2020.4.2 (nl2020.08)

Newsletter

Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

# 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～

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
masashi_hashimoto@iima.or.jp

＜要旨＞

- 本稿では為替レートの変動メカニズムを、①水準論、②趨勢論、③循環論の３つの議論に整理した上で、一般的な為替レート予測にもつながる③循環論に焦点を当て、その切り口としてドルサイクルの変動メカニズムについて考察を行った。
- ③循環論による為替レートの変動要因としては、当該国間の金利差以上に、様々な材料を織り込み変動する「各通貨のプレミアム」が重要。
- ドルの名目実効為替レートが、米株価指数／新興国株価指数で計算される株価指数比率と概ね連動することから、「ドルのプレミアム」については、この株価指数比率が代理変数になっていると考えられる。
- この株価指数比率の分母・分子の動きの組み合わせから、ドルサイクルを、局面①「リスク選好のドル高局面」、局面②「リスク選好のドル安局面」、局面③「リスク回避のドル高局面」、局面④「リスク回避のドル安局面」、局面⑤「米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面」、局面⑥「米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安局面」の 6 つの局面に分類。
- 2010 年代のドルは、米経済の好調から主に局面①「リスク選好のドル高局面」で推移。終盤にかけては、米国の保護主義台頭により局面⑤「米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面」が目立つようになった。
- 2020 年代のドルや為替市場の見通しにとっても、米大統領選後の米国の対外政策や世界経済における米経済の相対的な強さの行方が重要となろう。

＜本文＞

## はじめに

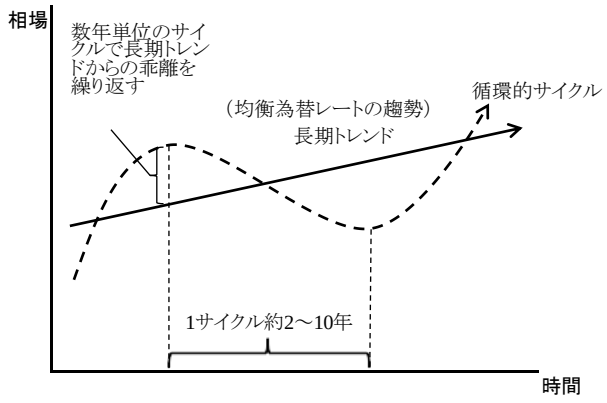
企業がグローバルな取引を拡大させるようになって既に久しいが、近年では長引く国内の低金利を反映して、機関投資家のみならず個人の資産運用においても海外向け投資や外貨建て運用のプレゼンスが益々上がる傾向にある。当然ながらこれらの取引には為替レート変動のリスクが伴うが、為替レートの予測は必ずしも容易でなく、変動メカニズムについて解明されていない面も少なくないと思われる。

本稿では、こうした問題意識から、為替レートの予測精度向上や変動メカニズムの解明の一助とすべく、まず為替レートの変動を複数の階層に整理した上で、そのうちの循環論に焦点を当て、その根幹を成すドルサイクルの変動メカニズムについて分析した。

## １．為替レートの変動メカニズムにおける水準論、趨勢論、循環論

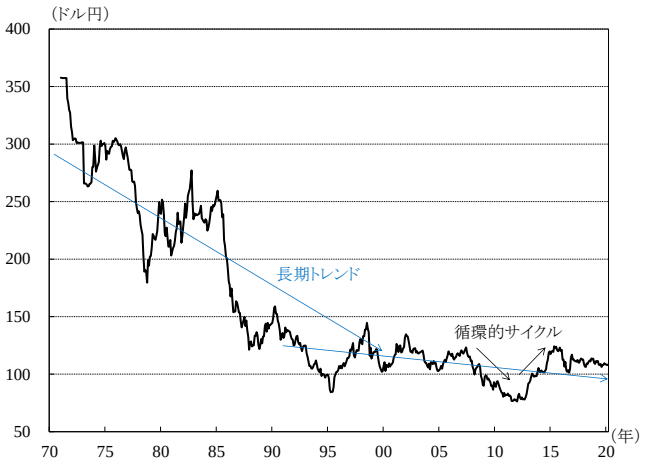
一般に為替レートの長期的な推移を観察すると、長期的には一定のトレンドがみられると同時に、そのトレンドを中心に約 2～10 年単位でサイクルを形成している（第 1 図）。具体的な為替レート推移の例を、ドル円相場でみてみると、1970 年代初頭の変動相場制移行以来、長期的には総じて円高の長期トレンドが続いて来た一方、約 2～5 年単位では円高・円安の循環的なサイクルを形成して来た（第 2 図）。ドル円以外の他の通貨の対ドル為替レートの相場形成でも、以上のようなトレンドとサイクルの 2 つの階層構造を概ね当てはめることができる。

**第１図 ： 為替レート変動の２階層（模式図）**




（資料）国際通貨研究所

**第２図 ：ドル円相場推移**




（資料）Bloomberg

このサイクルの中心に位置しているトレンドは、長期的に為替レートが回帰している軌道であり、均衡為替レートの趨勢を表していると考えられる。均衡為替レートとは、大まかには各国の構造的な経済ファンダメンタルズに見合った為替相場水準である[1]。

これに対し、約 2～10 年単位の為替レートのサイクルは、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。通常為替レートは、こうした様々な投資活動の影響を総合的に受けて、上述した均衡為替レートの趨勢の周りに約 2～10 年単位の循環的なサイクルを形成していると整理できる[2]。一般的に行われている為替レートの予測も、実はこうした循環論における議論という位置づけになる。

こうした約 2～10 年単位の循環的なサイクルを形成する中で、当該国の景気拡大あるいは減速を伴いながら、実勢の為替レートは、均衡為替レートの趨勢から次第に割高あるいは割安な方向へ乖離が進んで行き、それは当該国経済に経常黒字・赤字の拡大を含む外需面からの景気への影響や、輸入物価の変動などを通したインフレ・デフレ圧力を与え得る。しかし、そうした様々な影響は、顕在化までに一定のタイムラグを要したり、顕在化しても一定期間は限定的な範囲に留まる場合が多い。このためそうした状況に対する投資家のコンフィデンスが持続、経常黒字・赤字も緩やかな増勢が続き、サイクルに沿った実勢の為替レートの均衡為替レートからの乖離は持続することになる。さらにある国でこうした動きがみられる場合、グローバルにも多くの国々で同様の景気拡大・減速、経常黒字・赤字の拡大が発生している場合が多い。結果的に様々な通貨の為替レートが、同時並行的に均衡為替レートからの乖離を伴いながら、約 2～10 年単位でのサイクルを形成することになる。

もっとも、こうした景気拡大・減速や経常収支不均衡が持続不能な水準にまで達したり、突発的な事象など外部ショックにより投資家のコンフィデンスが大きく変化するなどした場合、それまでの各国からの資本流出入が逆流したり、積み上がっていたポジションが取り崩されるなどして、為替レートは均衡為替レートに向けて反転・回帰することとなる。こうした反転の引き金は、大規模なケースではグローバルな相場全般の反転につながり得る。2007 年～2008 年に米国を震源として発生したサブプライム・ローン危機、リーマン・ショックなどは、その典型的な例である。

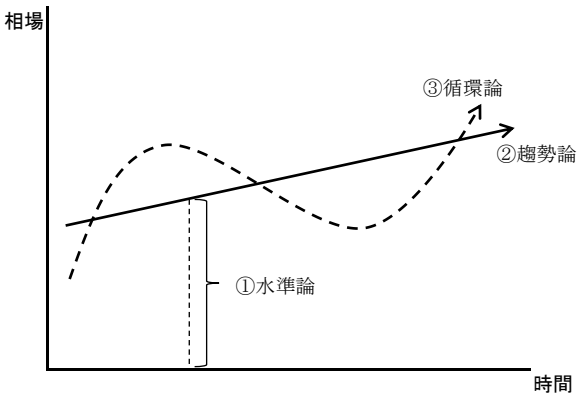
---

1 国内完全雇用を達成した上でも残る、構造的な経常黒字・赤字に対応する為替レート水準。

2 一般に為替レートは、さらに数週間～数か月の小さなトレンドやサイクルも形成している。

以上のような整理に基づけば、為替レートの変動メカニズムは、①水準論（均衡為替レートの具体的な水準の決定をどう考えるか)、②趨勢論（均衡為替レートの趨勢はどのような要因で決まるのか)、③循環論（均衡為替レートを挟んだサイクルの形成はどのようなメカニズムによるものか)、の 3 つに分けて論じることができる（第 3 図)。為替レートは約 2～10 年単位では、③循環論に基づき、①水準論や②趨勢論からはある程度独立に、様々な投資家の市場予想や材料の解釈に基づく投資行動によって、一定のサイクルを形成する。③循環論による為替レートの変動メカニズムの解明、延いては通常の為替レートの予測にとっては、投資家の期待形成や投資行動に基づくグローバルなお金の流れが、どのように為替レートの変動に影響を与えているかが鍵となる。本稿では、その切り口として、ドルのサイクルに着目するものである[3]。

**第 3 図 ： 為替レートの変動メカニズムに関する 3 つの議論**




（資料）国際通貨研究所

## ２．循環論の基軸を成すドルサイクル

第 4 図は、ドルの名目実効為替レート[4]の推移を 1995 年からみたものである[5]。ドルの

[3] 誤解を恐れずに表現すれば、③循環論による為替レートの変動は、長期的な均衡為替レートを起点とする、糸の弛んだ凧のようなものと言える。つまり糸が弛んでいる一定の範囲・時間軸では、糸の起点（均衡為替レート）がどこにあるかに関わらず、その時々の一時的な風（材料や投資行動）の変化に応じて変動する。同時に、風の動きにも季節風のような緩やかなパターンが存在するため、凧（為替レート）の動きにも大局的には一定のパターン（サイクル）が形成される。しかし、糸の起点から糸の長さの限界まで凧（為替レート）が乖離すると制約がかかり、糸の起点に向けて回帰し始める。

[4] 以下本稿では、ドルの名目実効為替レートとして、FRB の広義ドル名目実効為替レートを使用。

[5] 本稿での分析は、1995 年以降のドル上昇サイクルからを対象としている。以下で述べる通り、本稿では米株価指数を新興国株価指数で割った比率と、ドルの名目実効為替レートとの高い相関に着目しているが、1990 年代前半までは一部新興国での高いインフレ率から新興国株価指数は大幅に上昇しており、こうした分析手法が機能しないためである。尚、今後さらなる検証が必要ではあるが、IT 革命前夜でもある 1990 年代前半までの国際金融市場では、クロスボーダー資本フローはまだ限られており、ドルサイクルの動向は、1985 年のプラザ合意など、米金融当局のドル政策の影響を強く受けていたと思われる。

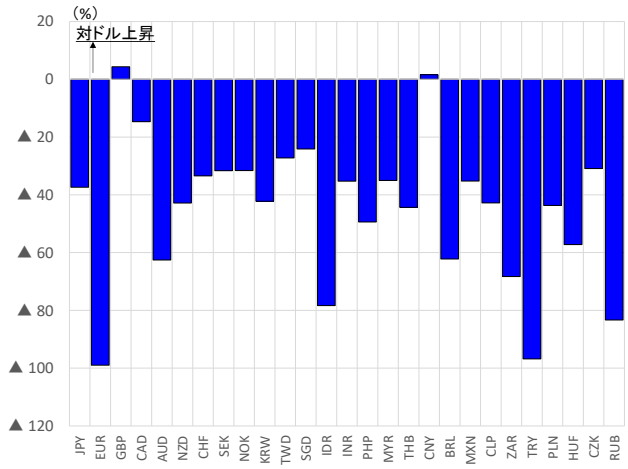
名目実効為替レートは、大局的には（A）1995 年半ばから 2001 年末までの上昇サイクル、（B）2002 年初から 2011 年半ばまでの下落サイクル、そして（C）2011 年半ばから足元までの上昇サイクル、という 5 年～10 年程度のサイクルを形成して来た。（C）については、2017 年初からドルは一旦下落に転じてサイクルがピークアウトしたかにみえていたが、2018 年以降は下げ止まり、再び反発地合いに転換。2020 年初のコロナショックによるドル急騰で、結果的にドル高サイクルが継続していた形となった。

第 5 図～第 7 図は、上記の各サイクルにおける、主要通貨・新興国通貨 27 通貨の対ドル為替レートの上昇・下落率をグラフにしたものである。ドルが上昇サイクルにある時は殆どの通貨が対ドルで下落（第 5、7 図）、ドルが下落サイクルにある時は殆どの通貨が対ドルで上昇している（第 6 図）。つまり各通貨の個別材料などから上昇・下落率の格差はあるものの、殆どの通貨のドルに対する上昇・下落はドルサイクルの上昇・下落と逆方向で概ね一致しており、為替市場の大局的なサイクルが、ドルのサイクルを中心に形成されていることを改めて確認できよう。言うまでもなくドルは基軸通貨であり、国際決済銀行（BIS）による 3 年に一度の世界為替取引量調査でも世界の為替市場で圧倒的な取引量シェアを維持し続けていることから[6]、こうした状況に違和感は無い。為替レートを始め、予測や変動メカニズムの分析を行うに当たっては、何らかの基準や切り口を設定する必要がある。この点、以上のような状況からも、為替レートの変動メカニズムの分析を行う切り口として、ドルサイクルに焦点を当てるのは有用と言えよう。

**第 4 図 ：1995 年以降のドルの名目実効為替レートのサイクル**

（資料）Bloomberg

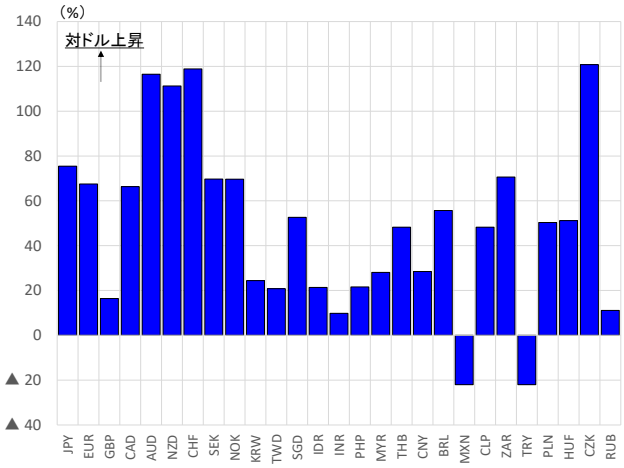
**第 5 図 ： 各通貨対ドル上昇率（1995 年半ば～2001 年末）**




（資料 Bloomberg

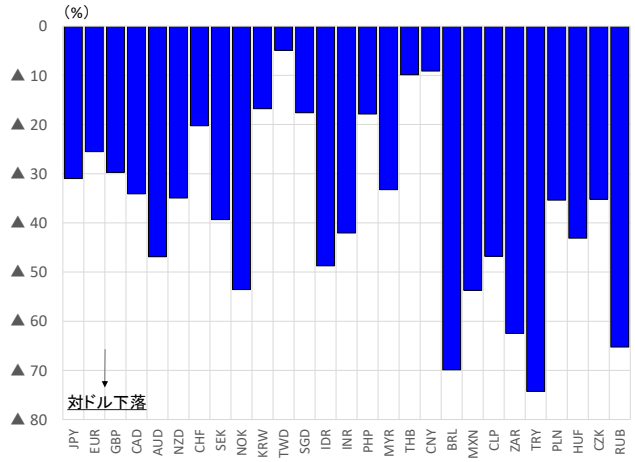
[6] 直近 2019 年 4 月の調査によると、世界の為替市場におけるドルの取引量シェアは 44.2%と全体の半分近くを占めた。2 位はユーロ（シェア 16.2%）、3 位は円（シェア 8.4%）となっている。

**第 6 図 ： 各通貨対ドル上昇率（2002 年初～2011 年半ば）**




（資料）Bloomberg

**第 7 図 ： 各通貨対ドル上昇率（2011 年半ば～2020 年初）**




（資料）Bloomberg

## ３．ドルサイクルの変動メカニズム

### （１）2 国間の金利差と「為替レートのプレミアム」

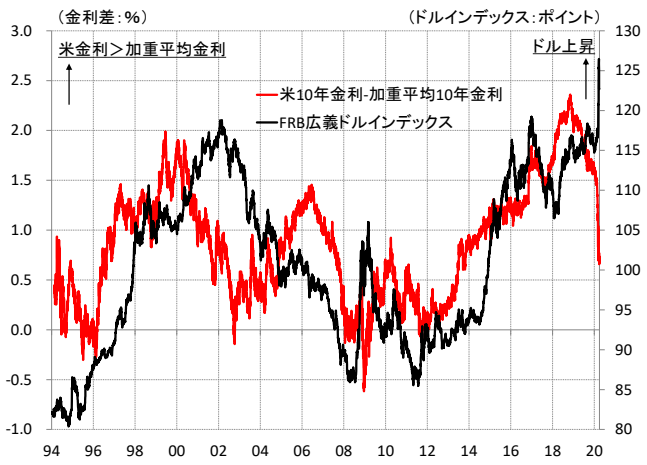
ドル円相場を始め為替レートの変動においては、その時々の状況によって様々な要因が材料とされるが、当該国間の金利差は重要な変動要因の 1 つとみられている。実際米 10 年国債金利から、米国以外の先進国の 10 年国債金利を各通貨の為替取引量シェアで加重平均した合成 10 年金利[7]を差し引いて求めた金利差と、ドルの名目実効為替レートの間には一定の連動性がみられる（第 8 図）。一方、両者の連動性が崩れる局面も相応に存在する。例えば 2018 年末からの FRB による利上げ打ち止め・利下げ局面入り[8]で米金利が急落し、金利差がドルにとって不利な方向へ推移しているにも関わらず、ドルの名目実効為替レートは依然として底堅さを維持している。このように、為替レートの予測において、金利差要因は一定の指針にはなるものの、盤石な指針とも言えない。

---

7 ドル以外の G10 通貨（ユーロ、円、ポンド、スイスフラン、カナダドル、オーストラリアドル、ニュージーランドドル、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、デンマーク・クローネ）が対象。為替取引量シェアは、国際決済銀行による直近 2019 年の世界為替取引量調査での各通貨の取引量シェアに基づき計算。

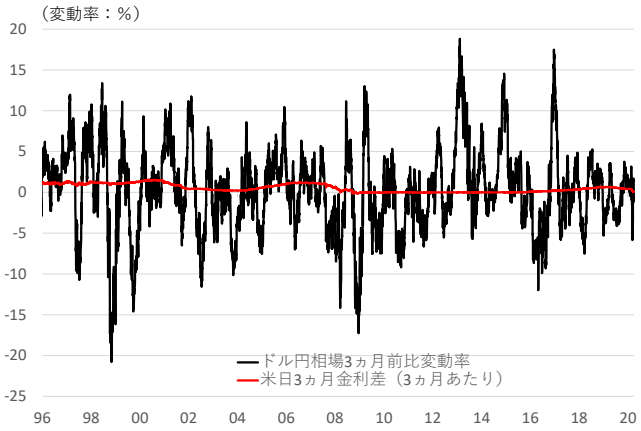
8 FRB は 2015 年 12 月に開始した利上げを 2018 年 12 月の利上げをもって休止。その後 2019 年 7 月、9 月、10 月と 3 会合連続で 0.25%ずつの調整的な利下げを行っていた（その後 2020 年 3 月にコロナショックで大幅な緊急利下げを実施）。

**第 8 図 ：ドルの名目実効為替レートと 10 年金利差**




（資料）Bloomberg

**第 9 図 ： 米日 3 か月金利差とドル円相場 3 ヵ月変動率**



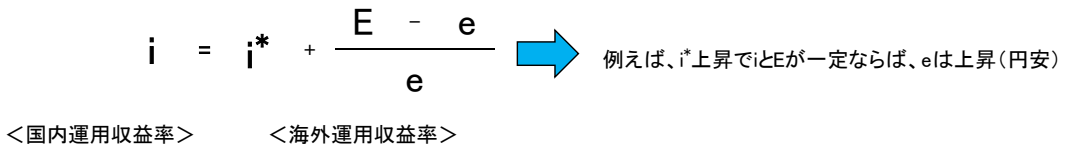

（資料）Bloomberg

金利差と為替レートが連動するロジックを考えてみると、言うまでもなく金利が高い国の資産の収益率が高いため、当該国通貨建て資産に資金が流入し、その通貨の為替レートも上昇するということだ。より正確には、足元の金利差水準は相当程度為替レートには織り込まれているはずであり、現時点から金利がより上昇する通貨の為替レートが上昇し易い。もっとも、実際の例として、米日 3 ヵ月金利差（3 ヵ月あたり）と、ドル円相場の 3 ヵ月前対比変動率の実際の動きを検証すると、金利差の水準に比べて為替レートの変動率は非常に大きい（第 9 図）。つまり金利差と為替レート変動率から計算できる国内投資の収益率と外貨建て投資の総合収益率の格差は、事実上為替レートの変動率に左右され易い。

第 10 図は、国際金融論で言及されることの多い金利平価式で、為替レートと金利差の関係をみたものである。金利平価式の左辺は、国内で運用する際の収益率（国内の金利：i）、右辺は海外で運用する際の収益率で、海外金利（$i^*$）と、運用期間経過後の予想為替レート（E）、及び現在の為替レート（e）から計算される予想為替収益率の合計から成っている。両収益率（両辺）は、裁定取引により等しくなると想定される（E、e 共に自国通貨建て為替レートを表す[9]）。仮に海外金利（$i^*$）が上昇すると、予想為替レート（E）や国内金利（i）が一定であれば、その分現在の為替レートが自国通貨安・外国通貨高となって e が上昇し、為替変動に伴う予想収益率（右辺第 2 項）が減少して両辺のバランスが保たれる（裁定取引が終了する）と通常解釈される。

9 つまり E や e の上昇は自国通貨安・外国通貨高を表す。

**第 10 図 ： 金利平価式**




（資料）国際通貨研究所

しかし、第 9 図のように現実のデータでは短期的には金利（差）の変動は相対的に限定的で、むしろ金利差の動きに関係なく為替レートの変動率が大きい。つまり金利平価式では通常一定とされている予想為替レート（E）がむしろ常に大きく変動しており、それに実際の為替レート（e）も（裁定により両辺のバランスを維持するために）引きずられて変動していると解釈する方が実態に即している。この予想為替レート（E）は、当該国の金融政策予想や経済ファンダメンタルズ、さらにはその時々の様々な相場材料など、為替レートに影響を及ぼす全ての要素を織り込んで変動していると考えられる。為替レート（e）は、金利差（$i-i^*$）による一定の影響を受けつつも、それ以外の様々な要因を織り込んで変動する予想為替レート（E）により大きく影響されて、変動していると整理することができる[10]。

こうした予想為替レート（E）の変動を支配している要因を、以下では「各通貨のプレミアム」と呼ぶことにする。数週間から数か月単位のみならず、5 年以上の長期サイクルに至るまで、為替レートの変動は、金利差による部分もさることながら、この「各通貨のプレミアム」の変動がより重要な要因となる。昨今為替レート予測などで言及される市場のリスク選好度に対する各種通貨の反応[11]も、この「各通貨のプレミアム」の変動に含まれる動きと整理することができる。

（2）株価指数比率による「ドルのプレミアム」の趨勢の把握

こうした各通貨のプレミアムはどのように把握できるのであろうか？結論から述べれば、ドルに関しては、米株価指数（S&P500 株価指数）を新興国株価指数（MSCI 新興

10 以上の金利平価式の議論は、収益率のみで裁定が成立するとしているが、正確には金利差と為替レート収益率の変動率（リスク）も勘案した上で（リスク勘案後の収益率）、裁定が成立すると考えられる。

11 例えば、市場がリスク選好的地合いの際のドル売り・円売りや、リスク回避的な地合いの際のドル買い・円買いなど。

国株価指数：現地通貨建てベース）[12]で割った比率（以下株価指数比率）が、その一種の代理変数になっていると考えられる（第 11 図）。というのも、この株価指数比率とドルの名目実効為替レートの推移をみると、両者は水準までは一致しないものの、方向性は概ね同じになっており、この株価指数比率がドルの動きを比較的よく説明しているためだ（第 12 図）。前掲の米金利と先進国金利の合成金利との金利差と比べてもドルの動きをよりよく説明しているようにみえる。実際ドルの名目実効為替レートとの 1 ヵ月ローリング相関係数の 1 年後方移動平均をみると、米金利と合成金利の差の場合は相関係数の変動が比較的大きくボラタイルなのに対し、株価指数比率は相対的に安定している傾向がある（第 13 図）。もとより、米経済が好調で株価指数比率が米国優位な方向へ推移している際は、金利差も米国優位な方向へ推移していることは十分に考えられ、両者は基本的に同じ方向に動き易い面もある。また、株価指数比率の転換点が、ドルの名目実効為替レートのサイクルの転換点よりも数か月～1 年程度先行する傾向も、為替レートの予測にとって有用と考えられる。

**第 11 図 ： 株価指数比率**

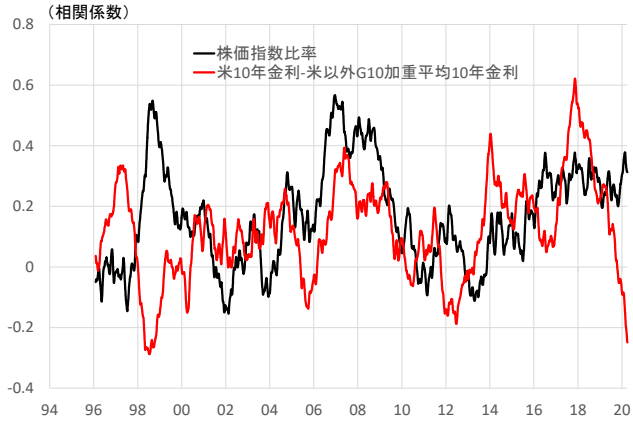
米S&P500株価指数 ／ MSCI新興国株価指数（現地通貨建て） ＝ 株価指数比率

（資料）国際通貨研究所

**第 12 図 ：ドルの名目実効為替レートと株価指数比率**

（資料）Bloomberg

**第 13 図 ：ドルの名目実効為替レートとの相関**




（資料）Bloomberg

[12] MSCI 新興国株価指数は、26 の新興国の、時価総額が大～中規模の銘柄に基づく株価指数。26 ヵ国とは、アルゼンチン、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、チェコ、エジプト、ギリシア、ハンガリー、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、メキシコ、パキスタン、ペルー、フィリピン、ポーランド、カタール、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、台湾、タイ、トルコ、アラブ首長国連邦。ドルの動きが株価指数比率に影響することを排除するため、現地通貨建て株価指数を使用している。

（３）株価指数比率が「ドルのプレミアム」の代理変数となるロジック

株価指数比率を、ドルのプレミアムの代理変数と考え得るロジックの 1 つとしては、次のような考え方が可能だ。株価を P、一株あたり利益を EPS、一株あたり利益予想成長率を g、安全資産金利を i、市場が当該株式に要求するリスクプレミアムを r とすると、定率成長配当割引モデルによる理論株価は第 14 図の式となる（但し、配当額＝EPS とする）[13]。ここでこの式を個別企業ではなく株価指数を構成する企業全体、すなわちマクロ経済に関するものと考える。するとある国・地域の総合株価指数は、「その国・地域の現時点での企業全体の（一株あたり）利益水準：EPS」や「企業全体の利益水準の予想成長率：g」と順相関、逆に「安全資産金利：i」や「その国の企業への投資に対して市場が求める全般的なリスクプレミアム：r」、と逆相関となる。従って、ある国や地域の株価指数が別の国や地域の株価指数をアウトパフォームしているということは、当該国の実際のマクロ経済状況やその成長率予想の改善、あるいは投資家が求めるリスクプレミアムの低下などがより見込まれることを示していることになる。内外投資家の相対的に前向きな評価が、当該国・地域へのグローバル資本フローの流入と、為替レートの上昇につながり易いと考えらえる[14]。

**第 14 図 ： 定率成長配当割引モデルによる理論株価**

$$P = EPS/(i + r - g)$$

読み替えれば、ある国の「総合株価指数」は、「指数構成銘柄の企業の利益水準」、「利益水準の成長予想」、「安全資産金利」、「市場が求めるリスクプレミアム」から成ると解釈可能。

P：理論株価、EPS：1株あたり利益水準、g：1株あたり利益水準の成長率、
i：安全資産金利、r：市場が求めるリスクプレミアム
但し、配当額＝EPSとする。

（資料）国際通貨研究所

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（第 15 図左）。世界の多くの投資家の基準通貨

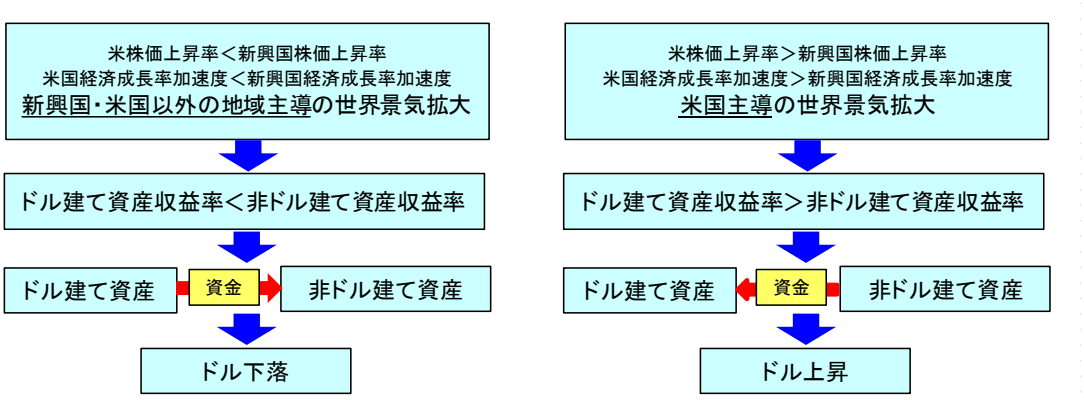
---

[13] 定率成長配当割引モデルは、$P = EPS/(1+i+r) + EPS(1+g)/(1+i+r)^2 + \cdots EPS(1+g)^{(n-1)}/(1+i+r)^n \cdots$ であり、$n \to \infty$、かつ $i+r>g$ とすると、$P=EPS/(i+r-g)$ となる。

[14] 米株価指数などにおいては、安全資産金利（国債金利）の上昇と株価指数の上昇が並走する場合がむしろ多い。こうした理論的枠組みで考えると、これは安全資産金利の上昇以上に、マクロ経済の状況やその見通しが改善している、あるいは投資家の求めるリスクプレミアムが低下していることになる。

はドルであると考えられる。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（第 15 図右）。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 15 図 ： 米株価指数･新興国株価指数の動きとドルを巡るグローバル資本フローの動き**




（資料）国際通貨研究所

（４）株価指数比率によるドルサイクルの局面判断

さらに株価指数比率は、分子の米株価指数、分母の新興国株価指数の変動の組み合わせによって、第 16 図のように局面①～局面⑥まで 6 通りのケースが考えられる。

まず局面①は、両株価指数が上昇するものの、米株価指数が新興国株価指数をアウトパフォームし、株価指数比率が上昇してドルの名目実効為替レートも上昇する場合だ。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。次に局面②は、両株価指数が上昇するものの、新興国株価指数が米株価指数をアウトパフォームし、株価指数比率が下落してドルの名目実効為替レートも下落する場合だ。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株価指数をアンダーパフォームし、株価指数比率が上昇してドルの名目実効為替レートが上昇する場合だ。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、米株価指数が新興国株価指数をアンダーパフォームし、株価指数比率が下落して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だ。以上のパターンに基づけば、これは「リスク回避（リスクオフ）のドル安局面」となる。但し、米国経済が不調な場合は、通常新興国経済もその影響は免れないため、この局面は経験的にあまり発生し難いか、発生しても長く続かない。またそうした局面では、新興国資産など非ドル建てリスク資産に資金が回帰するという現象も大規模には起こり難く、ドルは下落しても短期に止まり、比較的底堅く推移するケースも少なくない。よって局面④におけるドルの方向感はあまり明確でない。

局面⑤は、米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、ドルの名目実効為替レートも上昇する場合だ。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、米国独り勝ち的な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、「米国リスク選好（リスクオン）・新興国リスク回避（リスクオフ）のドル高局面」となる。最後に局面⑥は、米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場合であり、「米国リスク回避（リスクオフ）・新興国リスク選好（リスクオン）のドル安局面」となる。局面⑤とは逆に、米国経済・株価が独り負けのような状況でドル建て資産から資金が逃避するケースだが、これは局面④以上に起こり難く、ドルの方向性も明確でないとみられる。

**第 16 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

## ４．ドルサイクルの実際の局面判断の検証と今後の見通し

### （１）長期的なドルサイクルの局面判断の検証～1995 年以降

第 17 図は、ドルの名目実効為替レートと株価指数比率、第 18 図は株価指数比率を構成する米 S&P 株価指数と MSCI 新興国株価指数に関し、1990 年代後半以降の株価指数比率に基づく局面判断について大局的にみたものである。まず 1995 年から 2001 年末ま

でのドル上昇サイクルは、主に局面①の「リスク選好的なドル高局面」であった[15]。1990年代後半以降は、1997年のアジア通貨危機や1998年のロシア危機、1998年から1999年にかけてのブラジル危機など、通貨危機や経済危機が新興国経済で続いた（第19図）。新興国やその影響を受けやすい他の外需主導国などの景気が冴えない中で、米国では1990年代後半から始まったIT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すると共に、ドルの名目実効為替レートは上昇サイクルとなった[16]。

2002年初から2011年半ばまでのドル下落サイクルは基本的に局面②の「リスク選好的なドル安局面」であった。この時期は、2001年のWTO加盟もあって飛躍期を迎えた中国経済を牽引役に、新興国や資源国の経済も好調となり、所謂コモディティ・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。米株価指数も上昇していたが、新興国株価指数がそれ以上に上昇してアウトパフォームし、株価指数比率が下落すると共に、ドルの名目実効為替レートは下落サイクルとなった。この間、2008年のリーマン・ショック前後では、米株価指数よりも新興国株価指数の下落が大きかったことから、一時的にドルの名目実効為替レートが持ち直す局面もあった（一時的に局面③）。

2011年半ば以降のドル上昇サイクルは基本的に再び局面①の「リスクオンのドル高局面」であった。米経済が、思い切った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共に、GAFAに代表される巨大IT関連企業の業容拡大などにも牽引されて好調に推移。一方、中国経済の高成長から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、新興国経済を中心とした米国以外の経済は伸び悩んだ。堅調な米株価指数が新興国株価指数をアウトパフォームし、ドルの名目実効為替レートは再び上昇サイクル入りした。

---

15 厳密には、アジア通貨危機などが発生した1997年半ば～1998年半ばの局面⑤「米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面」、通貨危機によるリスク回避的な地合いが緩和した1998年半ば～2000年初頭の局面②「リスク選好のドル安局面」、米国でITバブルが崩壊した2000年初頭～2001年初頭の局面③「リスク回避のドル高局面」などを含んでいる。

16 尚、1990年代後半のドル高は、当時の米クリントン政権下のルービン財務長官によるドル高政策による影響もあると思われる。その意味ではこの時期は、米政権がドル政策により為替市場に大きく影響を与える傾向が強かったそれまでの時代から、あまりそうした影響を与えなくなった2000年代以降への過渡期ともみることができよう。

**第 17 図 ： 株価指数比率と局面判断**

（資料）Bloomberg

**第 18 図 ： 米・新興国株価指数と局面判断**

（資料）Bloomberg

**第 19 図 :1995 年以降のドルの大局的な上昇・下落サイクルの時代背景**

| 期間 | ドルサイクル | 概要 |
|---|---|---|
| 1995年→2001年末 | ドル上昇サイクル | IT革命で米経済好調。新興国では通貨危機が相次ぐ。ルービン米財務長官がドル高政策を実施。 |
| 2002年初→2011年半ば | ドル下落サイクル | 中国を中心に新興国が堅調な景気拡大。コモディティもスーパーサイクルへ。 |
| 2011年半ば→現在 | ドル上昇サイクル | 中国を中心とした新興国の景気が減速。コモディティ・バブルも終焉。米経済は金融危機からいち早く回復しIT産業を牽引役に好調。18年からは米保護主義から米国経済独り勝ちの様相も。 |

（資料） 国際通貨研究所

（２）短期的なドルサイクルの局面判断の検証～2017 年以降

ドルの局面判断は前節のように 10 年単位の長期のドルサイクルの局面判断・位置付けを検証することができると同時に、足元までの数か月単位でのドルの変動の局面判断に用いることも可能で、今後の動きを予想するのにも有用だ。

こうした観点からみると、2017 年はユーロ圏や中国経済が底堅さを取り戻し始めていたことから、局面②「リスク選好のドル安局面」であった（第 17、18 図）。2018 年は、米中通商摩擦の先鋭化で、中国を始め世界経済の減速感が強まり始める中、米国経済はトランプ政権による財政拡張政策もあり底堅く推移。言わば独り勝ちの状況にあり、局面⑤「米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面」となった（第 17、18 図）。

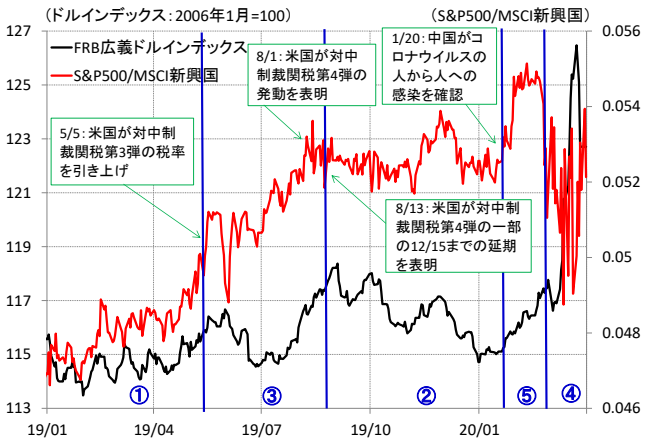
2019 年については、年初から 5 月初めにかけては米中通商摩擦緩和期待[17]に加え、

[17] 2018 年 12 月 1 日のアルゼンチン G20 での米中首脳会談において、米中は通商摩擦打開に向けて閣僚級協議を開始することで合意。これに伴い、米国は対中制裁関税第 3 弾（対象 2,000 億ドル）の税率引き上げ（10%→25%）を当初の 2019 年初から 90 日間延期し、その後期限を定めず延期するとしていたことから、交渉による事態打開に対する期待が高まっていた（その後 5 月に協議は決裂）。

FRB による利上げ打ち止め・利下げ期待浮上による米株価（景気）浮揚効果もあり、局面①「リスク選好のドル高局面」となり、ドルの名目実効為替レートは底堅く推移した（第 20、21 図）。5 月初旬以降は、トランプ大統領が 5 月 5 日に一転対中制裁関税第 3 弾（対象 2,000 億ドル）の税率引き上げ（10%→25%）を表明したことが特に新興国経済・株価において嫌気され、局面③「リスク回避のドル高局面」となった。8 月半ばにトランプ大統領が同月 1 日に発動を表明していた対中制裁関税第 4 弾の一部（対象：1,600 億ドル）を急遽先送りすることを表明し、9 月初旬には 10 月の米中閣僚級通商協議の開催が決定すると、再び米中通商摩擦の緩和が織り込まれ始め、新興国経済・株価がより恩恵を受けるとの見方から、局面②「リスク選好のドル安局面」に再び転じた。

その後 2020 年 1 月半ば以降は、新型コロナウイルスの感染拡大が、当初は米国には然程影響が無い一方、中国や新興国への悪影響が嫌気され、局面⑤「米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面」となった。2 月中旬以降は、中国における感染拡大が徐々に落ち着き始める一方、米国で感染拡大が懸念され始めたことから、株価指数比率は、局面④「リスク回避のドル安局面」に転じた。もっとも、感染拡大抑止のための経済活動抑制から、金融市場が急激な世界景気の減速と信用リスクの増大を織り込み始め、ドルのキャッシュへの需要が急増する異例の事態を受けて、この間ドルは逆に急騰した[18]。3 月上旬以降みられたドルの急騰は、こうした観点からも、通常株価指数に織り込まれるような経済に対する成長期待やリスクプレミアムを超越した要因による、異例のドル高であったことを改めて確認できる。この点、各国当局によるドル資金供給策の効果が顕在化して来れば、ドルの上昇が一服して来る可能性は十分にあろう。

**第 20 図 ： 株価指数比率と局面判断（2019 年～）**




（資料）Bloomberg

**第 21 図 ： 米・新興国株価指数と局面判断（2019 年～）**

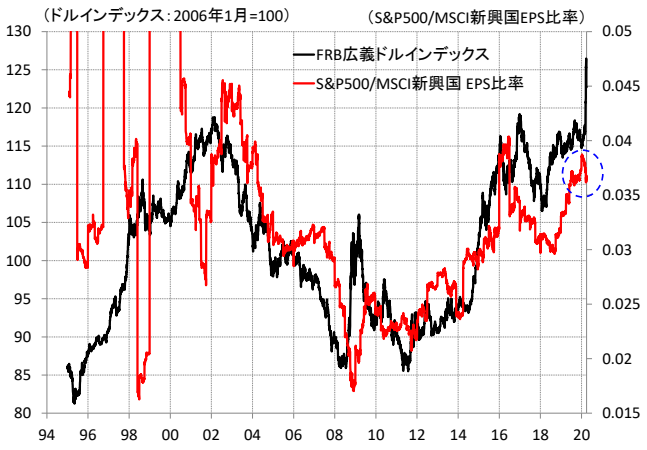
（資料）Bloomberg

18 既述の通り、局面④は必ずしもドル安にならず、ドルの動きは明確になり難い。

（３）株価指数比率の要因分解による今後の見通しの検証

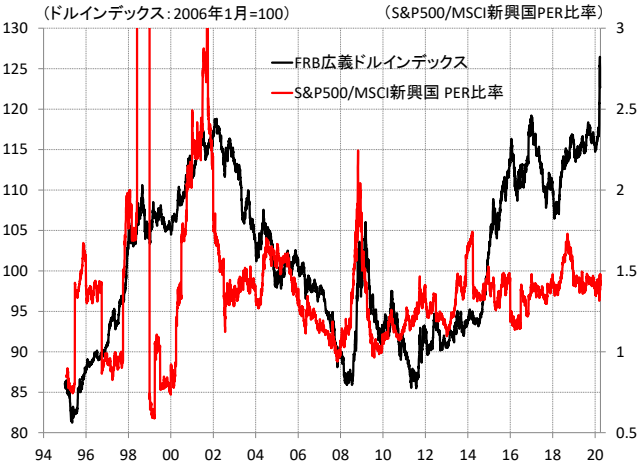
ドルの名目実効為替レートの動向を探る上での指針となる株価指数比率の行方について、さらに掘り下げることはできないだろうか？こうした観点から、株価が一株あたり利益（EPS）と株価収益率（PER）の積に分解できることを利用し、株価指数比率についても、EPS の比率と PER の比率の積に分解することを試みた[19]。ここで EPS 比率は、実際の経済状況の代理変数の比率（ファンダメンタルズ要因）である一方、PER 比率は株式市場がどのくらい業績の伸びを見込んでいるかという期待の比率（期待要因）を表している。第 22、23 図は、それぞれ米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数（自国通貨建て）の EPS 比率・PER 比率の推移と、ドルの名目実効為替レートを合わせてみたものである。

**第 22 図 ：ドルの名目実効為替レートと EPS 比率**




（資料）Bloomberg

**第 23 図 ：ドルの名目実効為替レートと PER 比率**




（資料）Bloomberg

これをみると、ドルの名目実効為替レートは、PER 比率（期待要因）の影響を強く受けて動く局面もあるものの、大局的には EPS 比率（ファンダメンタルズ要因）との連動性が高いようだ。2010 年代にドルが底堅く推移したのは、基本的に米企業業績や経済状況が新興国などに比べて相対的に堅調であったため（ファンダメンタルズ要因）と確認できよう。この点、2020 年以降、EPS 比率は低下に転じ始めているようにもみえる。そこで第 24、25 図は、この EPS 比率の分子と分母にあたる、米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数の EPS の推移をみたものである。2020 年からの EPS 比率の低下は、米国の EPS が横ばい推移を続ける一方、MSCI 新興国株価指数の EPS が、回復し始めていることが要因だ。この新興国株価指数の EPS の回復は、2019 年秋以降の米中通

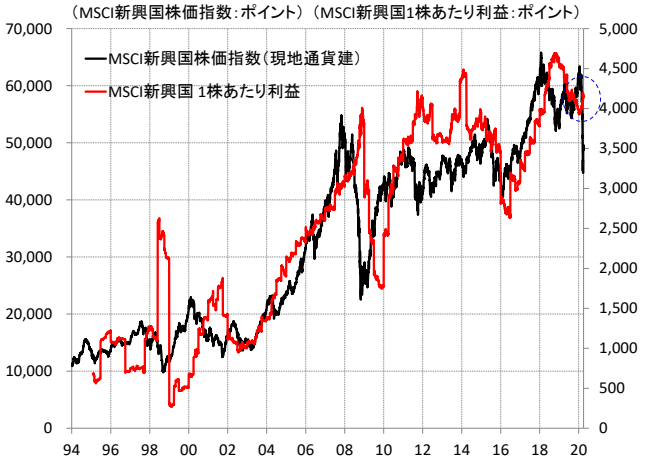
[19] 株価収益率（PER）＝株価（P）／一株あたり利益（EPS）より、P＝EPS×PER の関係を利用。

商摩擦の緩和傾向、また IT 産業を含む世界の製造業サイクルが循環的に回復に向かい始めていたことなどが反映されていた可能性がある[20]。もっとも、その後新型コロナウイルスの感染拡大により、世界経済に一転深刻な後退局面入りのリスクが浮上しているのは周知の通りだ。その場合、一般的に外需依存度が高い新興国経済がより打撃を受け易いと想定される。現時点ではこのまま新興国株価指数の EPS が回復に向かい、ドルの名目実効為替レートもこれに平仄を合わせて下落サイクルに向かうとの見通しは立て難いだろう。

**第 24 図 ： 米 S&P500 株価指数と 1 株あたり利益（EPS）**

（資料）Bloomberg

**第 25 図 ：MSCI 新興国株価指数と 1 株あたり利益（EPS）**




（資料）Bloomberg

（４）米国と新興国の成長率格差からみるドルの大局的な見通し

このように、米国と新興国の EPS 比率（ファンダメンタルズ要因）がドルの名目実効為替レートの大局的な推移と相応の相関があることから、第 26 図は 1994 年以降の米国の実質 GDP 成長率から新興国の実質 GDP 成長率を差し引いた格差と、ドルの名目実効為替レートの推移をみたものである。通常米国経済の成長率は新興国の成長率より低く、格差はマイナスだが、その差が縮小して米国有利な方向へ推移する期間はドルの名目実効為替レートは上昇、逆にその差が拡大して米国に不利な方向へ推移する期間はドルの名目実効為替レートが下落するという相関がみられる。また成長率格差の転換点は、ドルの名目実効為替レートの転換点より先行する傾向もある。こうした推移は、本稿でみた株価指数比率とドルの名目実効為替レートの関係とも整合的な動きだ。

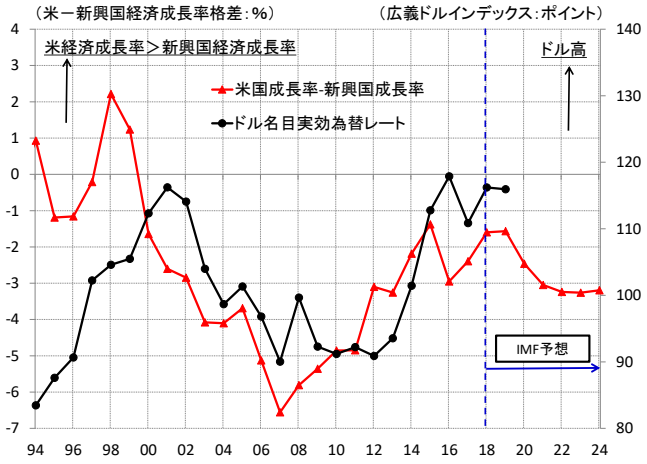
図表 26、27 で 2019 年以降は、IMF の世界経済見通し[21]による予測値だが、2020 年代

20 世界の製造業サイクルは、循環要因や 2018 年央から顕在化した米中通商摩擦などの影響から、2018 年半ば以降減速局面にあった。

21 2019 年 10 月時点の IMF の World Economic Outlook Database による。

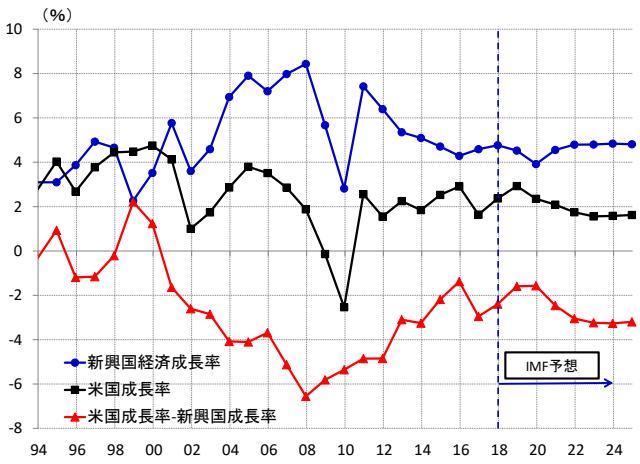
前半にかけて、新興国経済の成長率が持ち直す一方、米国の成長率はピークアウトすることから、両者の成長率格差は、緩やかに米国不利な方向に推移するとされている。以上でみた相関関係からすれば、これはドルの名目実効為替レートが、今後 2020 年代前半にかけて大局的にはピークアウトする可能性を示唆している。もっとも、3 月 23 日に IMF のゲオルギエワ専務理事は、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受けて、2020 年の世界経済はマイナス成長が避けられないとの見通しを示した。特に新興国経済への悪影響が懸念されるとも述べていた。コロナウイルスの世界的な感染拡大により相応の景気減速が見込まれる 2020 年（特に年前半）については、局面③「リスク回避的なドル高局面」のような状況が続き易いだろう。米金利低下による一定のドル安圧力もあるものの、ドルへの消極的な資金回帰が起き易く、「ドルのプレミアム」の影響が上回り、当面はドルの名目実効為替レートベースでの底堅い推移が続きそうだ。

**第 26 図 ：ドルの名目実効為替レートと米・新興国成長率格差**




（資料）Bloomberg、IMF
（注）ここでの新興国とは、IMF/World Economic Outlook における新興国・途上国

**第 27 図 ： 米・新興国成長率実績と予想**




（資料）IMF

## ５．おわりに

本稿では、為替レートの分析枠組みを、①水準論、②趨勢論、③循環論に整理した上で、一般的な為替レート予測の議論につながる③循環論の切り口として、ドルサイクルについて分析を行った。③循環論による為替レートの変動要因としては、2 国間の金利差も重要だが、それ以外の様々な相場材料を織り込んで変動する「各通貨のプレミアム」がより重要となる。「ドルのプレミアム」については、米株価指数と新興国株価指数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。この株価指数比率による分析から、ドルは円と共にリスク回避的な局面で受け皿となる通貨であるだけでなく、米経

済主導の世界景気拡大の際は、一転前向きなリスクマネーが向かう先にもなる非常にダイナミズムのある通貨であることがわかる。

本稿の議論から、ドルの 5 年～10 年単位の上昇・下落サイクルは、各時代の世界経済における米国と米国以外の経済の堅調さの相対的なバランスに依存していることがわかる。この点 2010 年代は、中国の高度経済成長の終了や、欧州債務危機後も続くユーロ圏の混迷を横目に、米国経済が IT 産業のさらなる勃興などを背景として、相対的に堅調に推移した時代であり、ドル高の時代であった。また、2010 年代終盤には、米国の保護主義的な動きが鮮明となったが、これも米国以外の地域により大きな打撃となり、消去法的なドル高につながった。

2020 年代にドル相場や為替市場全体がどのように推移するかは、米大統領選の結果を受けた米国の通商政策・対外政策が、引き続き保護主義的、米国一国主義的で、反グローバリゼーション色の強いものとなるかが重要なポイントとなろう。またそうしたことも含めて、世界経済における米経済の相対的な強さがどのようになるかが最終的に重要となって来よう。

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、すべて御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

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