクルの局面	局面①(リスク選好のドル高)	局面②(リスク選好のドル安)	局面⑤(米国経済独り勝ちのドル高)	局面⑤(米国経済独り勝ちのドル高)
ドル相場	上昇	下落	上昇	上昇
円相場	下落	下落	下落	上昇
ドル円相場	上昇(ドル高円安)	ドル安>円安で下落(ドル安円高)	上昇(ドル高円安)	ドル高<円高で下落(ドル安円高)
ドル円相場の局面	局面①	局面②A	局面⑤A	局面⑤B
米日金利差	拡大	拡大	拡大	縮小

(資料) 国際通貨研究所

ど、米国以外の経済に比べて米国経済が好調な時代は、局面①（リスク選好のドル高局面）が中心となる。FRBは利上げ局面やバランスシート縮小局面で米金利も総じて上昇基調にあり、米国株価指数は業績相場的な上昇局面にある。ドルは上昇サイクルにあり、上昇基調の米金利と逆相関の円相場は下落基調となるため、ドル円相場はドル高と円安が相俟って比較的大幅に上昇し易い（ドル高円安）。米金利上昇により米日金利差も拡大する。

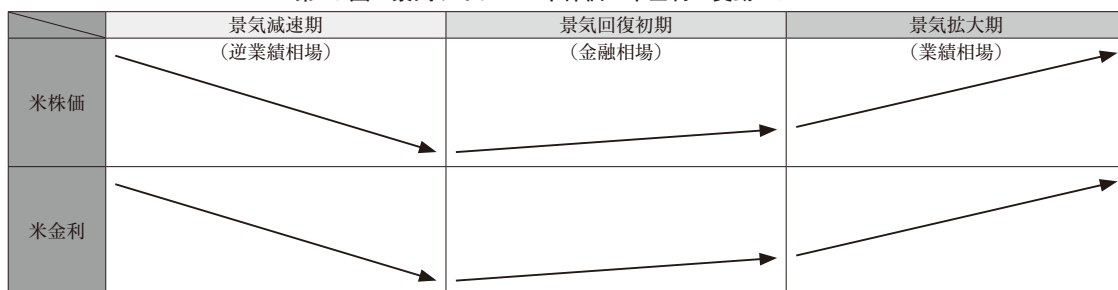
逆に2000年代（特に金融危機前まで）のように米国経済よりも新興国経済を始めとした米国以外の経済が好調な時代は局面②（リスク選好のドル安局面）が中心となる。FRBは利上げ局面やバランスシート縮小局面で米金利も総じて上昇基調にあり、米国株価指数は業績相場的な上昇局面にあるが、ドルは下落サイクルにある。上昇基調の米金利と逆相関の円相場も下落基調となるが、通常ドルの下落率の方が大きくなるため（ドル安>円安）、ドル円相場は局面②Aとなり下落する（ドル安円高）。米金利上昇により米日金利差も拡大する。

また、2010年代後半のように、米国経済が好調を維持する傍らで、米中通商摩擦や中国経済の成長減速などから新興国経済を始めとした米国以外の経済の先行きが相対的に不透明になる時代は、局面⑤（米国経済独り勝ちのドル高局面）が中心となる。FRBによる利上げ局面と調整的な利下げ局面（及びバランスシート縮小あるいは調整的な拡大）のどちらの場合もあり、米金利も上昇・下落基調の双方があり得る。米国株価指数は業績相場的な上昇局面にあり（米金利低下を伴う場合は部分的に金融相場の要素もあり）、ドルは上昇サイクルにある。米金利が上昇する場合は、これと逆相関にある円が下落してドル円相場は上昇（局面⑤Aでドル高円安）、米金利が下落基調にある場合は、円は上昇するが、これまでの事例ではドルよりも上昇するため（ドル高<円高）、ドル円相場は下落する（局面⑤Bでドル安円高）。

(3) 景気サイクルとドル相場及びドル円相場

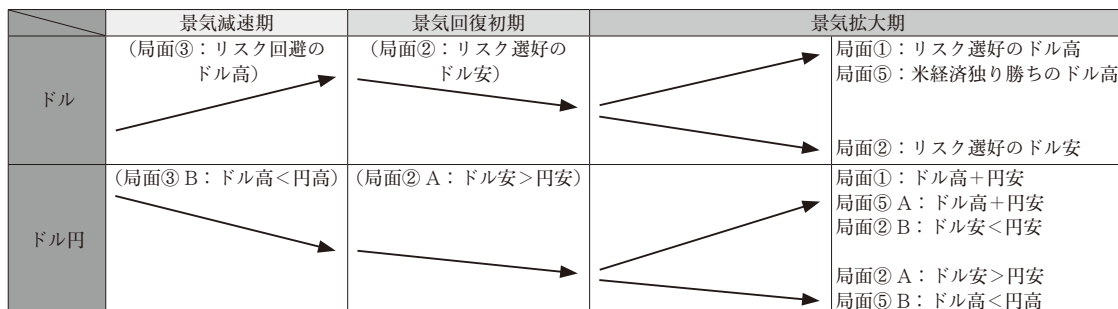
以上のように、景気サイクルの各局面に沿っ

第10図 景気サイクルと米株価・米金利の変動パターン



(資料) 国際通貨研究所

第11図 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



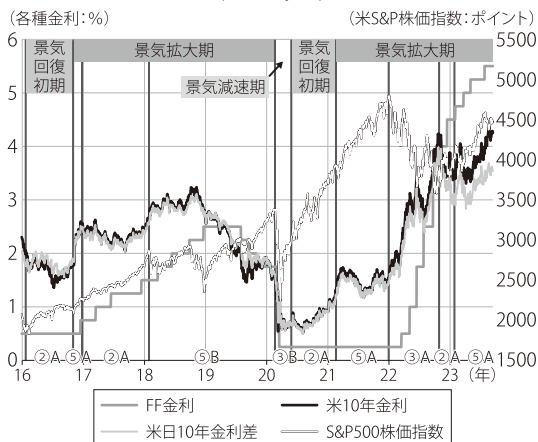
(資料) 国際通貨研究所

て、ドルサイクルは「景気後退期」(局面③) → 「景気回復初期」(局面②) → 「景気拡大期」(局面①、②、⑤) → 「景気後退期」(局面③) …というパターンがあると整理することができる(第10、11図)。

景気減速期では、ドルは上昇、米日金利差縮小と共にドル円相場は下落する。景気回復初期では、ドルは下落し、米日金利差は拡大に転じ始めるが、ドル円相場は景気減速期からの下落が続く。景気拡大期では、局面①(リスク選好のドル高)の場合は、ドルは上昇、米日金利差拡大と共にドル円相場も上昇する。局面②(リスク選好のドル安)の場合は、ドルは下落、米日金利差拡大ながら通常ドル円相場も下落する^①。局面⑤(米国独り勝ちのドル高)の場合は、ドルは上昇し、米金利が上昇する場合は米日金利差拡大に沿ってドル円相場は上昇、米金利が低下する場合は米日金利差縮小に沿ってドル円相場は下落する。ドル円相場は、米日金利差と連動して推移し易いが、景気回復初期や景気拡大期の一部においては、米日金利差の推移と逆行する場合があります。

6. 実際の景気サイクルにおけるドルサイクル及びドル円相場の推移の事例

第12図 米金利・米日金利差・米株価 (2016年～)



(注) 番号はドルサイクル・ドル円相場の各局面
(資料) Bloomberg

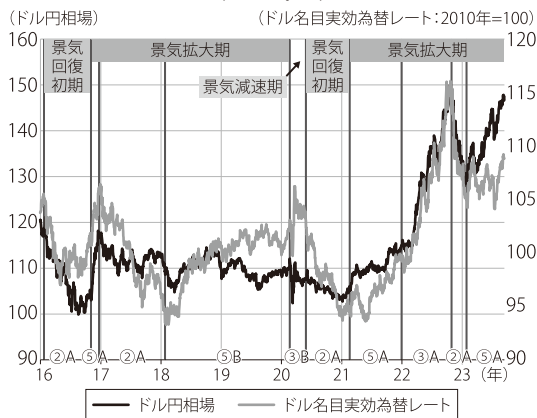
以下では、景気サイクルの各局面における実際のドル相場やドル円相場の推移について、2010年代半ば以降の事例をみる。総じてこれまで示して来た変動パターンに沿った推移となっている。

(1) 2016年終盤～2020年初までの景気拡大期

2016年終盤から2020年初までは、直前の2015年の深度の浅い景気減速期と2016年中の景気回復初期を経て景気拡大期となり、株価指数は再び本格的な上昇局面へ復帰した(第12、13図)。この間、ドルサイクルは、2016年終盤から2017年初までの局面⑤(米国経済独り勝ちのドル高局面)、2017年中の局面②(リスク選好のドル安局面)、そして2018年初から2020年初までの局面⑤へと転換し、ドル上昇サイクルと下落サイクルが混在する形となり、実際にドルもこれに沿った推移となった。

2016年終盤から2017年初にかけては、2016年11月の米大統領選で大幅な減税政策を唱えていたドナルド・トランプ氏が当選を果たし、米景気の大規模な加速に対する期待が浮上した時期だ。ドルサイクルは局面⑤のドル高サイクルとなりドルは上昇し、ドル円相場も急上昇した(局面⑤Aでドル高円安)。2017年に入ると、世界景気の拡大局面入りが明確となり、米国以外の経済が好調に推移し始め、ド

第13図 ドル円相場とドル名目実効為替レート (2016年～)



(注) 番号はドルサイクル・ドル円相場の各局面
(資料) Bloomberg

ルサイクルは局面②のドル安サイクルへ転換した。円も下落に転じたがドルの下落がより大きく、米日金利差は拡大方向にあった中でも、ドル円相場は下落した（局面②Aでドル安円高）。

2018年初から2020年初にかけては、当時の米トランプ政権が中国に対する制裁関税を発動し始めるなど、米中通商摩擦が強まった時期で、ドルサイクルは再び局面⑤のドル高サイクルへ転換してドルは上昇基調に転じた。2019年にFRBが調整的な利下げを行い、米金利が下落基調となる中でドル円相場は下落した（局面⑤Bでドル安円高）。

(2) 2020年の景気減速・景気回復初期

2020年初以降、新型コロナウイルスの世界的なパンデミックで世界経済が深刻な景気後退期に陥ると、米国株価指数が急落し、ドルサイクルは局面③（リスク回避のドル高局面）となり2019年からのドル高サイクルが続いた。FRBの大幅利下げで米金利が急低下する中、円がドルよりも上昇し、ドル円相場も乱高下しつつ最終的に下落した（局面③Bでドル安円高）。

その後2020年5月頃からの景気回復初期では、米金利が低位で推移する中で、米国株価指数が金融相場的な上昇に転じ、ドルサイクルは局面②（リスク選好のドル安局面）に転じた。円も下落に転じたが、ドルがより下落していたため、ドル円相場は102円近辺までさらに下落が進んだ（局面②Aでドル安円高）。

(3) 2021年以降から足元までの景気拡大期

2021年初以降は、米経済が堅調に回復して景気拡大期に入ったが、当時の中国でのゼロコロナ政策の影響などから米経済が独り勝ちの様相を呈し、ドルサイクルは局面⑤（米国経済独り勝ちのドル高局面）へ転換。米金利上昇を受けて円相場は下落し、ドル円相場も上昇した（局面⑤Aでドル高円安）。2022年に入ると、異例のインフレ急騰を受けたFRB

による急激な金利引き上げを受けてグローバルに株価指数が下落し、ドルサイクルは明確な景気減速期入りが確認できない中で異例の局面③（リスク回避のドル高局面）へ転換し、ドル高サイクルが続いた。この間米金利の大幅な上昇により円相場は大きく下落し、通常局面③Bとなって下落するはずのドル円相場も異例の大幅上昇となった（局面③Aでドル高円安）。

2022年10月頃より、FRBの利上げペースが鈍化するとの見方が台頭して米金利の上昇が一服し、中国もゼロコロナ政策を撤廃する方向へ向かい始めると、グローバルに株価指数が持ち直し、ドルサイクルは局面②（リスク選好のドル安局面）に転じると共に、ドル円相場も下落に転じた（局面②Aでドル安円高）。もっとも、不動産問題などを受けて中国経済の停滞感が強まり、米経済の相対的な底堅さが引き続き目立つ中、2023年1月からドルサイクルは局面⑤（米国経済独り勝ちのドル高局面）での推移となっており、ドル円相場も再び上昇基調に転じている（局面⑤Aでドル高円安）。

7. おわりに

ドル相場やドル円相場の動きをみる上では、数ヶ月単位では米国を中心とした金利動向が重要な手がかりとなるが、より大局的な為替レートの推移を的確に予測・分析するには、本稿でみたような景気サイクルに沿ったドルサイクルやドル円相場の変動パターンに基づく分析が有用となる。過去10年以上に亘って大局的にドルの上昇基調が続いて来たが、中国を中心とした米国以外の経済が伸び悩む環境が続く限りは、以上の枠組みからもドルの底堅い推移が続き易いことが示唆される。

(9月15日執筆)

《注》

- (1) 但し、2005年～2007年頃のように、内外金利差が一定以上拡大した場合は、例外的にドル安<円安となって、ドル円相場は上昇する（局面②Bでドル高円安）場合がある（第11図にはこのケースも表示）。