

足元リスクオンのドル安の動きも持続性には懐疑的 ～ドルサイクルの定点観測～

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

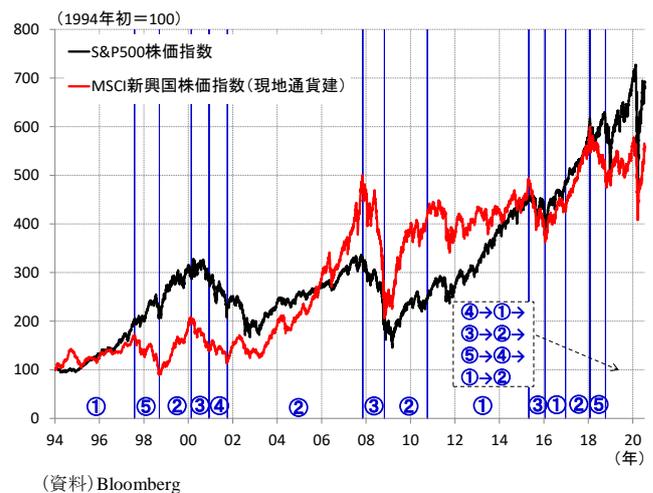
ドルの名目実効為替レート¹は、3月につけた年初来ピークから下落し、その後一進一退が続いている。大局的には2011年半ばを起点とするドルの上昇サイクルの高値圏でもみ合っている状況だ（第1図）。2020年4月2日付 Newsletter「ドルサイクルの変動メカニズムを探る」²では、ドルの名目実効為替レートのサイクル（ドルサイクル）が、米株価指数（S&P500 株価指数）を新興国株価指数（MSCI 新興国株価指数；現地通貨建て）で割った株価指数比率と高い相関があることを指摘（第1、2図）。また、米株価指数と新興国株価指数の上昇・下落の組み合わせから、ドルサイクルを局面①～⑥までの6つに分類することができ（次頁第3図）、足元の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。

本稿ではこうした分析手法に基づき、足元のドルサイクルの状況について定点観測を行った。次頁第4、5図は2020年初から足元までの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：ドル名目実効為替レートと株価指数比率（1994年～）



第2図：米株価指数と新興国株価指数（1994年～）



¹ 本稿では FRB による広義ドル名目実効為替レートを使用。

² [2020年4月2日付 Newsletter「ドルサイクルの変動メカニズムを探る」](#)

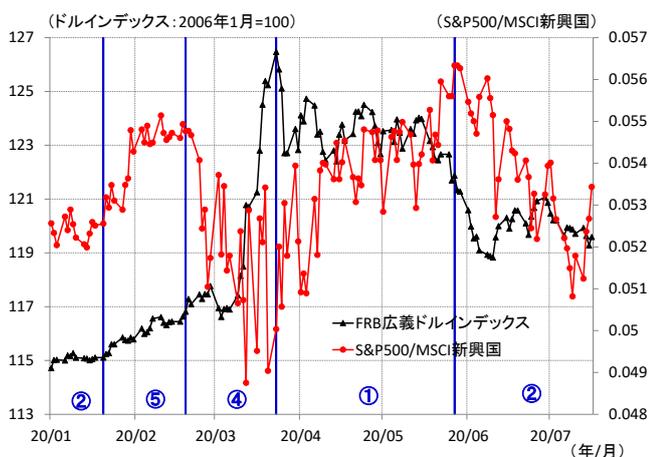
第3図：ドルサイクルの各局面

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	米株価上昇・新興国株価下落
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	リスクオンのドル高	リスクオフのドル高	米国リスクオン・新興国リスクオフのドル高
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	米株価下落・新興国株価上昇
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	リスクオンのドル安	リスクオフのドル安	米国リスクオフ・新興国リスクオンのドル安

但し、ドルの方向性は明確ではない。

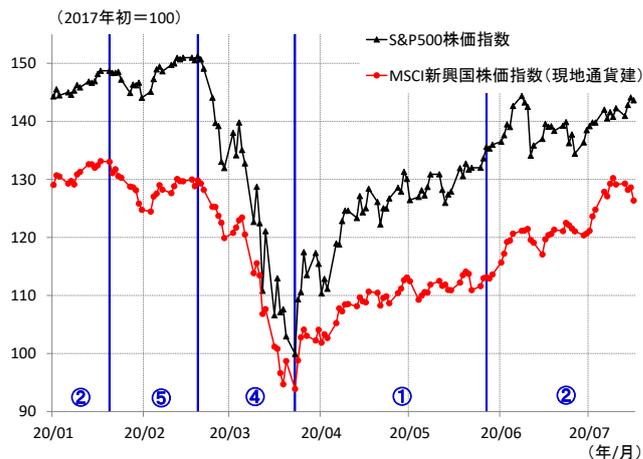
(資料) 国際通貨研究所

第4図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率(2020年～)



(資料) Bloomberg

第5図：米株価指数と新興国株価指数(2020年～)



(資料) Bloomberg

まず、昨年末から年初にかけては、今年1月15日に締結された米中通商協議の第1段階の合意を睨んだ米中通商摩擦の緩和期待などから、ドルは局面②「リスクオンのドル安局面」にあった。その後、中国湖北省武漢市を中心に感染者が出始めていた新型コロナウイルスに関して、1月20日に中国当局が人から人への感染を初めて公式に認定。すると中国を中心とした新興国株価指数が下落に転じた一方、当初米国への影響は軽妙との見方から米株価指数は比較的底堅い推移を続け、局面⑤「米国リスクオン・新興国リスクオフのドル高局面」となった。

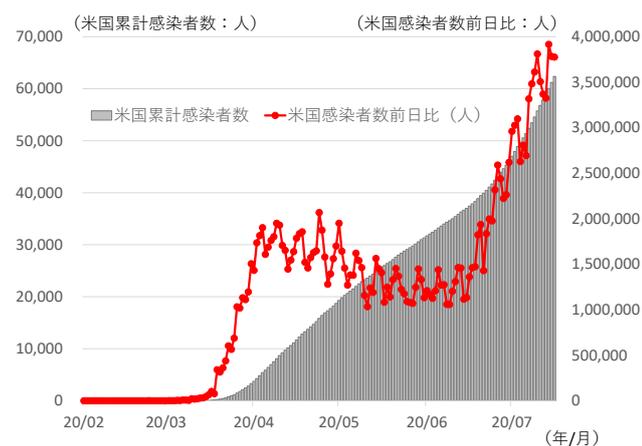
もっとも、2月中旬以降米国を含む欧米諸国へ感染が拡大すると米株価が急落、局面④「リスクオフのドル安局面」へ転換した。局面④については、前述の Newsletter でも指摘の通り、従来よりドルは必ずしも下落せず方向は不明確となり易い(第3図)³。今回も景気後退と信用リスクを急速に織り込む動きからドルキャッシュへの選好が異例の強まりをみせると、この間ドルは急上昇した。その後、3月23日にFRBが市場安定化のため米国債とMBSの無制限の買い入れまで踏み込み、ドルの供給策も強化すると、株価は底打ちし反発に転じた。こうしたFRBによる大規模な金融緩和策の影響をより大きく受けた米株価指数が、新興国株価指数をアウトパフォーマンスし、局面①「リスクオンのドル高局面」となったが、ドルは3月にかけての急上昇が巻き戻される動きの

³ 局面④は、両株価指数が下落する中で、米株価指数が新興国株価指数をアンダーパフォーマンスするケースだが、米国経済が不調な場合、通常新興国経済もその悪影響を免れないため、(ドル建て資産から)リスク資産である新興国資産への資金回帰は大規模に起こり難く、ドルの下落も起こり難いと考えられる。

影響が大きかったとみられ、この間むしろ下落傾向となった。このようにコロナショックを受けた異例のドルキャッシュへの需要の高まりなどから、春先にかけてのドル相場も異例の変動となった。

そして5月下旬から足元までに関しては、中国景気の持ち直し傾向が次第に強まった一方、米国では6月に入りウイルスの新規感染者数が再び増加傾向となっている（第6図）。米株価指数、新興国株価指数共に上昇基調が続いているが、米株価指数には感染者数の増加を嫌気して上値の重さも目立って来た。この結果、新興国株価指数が米株価指数をアウトパフォームし始め、足元まで局面②「リスクオンのドル安局面」が続く形となっているが、市場は強いリスク選好には傾いておらず、言わば緩やかな局面②であると言える。実際この間ドルの名目実効為替レートもドル安傾向ながら、大幅な下落には至っていない⁴。さらに7月以降の新興国株価指数の堅調な上昇は、当局による株価支援の可能性も指摘される中国株価の急上昇の影響も考えられ（第7図）⁵、この点を（見た目ほど強いリスク選好ではないという意味で）割り引いてみる必要もありそうだ。実際7月16日の中国株価の反落もあり、MSCI 新興国株価指数もやや上値の重さが目立ち始めている。

第6図:米国コロナウイルス感染者数(累計)と前日比(人)



(資料)Bloomberg

第7図:中国上海総合株価指数



(資料)Bloomberg

上述 Newsletter では、株価が一株あたり利益（EPS）と株価収益率（PER）の積に分解できる⁶ことに基づいて、株価指数比率を EPS 比率と PER 比率の積に要因分解すると、ドルの名目実効為替レートは、大局的に EPS 比率との連動性が高いことを指摘した（次頁第 8、9 図）。その EPS 比率は、年初から上昇基調にあり、ファンダメンタルズ

⁴ 6月中に米株価指数が上値重く推移した局面は、一時的に局面⑥「米国リスクオフ・新興国リスクオンのドル安局面」にあったとも言える。同局面では局面④と同様のロジックでドルの方向感は明確になり難い。

⁵ MSCI 新興国株価指数に占める中国株式のシェアは足元 40.95%に上る。最近の中国株価の上昇の背景としては、中国景気の回復傾向などに加え、香港国家安全維持法成立後の7月6日に、中国当局系のメディアが健全な強気相場の重要性を報じており、当局が金融市場の安定・株価の上昇を望んでいるとの思惑が株式市場の押し上げに寄与しているとの見方がある。

⁶ 株価収益率（PER）＝株価（P）／一株あたり利益（EPS）より、 $P=EPS \times PER$ の関係を利用。株価形成において、EPS は業績・ファンダメンタルズ要因、PER は市場の期待要因と考えることができる。

面から大局的にドルに有利な環境が続いていることを示唆している。因みに EPS 比率の分子・分母である米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数の EPS の推移をみると、足元両者とも落ち込んでいるが、相対的に後者の落ち込みが大きいことが、EPS 比率の下落要因となっている（第 10、11 図）。通常米株価指数と新興国株価指数の EPS はグローバル景気の動向などを介して一定の連動性があるが、後者の方がボラタイルに動き易く、今回もコロナショックを受けてより大きく落ち込んでいると考えられる。

以上のような状況から、足元みられる局面②「リスクオンのドル安局面」の持続性は盤石ではない。ウイルス感染動向は依然予断を許さず、世界景気の先行きは不透明であり、市場が再びリスク回避的な地合いに転じる可能性が十分に存在することに鑑みても、引き続きドルは大局的に底堅い推移が続き易いと言えよう。

第 8 図:ドルの名目実効為替レートと EPS 比率



(資料) Bloomberg

第 9 図:ドルの名目実効為替レートと PER 比率



(資料) Bloomberg

第 10 図:米 S&P500 株価指数と一株あたり利益 (EPS)



(資料) Bloomberg

第 11 図:MSCI 新興国株価指数と一株あたり利益 (EPS)



(資料) Bloomberg

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 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>