

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

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～

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>

- 2023年5月23日付国際経済金融論考「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～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～(その7)」では、米国を中心とした景気サイクルを、「景気減速期」、「景気回復初期」、「景気拡大期」に区分すると、少なくともドル相場（ドルの名目実効為替レート）とドル円相場の変動については、これらとの間に一定のパターンがあることを指摘した。
- 本稿では、その内容をダイジェスト版としてまとめた。

<本文>

1. はじめに

一般にドル円相場を含む為替レートは、2国間の金利差に沿って推移するとされており、その予測も基本的に金利差の動向に基づいて行われることが多い。さらに、為替レートの数週間～数ヵ月程度の変動は、内外金利差動向に加え、その時点で為替市場において注目されているテーマ、旬の相場材料の動向にも沿ったものであるため、こうした相場材料とそれに対する為替レートの反応も予測の上で重要な判断要素となる。

しかし、実際には為替レートと金利差や短期的な相場材料との関係は常に安定している訳ではない。為替レートが金利差に沿って推移しない局面もあり、短期的な相場材料・

テーマに対する為替レートの変動も、その持続性や次に注目される相場材料が何かを予想するのは、必ずしも容易ではない。

一方、そうした短期的な相場変動の積み上がりとして、もう少し長い期間の為替レートの変動パターンについては、経済変動の根幹である景気サイクルとの関係が整理できれば、為替レート予測にとっては有用であると考えられる。景気サイクルにおける為替レートの変動パターンがあらかじめわかっているならば、景気サイクルさえある程度予測できれば、それを基に、足元の相場の方向はどうか、長い目で見た為替レートの方向性を予測することができる。

この点、2023年5月23日付国際経済金融論考「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～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～(その7)」¹では、少なくともドル相場（ドルの名目実効為替レート）とドル円相場については、米国を中心とした景気サイクルとの間に一定のパターンがあることを指摘した。本稿は、その内容をダイジェスト版としてまとめたものである。

2. ドルサイクルと株価指数比率の連動性

ドルの名目実効為替レート（以下ドル）の推移も、米金利や米金利と海外金利との差と一定の連動性があり、特に数ヵ月単位では高い連動性を示すことも少なくないが、常に連動性が高い訳でもない（第1図）。一方、ドルは米国株価指数（米 S&P500 株価指数）を新興国株価指数（MSCI 新興国株価指数）で割った株価指数比率に対して、大局的にはより連動性が高いことをこれまで指摘して来た（第2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（第3図左）。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（第3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。米国株価指数を新興国株

¹ [2023年5月23日付国際経済金融論考「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～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～\(その7\)」](#)

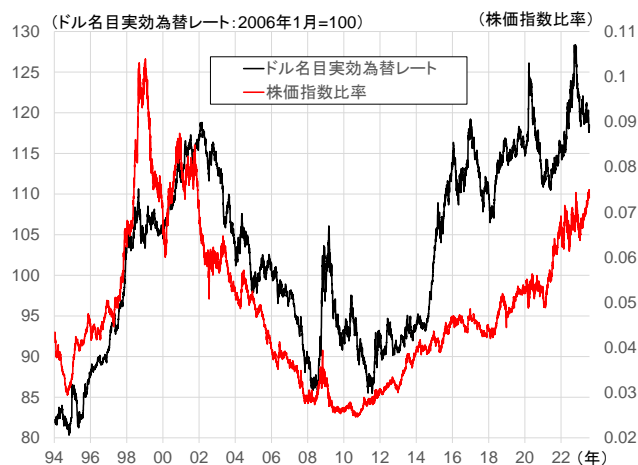
株価指数で割った株価指数比率には、こうした世界的なクロスボーダー資本フローの流れの変化と、それに影響されたドルの動きが端的に現れ易いと考えられる。

第1図：ドルの名目実効為替レートと金利差



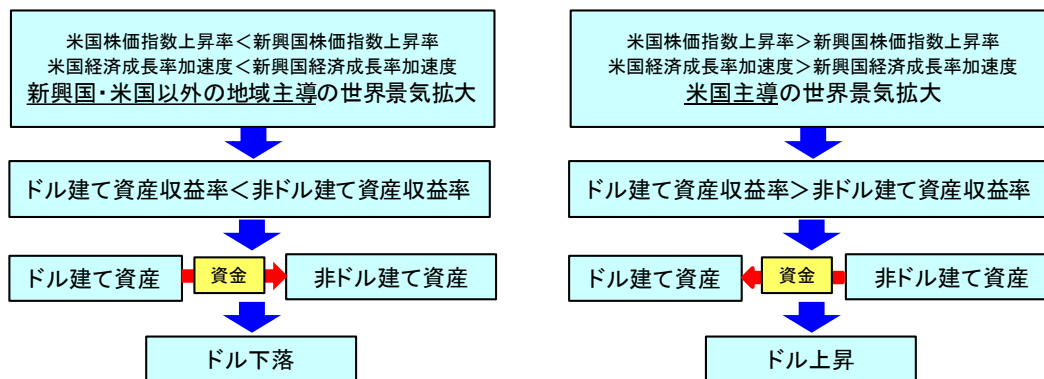
(注1)ドルの名目実効為替レートはFRBによるブロードベース。
 (注2)加重平均10年金利は、G10通貨諸国の加重平均10年金利。
 (資料) Bloomberg

第2図：ドルの名目実効為替レートと株価指数比率



(注1)ドルの名目実効為替レートはFRBによるブロードベース。
 (注2)株価指数比率=S&P500株価指数/MSCI新興国株価指数(現地通貨建)
 (資料) Bloomberg

第3図：米国株価指数・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) 筆者作成

3. ドルサイクルの局面分類とドル円相場の動き

この株価指数比率の推移や、その分子・分母である両株価指数の推移の組み合わせから、ドルサイクルの局面を主に4つに分類できる(第4図)²。まず両株価指数が共に上昇するが、米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

² 前掲の2023年5月23日付国際経済金融論考などこれまでの筆者のドルサイクルに関する分析では、局面を6つに分けて来たが、ここでは4つに簡略化している。

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。最近では米国が対中通商制裁関税を発動して新興国経済などへの悪影響が懸念されつつも、米経済は比較的底堅く推移している状況などで発生した。

第4図：ドルサイクルの局面分類とドル円相場の典型的な動き

ドルサイクル	株価指数の動き	ドル円相場の典型的な動き	
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	ドル高 + 円安	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	ドル安 > 円安	下落
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	ドル高 < 円高	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	ドル高 + 円安	上昇
		ドル高 < 円高	下落

(資料) 筆者作成

ドル円相場については、まず円相場は米金利と大局的に逆相関にあることから、リスク選好の下では下落する³。このためリスク選好のドル高では、円は下落するため、ドル高 + 円安でドル円相場は上昇する。リスク選好のドル安では、リスク選好の下で円も下落するが、通常ドルの下落が上回り易いため、ドル円相場は下落する⁴。リスク回避のドル高では、通常その直前までの景気拡大局面で積み上がっていた円の売り持ちポジションの巻き戻しもあって、リスク回避で円がドルよりも上昇するため、ドル円相場は下落する⁵。米経済独り勝ちのドル高では、市場のリスク選好地合いが強い場合は円相場が下落するため、ドル円相場は上昇する。一方、米経済独り勝ちのドル高において、市場がむしろリスク回避的な場合も過去みられており、その場合は円がドルよりも上昇してドル円相場は下落することになる。

³ 前掲の国際経済金融論考などでも指摘しているように、円相場は2000年代半ばより前とそれ以降では、変動パターンが変化しており、ここでは2000年代半ば以降のパターンについて議論している。

⁴ 前掲の国際経済金融論考などでも指摘しているように、厳密にはリスク選好のドル安局面で、内外金利差の一定以上の拡大などから円安圧力が勝り（ドル安 < 円安）、ドル円相場が上昇するケースも、2000年代半ば以降で一度あったが、例外的としてここでは捨象している。

⁵ 前掲の国際経済金融論考などでも指摘しているように、厳密にはリスク回避のドル高でドル円相場が上昇するケースも存在するが、例外的であるためここでは捨象している。

4. 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

次に、こうしたドルやドル円相場の変動パターンを、米金利や米株価の変動パターンと共に、米国を中心とした景気サイクルの動きに当てはめる（第5、6図）。ここでは景気サイクルを、深刻な景気後退期と深度の浅い景気減速期の双方を含む「景気減速期」、それらに続く「景気回復初期」、そして「景気拡大期」に区分する。

第5図：景気サイクルと米株価・米金利の変動パターン

	景気減速期 (逆業績相場)	景気回復初期 (金融相場)	景気拡大期 (業績相場)
米株価	↓	↑	↑
米金利	↓	↑	↑

(資料) 筆者作成

第6図：景気サイクルとドル・ドル円相場の変動パターン

	景気減速期	景気回復初期	景気拡大期
ドル	↑ (リスク回避のドル高)	↓ (リスク選好のドル安)	↑ リスク選好のドル高 米経済独り勝ちのドル高 ↓ リスク選好のドル安
ドル円	↓ (リスク回避のドル高 < 円高)	↓ (リスク選好のドル安 > 円安)	↑ リスク選好のドル高 + 円安 米経済独り勝ちのドル高 + 円安 ↓ リスク選好のドル安 > 円安 米経済独り勝ちのドル高 < 円高

(資料) 筆者作成

まず「景気減速期」では、米国株価指数は企業業績悪化に伴う（逆業績相場的な）下落局面にあり、FRBは利下げ局面で米金利は低下基調にある。この時ドルサイクルはリスク回避のドル高局面となる。米金利と逆相関の円は、直前の景気拡大期に積み上がっていた円ショートポジションの巻き戻しもあり、ドル以上に上昇し、ドル円相場は下落する。次に「景気回復初期」は、FRBによる利下げの最終局面から緩和が維持される時期で、米金利は底打ちから反転上昇の初期段階にある。米国株価指数は米金利低下によ

る金融相場的な上昇局面に転じると共にグローバルにリスク資産へ資金が戻り易くなり、ドルサイクルはリスク選好のドル安局面となる。米金利と逆相関の円も下落に転じるが、通常ドルよりは下落せず、ドル円相場は「景気減速期」からの下落が継続する。このように、「景気減速期」、「景気回復初期」では、ドルやドル円相場の推移には比較的決まったパターンがある。

「景気拡大期」では FRB は利上げ局面にあり、米国株価指数は企業業績改善に伴う（業績相場的な）上昇局面となるが、景気拡大の内容によって、ドルサイクルには「リスク選好のドル高」、「リスク選好のドル安」、「米経済独り勝ちのドル高」の3つのパターンがあり得る。まず米景気拡大が世界経済を主導する場合、ドルサイクルは「リスク選好のドル高」となる。この時、リスク選好や米金利の上昇に逆相関する形で円は下落するため、ドル円相場は上昇する。逆に中国経済など米国以外の経済が景気拡大を主導する場合、ドルサイクルは「リスク選好のドル安」となる。この時も円は下落するが通常ドルの方が下落するため、ドル円相場は下落する。最後に、米国経済が独り勝ち的に好調な場合、ドルサイクルは、「米経済独り勝ちのドル高」となる。この時、米金利の上昇を伴うような、市場が比較的リスク選好的な状況では円が下落するため、ドル円相場は上昇する。一方、市場が比較的リスク回避的であったり、米金利が FRB の調整利下げなどを背景に限界的に低下基調にある状況では円がドル以上に上昇し、ドル円相場が下落する場合がある。

5. まとめ

以上のように、景気サイクルに沿って、ドル及びドル円相場には一定の変動パターンがある。通常、為替レートの予測は金利差動向で分析される場合が多く、金利は景気動向に沿って推移することからも、それによりある程度為替レートの方向性を掴むことはできる。しかし、本稿でみたように、例えば「景気減速期」には米金利の低下にも拘らずドルが上昇したり、景気拡大期でリスク選好のドル安局面にある場合、米金利が上昇し、米日金利差が拡大しているにも拘わらず、ドルやドル円相場が下落するような動きは見誤ってしまう可能性がある。為替レート予測に際しては、金利・金融政策動向などに加え、株価指数比率の動向を念頭に大局的な景気サイクルの方向とその中身（米国が牽引するものか否か）についても、視野に入れて行くことが望ましいと言えよう。

以上

Copyright 2023 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

〒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

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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

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、宜しくご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。