

# 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

2026年4月27日

## トランプ政権始動後1年・イラン戦争を受けたドル相場の動向

～ドルサイクル論でみる有事のドル買い後の行方～

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](mailto:masashi.hashimoto@iima.or.jp)

### 目次

<要旨> .....	2
<本文> .....	3
1. イラン戦争を受けた原油価格急騰で「有事のドル買い」に .....	3
2. ドルサイクルについて .....	4
3. 最近のドルサイクルとドル相場の動向 .....	5
(1) ウクライナ紛争に伴う混乱収束後から第二次トランプ政権始動まで .....	5
(2) 第二次トランプ政権始動から相互関税発動まで .....	6
(3) 相互関税発動延期による TACO トレード始動からイラン戦争勃発まで .....	7
(4) イラン戦争勃発以降 .....	9
4. 今後の見通し .....	10
(1) イラク戦争の影響と今後のドル相場 .....	10
(2) 長期の視点からみたドルサイクルの現状と今後 .....	12

## ＜要旨＞

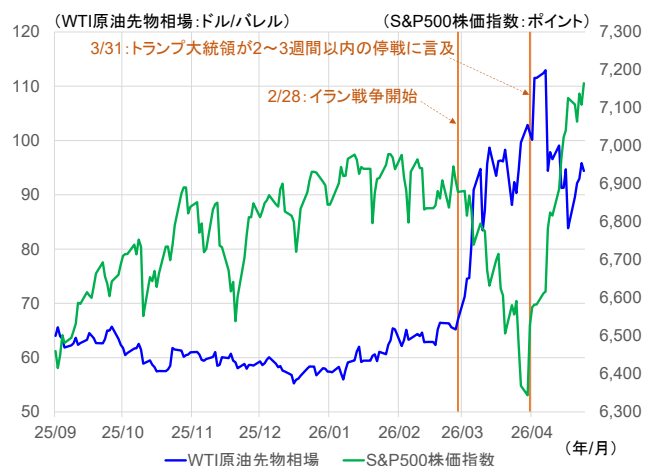
- 本稿では、第二次トランプ政権始動後1年が経過した最近のドル相場の動向について、イラン戦争の影響や、下落サイクルへの転換の可能性なども含めてドルサイクル論に基づいて検証し、今後の見通しについても考察した。「ドルサイクル」では、ドル相場（ドルの名目実効為替レート）が、1990年代半ば以降、米国株価指数（S&P500 株価指数）を MSCI 新興国株価指数（現地通貨建て）で割った株価指数比率と大局的に高い連動性があることに着目して、ドル相場の動向を分析する。
- ドル相場は、2025年1月の第二次トランプ政権始動以降、同政権による強硬な政策が米国経済に最も打撃になるとの見方から、まずドル建て資産から非ドル建て資産へのマネーの流入（逃避）を示唆する「リスク回避のドル安」へ転換した。
- その後、同年4月に金融市場の混乱を受けて相互関税実施が延期されると、金融市場では TACO トレードと揶揄されるようなリスク選好的な地合いが強まった。欧州での財政政策転換や、新興 AI 企業 Deep Seek の登場など中国の技術的キャッチアップも注目され、ドルサイクルは非ドル建て資産への前向きな資金流入を示唆する「リスク選好のドル安」へ転換。こうした流れはイラン戦争直前まで続いて来た。
- 2月28日に開始されたイラン戦争では、世界的な原油供給への打撃が警戒され原油価格が大幅に上昇。当初は世界的に株価下落、長期金利の悪い上昇、為替市場では「有事のドル買い」がみられた。しかし、3月31日にトランプ大統領が、2～3週間以内にイランから撤退すると述べた頃から、市場は次第に戦争終結の可能性を織り込み始めており、ドルも再び下落に転じている。
- ドルサイクルでも、有事のドル買い局面では、「リスク回避のドル高」へ転換したかにみえたが、株価が回復に転じて以降は、ドル建て資産への前向きな資金流入を意味する「リスク選好のドル高」、あるいは「リスク選好のドル安」のいずれかに転換しつつある。戦争が終結方向へ向かい、市場の楽観的な見方も続く限り、ドルサイクルは足元の「有事のドル買い」の巻き戻しや、2025年4月以来続いて来た流れからも、当面「リスク選好のドル安」となってドルが再び下落を開始し易いだろう。
- もっとも、ホルムズ海峡の正常化や、原油価格の戻りには相応の時間がかかるとみられ、4月14日に国際通貨基金（IMF）が発表した2026年の世界経済見通しでは、その悪影響を受け易い新興国地域の景気が相対的に減速するとされている。景気動向や市場の楽観的な見方に影響が及んで来れば、ドルサイクルはそれまでの「リスク選好のドル安」から、「リスク選好のドル高」や「米国経済独り勝ちのドル高」、あるいは「リスク回避のドル高」などのドル高方向へ転換する可能性が高まろう。
- より長期的には、2025年以降の株価指数比率は比較的大きく低下しており、2010年代以降の米国経済の圧倒的な独り勝ちでのドル高サイクルは一服しつつあるが、2000年代のようなドル長期下落サイクルが開始されるかはまだ慎重にみる必要。

## <本文>

### 1. イラン戦争を受けた原油価格急騰で「有事のドル買い」に

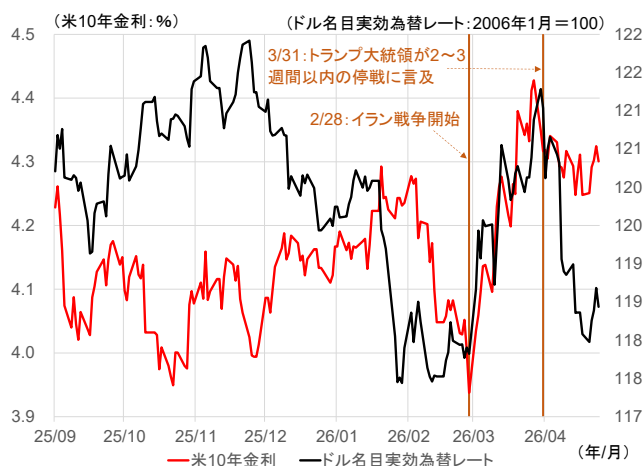
2月28日に米国・イスラエルによるイランに対する攻撃で開始されたイラン戦争では、サウジアラビアなど周辺産油国の原油インフラがイランによる報復攻撃を受けると共に、世界への原油供給の要衝であるホルムズ海峡が事実上封鎖された。世界的な原油供給への打撃が警戒され、WTI原油先物価格は3月9日に一時1バレル=119.48ドル（取引時間中高値）と2022年6月以来の水準をつけるなど、大幅に上昇。原油価格の上昇が世界の景気やインフレに与え得るスタグフレーション的な影響が嫌気され、当初は世界的に株価が下落基調に転じると共に、長期金利にはインフレ懸念を反映した上昇がみられていた。為替市場ではドルが円を含めた多くの通貨に対して上昇する「有事のドル買い」とされる動きがみられた（第1, 2図）。

第1図: WTI原油先物相場と米S&P500株価指数



(資料) Bloomberg より筆者作成

第2図: 米10年金利とドル名目実効為替レート



(資料) Bloomberg より筆者作成

しかし、3月31日にトランプ大統領が、2~3週間以内にイランから撤退すると述べた頃から、市場は次第に戦争終結の可能性を織り込み始めた。これ以降、株価は持ち直しに向かっており、長期金利の悪い上昇も一服すると共に、「有事のドル買い」で上昇していたドルも再び下落に転じている。戦争終結を目指して4月11日に行われた米・イランの第一回停戦協議は物別れに終わり、その後もホルムズ海峡の閉鎖が続いたまま事態は膠着しており、引き続き先行き不透明感は強いが、これまでのところ市場は4月に入って高まった戦争終結への期待・リスク選好の回復地合いを維持している。

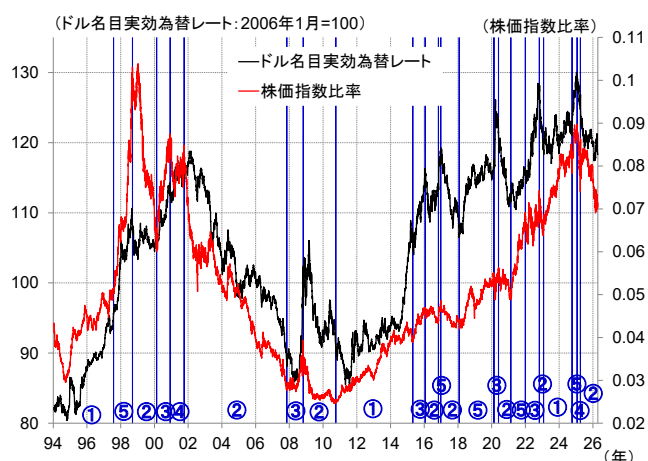
本稿では筆者が予めからドル相場（ドルの名目実効為替レート）の動向を分析する際

に使用して来た「ドルサイクル」の観点から、こうした状況も含めた最近のドル相場の動向や今後の行方について検証する。

## 2. ドルサイクルについて

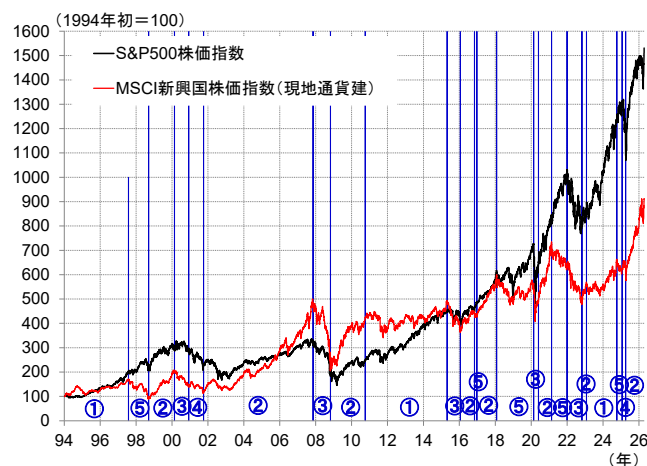
「ドルサイクル」では、ドル相場（ドルの名目実効為替レート）が、1990年代半ば以降、米国株価指数（S&P500 株価指数）を MSCI 新興国株価指数（現地通貨建て）で割った株価指数比率（米 S&P500 株価指数/MSCI 新興国株価指数）と大局的に高い連動性があることに着目して、ドル相場の動向を分析する（第3、4図）。両株価指数の比率でドル相場の大局的な動きを説明できるのは、この比率がグローバルにリスクマネーが、ドル建て資産に流入しているか、非ドル建て資産に流入しているかを、良く反映しているためと考えられる。

第3図: ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注) 図中の①～⑤の番号は、第5図のドルサイクルの局面を表す。  
(資料) Bloomberg より筆者作成

第4図: 米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数



(注) 図中の①～⑤の番号は、第5図のドルサイクルの局面を表す。  
(資料) Bloomberg より筆者作成

またドルサイクルは、株価指数比率の分子・分母にあたる両株価指数の動きの組み合わせに応じて、いくつかの局面に分類することができる（第5図）<sup>1</sup>。まず米国株価指数の上昇が新興国株価指数の上昇を上回りドル建て資産への前向きな資金の流入が示唆されるのが「リスク選好のドル高（局面①）」、逆に新興国株価指数の上昇が米国株価指数の上昇を上回り非ドル建資産への前向きな資金の流入が示唆されるのが「リスク選好のドル安（局面②）」となる。また、米国株価指数の下落以上に新興国株価指数が下落

<sup>1</sup> ドルサイクルやそのドル円相場との関係の詳細については、[2022年9月5日付国際経済金融論考「ドルサイクルとドル円相場の循環的な変動メカニズム～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6）」](#)などを参照。

してドル建て資産への逃避資金の流入が示唆されるのが「リスク回避のドル高（局面③）」、逆に新興国株価指数の下落以上に米国株価指数が下落して非ドル建て資産への逃避資金の流入が示唆されるのが「リスク回避のドル安（局面④）」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は下落してドル建て資産への前向きかつ逃避的な資金の流入が示唆されるのが「米経済独り勝ちのドル高（局面⑤）」となる。以上のようにドル相場の変動の局面（①～⑤）を捉えることにより、ドル相場の現状と今後の動きを考察することができる。また、円相場も安全通貨であると共に、米長期金利と大局的に逆相関で推移することに基づき、各局面におけるドル円相場の典型的な推移も示すことができる。

**第5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	
局面①	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	ドル高円安
局面②	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	ドル安円高
		米国株価指数上昇 < 新興国株価指数上昇	ドル安 < 円安	ドル高円安
局面③	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	ドル安円高
局面④	リスク回避のドル安	米国株価指数下落 > 新興国株価指数下落	ドル安 + 円高	ドル安円高
局面⑤	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	ドル高円安
			ドル高 < 円高	ドル安円高
局面⑥	—	米国株価指数下落・新興国株価指数上昇	—	—

(注) 米株価指数が下落する場合、通常新興国株価指数も通常下落する機会が多いため、局面⑥はほとんど出現しない。

(資料) 筆者作成

### 3. 最近のドルサイクルとドル相場の動向

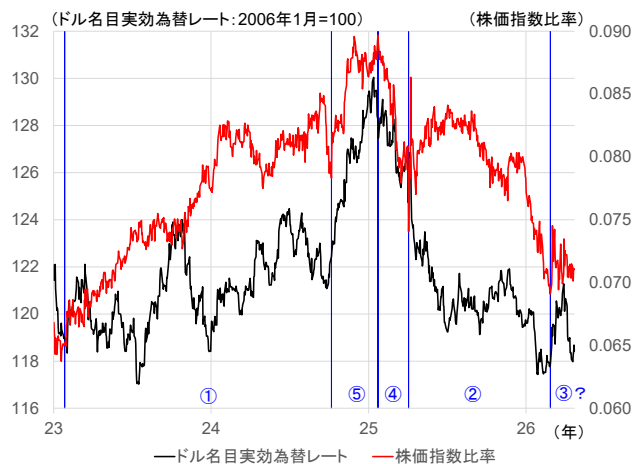
#### (1) ウクライナ紛争に伴う混乱収束後から第二次トランプ政権始動まで

最近のドルサイクルの動向を振り返ると、コロナ禍とロシアによるウクライナ侵攻を受けた世界的なインフレ率の高騰、それを受けたFRBなどによる急速な利上げと株価の下落などの混乱は、2022年末には一服しつつあった。世界的な金融引き締めが悪影響は懸念されていたほど顕在化せず、グローバルな景気拡大が維持されていた中で、2023年初から株価は持ち直しに向かった。その中でも特に堅調な米国経済を受けて、ドルサイクルは、ドル建て資産にグローバルにリスク選好的なマネーが流入してドルが前向きな意味で上昇する「リスク選好のドル高局面（局面①）」となり、ドル相場も実際に上昇していた（第6、7図）。

その後2024年11月の米大統領選を前に、同年10月頃から世論調査などを基にトランプ氏当選の可能性が意識され始めた。同氏が掲げていた米国第一主義的な政策が、新興国経済など米国以外の国々の経済にマイナスとなることが織り込まれ、ドルサイクル

は「米国経済独り勝ちのドル高（局面⑤）」のような状況となり<sup>2</sup>、実際に市場でもいわゆるトランプ・ラリーがみられ、為替市場ではドル高が続いた。

第 6 図: ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注) 図中の①～⑤の番号は、第 5 図のドルサイクルの局面を表す。  
(資料) Bloomberg より筆者作成

第 7 図: 米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数



(注) 図中の①～⑤の番号は、第 5 図のドルサイクルの局面を表す。  
(資料) Bloomberg より筆者作成

## (2) 第二次トランプ政権始動から相互関税発動まで

しかし、2025 年 1 月に第二次トランプ政権が始動すると、トランプ政権の政策が事前の想定以上に強硬な内容となった一方、欧州ではドイツを中心に軍事費を含む財政支出を拡大する方向へ政策転換が図られた他、中国でも予想される外需環境の悪化に備えてより踏み込んだ景気支援策が実施されつつあった。また、中国では 1 月 28 日に新興人工知能 (AI) 企業の Deep Seek が低コストながら高性能の生成 AI モデルを発表し、中国経済にとっての先行き好材料として意識された。

この結果、トランプ政権による政策が、貿易の停滞などから世界経済全体への下押し圧力となるものの、米国以外の国々よりもむしろ米国経済自体への悪影響が大きくなるとの見方が次第に織り込まれた。2025 年 1 月半ばを起点にみると、両株価指数とも下落に転じたものの、新興国株価指数よりも米国株価指数の方が下落し、ドル建て資産から非ドル建て資産へのマネーの流入を示唆する「リスク回避のドル安（局面④）」のような状況がみられ、実際にドル相場も下落に転じた（前掲第 6、7 図）<sup>3</sup>。トランプ政権

<sup>2</sup> すなわち米国株価指数は上昇が継続したが新興国株価指数は下落に転じ、株価指数比率は上昇が継続。

<sup>3</sup> 通常米経済が減速局面にある時は、外需依存度が高い新興国経済を始めとした米国以外の経済がより深刻な減速局面となるため、両株価指数が下落する中で、特に新興国株価指数がより大きく下落して株価指数比率が上昇し、「リスク回避のドル高（局面③）」が発生し易い。この「リスク回避のドル安（局面④）」は、1994 年以降では 2000 年代初頭に一度しか発生しておらず、しかもその当時ドルは上昇していたことから、極めて異例の動きであった。

により相互関税が発表された 2025 年 4 月 2 日頃からは、こうした動きがさらに強まり、ドル安のみならず、米債券、米国株価指数が共に下落する（米金利は上昇）米国トリプル安のような動きとなっていた。

### (3) 相互関税発動延期による TACO トレード始動からイラン戦争勃発まで

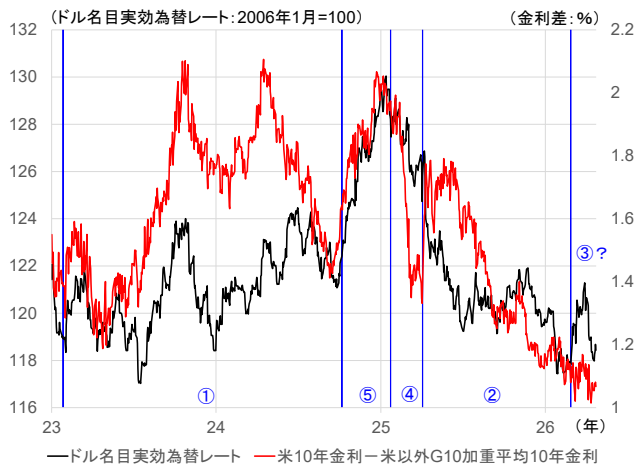
その後、金融市場の混乱を受けて、早くも 4 月 9 日にトランプ政権が相互関税実施の 90 日間延期とそれまでに相手国と交渉を行うことを表明したことなどから、株価は早々に持ち直しに転じるなど、金融市場の混乱は終息に向かった。のみならず、相互関税による世界経済への悪影響が当初懸念されていたより限定的であることが次第に判明すると、人口知能 (AI) ブームも背景に市場ではいわゆる TACO<sup>4</sup> トレードとも揶揄されるようなリスク選好的な地合いが強まり、グローバルに株価の堅調な上昇局面が再開された。特に欧州での財政政策転換や中国の景気対策の影響に加え、AI ブームが台湾積体回路製造 (TSMC) やサムスン電子、テンセントなど中国や韓国、台湾の IT 関連業種のウェイトが高い MSCI 新興国株価指数の好調にも寄与。米国株価指数を次第にアウトパフォーマンス (株価指数比率は低下継続) し始め、ドルサイクルは「リスク選好のドル安 (局面②)」となり、実際にドルの下落局面が続いた (前掲第 6、7 図)。こうしたリスク選好的な局面では、安全通貨である円も弱含み易く、4 月下旬以降、対ユーロ相場などクロス円相場での円の下落も顕著となって行った。

この間、関税の米インフレ率への悪影響 (押し上げ効果) は限定的であり、一方で米労働市場が緩やかに減速しつつあったことから、FRB が 2025 年 9 月から 12 月の FOMC で 3 回 (計 0.75%) にわたり追加利下げを実施したことも、市場のリスクセンチメントへの支援材料となった。米国株価指数のみならずグローバルな株価指数を押し上げ、「リスク選好のドル安 (局面②)」の背景の 1 つになったと考えられる。またこの間、FRB の利下げを受けて米 10 年金利も緩やかにレンジを切り下げている一方、欧州では ECB による利下げ打ち止め<sup>5</sup>や財政拡大などを背景に独 10 年金利を中心に上昇基調にあった。米 10 年金利から米国以外の主要国 (米以外 G10) の 10 年加重平均金利を引いた金利差が縮小傾向 (ドル不利な方向) にあったこともドル下落材料となっていた (第 8、9 図)。

<sup>4</sup> Trump Always Chickens Out (トランプはいつも腰が引けて逃げる) の略。トランプ大統領は、当初は想定外の厳しい政策を発表するが、金融市場が混乱し始めるとそれへの配慮から、そうした厳しい政策を事実上緩和したり取り下げたりする結果、金融市場はそれを受けてかえってリスク選好地合いを高めるとの認識が、最近の金融市場では一般的になりつつある。

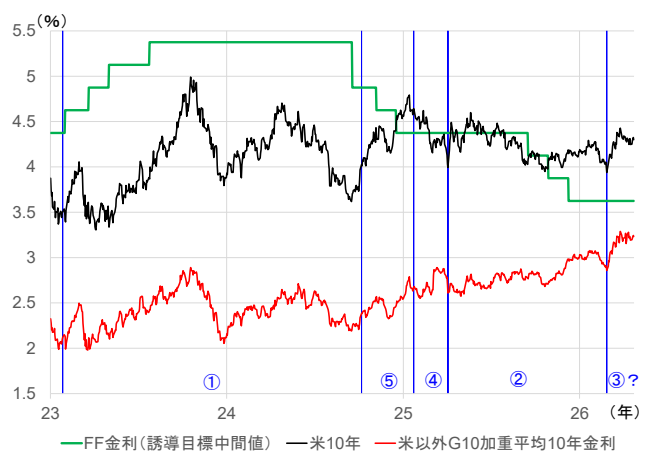
<sup>5</sup> ECB は 2024 年 6 月から利下げ局面にあったが、2025 年 6 月の利下げを最後に金利据え置きに転じた。

第 8 図: ドル名目実効為替レートと金利差



(注1) 主要先進国加重平均 10 年金利は米国以外の G10 通貨国の金利による  
 (注2) 図中の①～⑤の番号は、第 5 図のドルサイクルの局面を表す。  
 (資料) Bloomberg より筆者作成

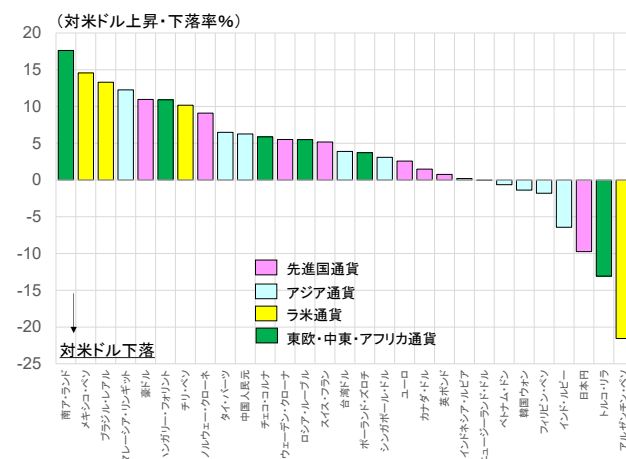
第 9 図: FF 金利・米 10 年金利・主要国加重平均 10 年金利



(注1) 主要先進国加重平均 10 年金利は米国以外の G10 通貨国の金利による  
 (注2) 図中の①～⑤の番号は、第 5 図のドルサイクルの局面を表す。  
 (資料) Bloomberg より筆者作成

2026 年以降も、当初は「リスク選好のドル安 (局面②)」と共にドルの下落が続いていた<sup>6</sup>。第二次トランプ政権始動以降、市場では米国第一主義を嫌気したドル離れがドル下落の一因との見方があるが、こうした米国と米国以外の地域の経済・金融環境の相対感というファンダメンタルズ要因が底流にはあると考えられる。TACO トレードが始まった 2025 年 4 月 21 日からイラン戦争開始前日の 2026 年 2 月 27 日までの主要な先進国・新興国通貨の対ドル上昇・下落率をみると、財政問題に焦点が当たった円が相対的に軟調であった一方、南アランドやブラジルレアルといった高金利通貨が総じて堅調な傾向にあった (第 10 図)。

第 10 図: 各通貨対米ドル上昇・下落率 (25/4/21→26/2/27)



(資料) Bloomberg より筆者作成

<sup>6</sup> 1 月 17 日にはトランプ大統領がデンマーク領グリーンランドの購入を巡って、これに反対した欧州諸国への制裁関税発動に言及したことが、ドル離れの観点から追加的なドル売り材料となる場面もあった。

#### (4) イラン戦争勃発以降

その後、既述の通り 2 月 28 日に米国・イスラエルがイランへの攻撃を開始すると、原油の供給不安から原油価格が急騰し、グローバルに株価が下落するなど市場のリスク回避地合いが強まる方向へ推移した。米国株価指数よりも新興国株価指数がより下落したことから株価指数比率が上昇に転じ、ドルサイクルが「リスク回避のドル高(局面③)」のような推移となり、実際にドルも 3 月以降反発に転じた(前掲第 6、7 図)。「有事のドル買い」は、過去約 1 年の「リスク選好のドル安(局面②)」で非ドル建て資産に流れていたグローバルなリスクマネーがドル建て資産に回帰していた側面がある。

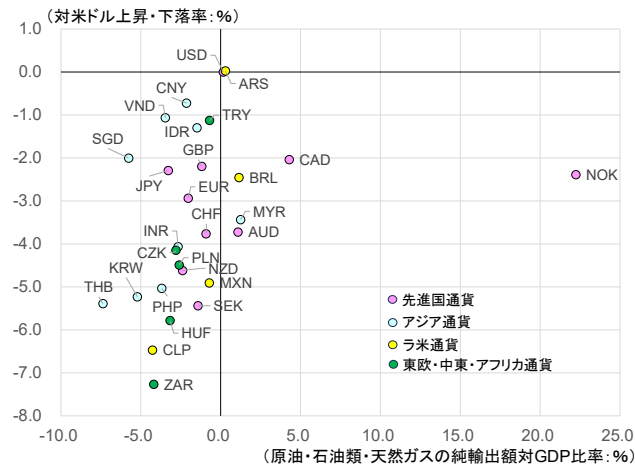
もともと、既述の通り 3 月 31 日にトランプ大統領が 2~3 週間以内にイランから撤退すると述べて以降、株価が反発に転じるなど市場のリスク回避的な地合いには一服感が出ている。4 月 11 日に行われた米・イランの停戦協議は物別れに終わり、その後もホルムズ海峡の閉鎖が続いたまま事態は膠着しており、引き続き先行き不透明感は強いが、これまでのところ市場は 4 月に入って高まった戦争終結への期待・リスク選好の回復地合いを維持している。市場では 11 月の米中間選挙を控えたトランプ大統領による TACO への期待が根強いようだ。既に米国株価指数、新興国株価指数共にイラン戦争開始前の高値を更新しており、結果的に「リスク回避のドル高(局面③)」は後退し、「リスク選好のドル高(局面①)」、あるいは「リスク選好のドル安(局面②)」へ転換しつつある状況となっている。

第 11 図はイラン戦争が始まる直前の 2 月 27 日から有事のドル買いが一服した 3 月 30 日までの主要な先進国・新興国通貨の対ドル上昇・下落率と、各国の原油・石油類・天然ガスなどの貿易収支(輸出-輸入)合計額の対名目 GDP 比率を、散布図でみたものだ。プラスは原油などのネット輸出国、マイナスはネット輸入国であることを示す。プラス(マイナス)のネット輸出国(輸入国)であるほど、原油高が続けばそれだけ経済規模対比で大きい交易利得(交易損失)が発生して行くことになる<sup>7</sup>。散布図をみると、両者の間にはわずかに右上がりの関係(正の相関)があるようにもみえるが限定的であり、この間の為替市場の変動要因として原油輸入依存度が必ずしも支配的ではないようだ。2010 年代のシェール革命以降、海外からの原油・エネルギー輸入依存度が低下した米国(ドル)にとって、足元の原油価格の上昇は、相対的にプラスに作用する面はあるが、市場のリスク選好地合いに対する反応などが、より重要な要因となっているよ

<sup>7</sup> 貿易データは国連 Comtrade を使用しているが、パイプラインによる原油や天然ガスの輸入については、正確に通関データに反映されていないケースがあるとされることなどから、一部実態を完全に正確に捉えていない場合があることには留意が必要。

うだ。

第 11 図： 原油など純輸出 GDP 比率と各通貨対ドル変動率



(注1) HS コード 2709 (原油など)、2710 (石油製品など)、2711 (石油ガスなど) の貿易収支額合計の対 GDP 比率。2023 年と 2024 年の平均。

(注2) 対ドル上昇・下落率は 2026 年 2 月 27 日から 3 月 30 日の間のもの。

(注3) 通貨の略称と名称の対比表 (付表) は後掲。

(資料) IMF、国連統計、Eurostat、Bloomberg より筆者作成

#### 4. 今後の見通し

##### (1) イラク戦争の影響と今後のドル相場

目先の市場は、米国とイランの停戦交渉の帰趨を巡って戦争終結の見込みが高まればドル安 (有事のドル買いの巻き戻し)、見込みが後退すればドル高 (有事のドル買い再開) と一喜一憂する展開が続きそうだ。そしてこうした目先の材料への反応に伴う上下動を内包しつつ、戦闘が終結する方向へ向かい、TACO トレードなどによる市場の楽観的な見方も続く限り、株価の回復が続こう。ドルサイクルとしては、「リスク選好のドル高 (局面①)」、「リスク選好のドル安 (局面②)」のどちらへの転換もあり得るが、4 月以降の「有事のドル買い」の巻き戻しの動きや、2025 年 4 月以来続いて来た流れにも鑑みれば、「リスク選好のドル安 (局面②)」となってドルが再び下落を開始し易いだろう。米国を含め世界的なインフレ圧力が一時的なものに止まれば、FRB も小幅な追加利下げを模索することが再び可能となろう。

もともと、仮に停戦が実現したとしても、ホルムズ海峡の正常化や、特に原油価格の戦争前の水準への戻りには相応の時間がかかるとみられている。景気動向や市場の楽観的な見方に次第に影響が及んで来れば、こうした推移の修正につながるリスクには留意しておく必要があるだろう。

この点、4 月 14 日に国際通貨基金 (IMF) が、イラン戦争の影響も勘案した最新の世

界経済見通しを公表した（第12図）。メインシナリオでは、米国・イスラエルとイランの戦争は今後数週間で終結するものの、中東地域における原油生産や輸送の混乱から、2026年の平均原油価格（国際指標の平均）が前年比+21.4%の1バレル=82ドルまで上昇すると想定。FRBは2027年末までにFF金利を3.1%まで引き下げる（現在のFF金利誘導目標は3.5%~3.75%）などの前提の下で、世界の経済成長率が2025年の前年比+3.4%から2026年に+3.1%へ低下するとした。

この時米国は2025年の+2.1%から2026年に+2.3%へと加速するものの、新興市場と発展途上国（Emerging Market and Developing Economies）は原油価格上昇に対して脆弱なため、2025年の+4.4%から2026年の+3.9%へ減速するとした。この新興国地域の+3.9%という成長率は、コロナ禍の2020年（▲1.8%）を除けば、第一次トランプ政権下の通商摩擦やFRBの利上げで世界経済が減速感を強めていた2019年（+3.8%）以来であり、それより前はリーマンショック直後の2009年（+2.6%）以来となる相応に低い水準だ。こうした状況が現実のものとなれば、ドルサイクルはそれまでの「リスク選好のドル安（局面②）」から、「リスク選好のドル高（局面①）」や「米国経済独り勝ちのドル高（局面⑤）」などのドル高方向へ転換する可能性が高まろう<sup>8</sup>。実際に2019年は「米国経済独り勝ちのドル高」となっていた。

第12図：IMF2026年4月版世界経済見通し(GDP成長率)

(%)

	2025年	2026年	2027年
世界	3.4	3.1	3.2
先進国	1.9	1.8	1.7
米国	2.1	2.3	2.1
ユーロ圏	1.4	1.1	1.2
日本	1.2	0.7	0.6
新興市場と発展途上国	4.4	3.9	4.2
中国	5.0	4.4	4.0
インド	7.6	6.5	6.5
ブラジル	2.3	1.9	2.0
メキシコ	0.6	1.6	2.2
南アフリカ	1.1	1.0	1.3

(資料) IMF 資料より筆者作成

<sup>8</sup> つまり現在の新興国株価指数の上昇が米国株価指数の上昇をアウトパフォームする状況（リスク選好のドル安）から、米国株価指数の上昇が新興国株価指数の上昇をアウトパフォームする状況（リスク選好のドル高）、あるいは米国株価指数は上昇するが新興国株価指数は下落する状況（米経済独り勝ちのドル高）への移行が想定される。

さらに今回の世界経済見通しでは、イラン戦争の先行きやその影響について非常に不確実性が高いとして、2つのリスクシナリオも併せて公表された。まず「悪化シナリオ」では、原油価格が2026年平均で1バレル=100ドルまで上昇し、2027年も平均1バレル=75ドルで高止まるなどの前提で、2026年の世界経済の成長率はメインシナリオの+3.1%から+2.5%へ低下するとされた。また「深刻化シナリオ」では、原油価格が2026年の平均で1バレル=110ドルまで、2027年には平均1バレル=125ドルまで上昇して高止まるなどの前提で、2026年の世界経済の成長率は+2.0%へ低下するとされ、これはコロナ禍や世界金融危機時の世界的な景気後退に匹敵するとしている。リスクシナリオの地域別内訳は示されていないが、その場合は米国と新興国地域の成長率格差が大きく拡大すると共に、市場も深刻なリスク回避地合いへ転換し、米国株価指数が下落するがそれよりも新興国株価指数が大幅に下落して株価指数比率が上昇。ドル建て資産に逃避資金が回帰・流入する「リスク回避のドル高（局面③）」へと転換しよう。

近年の驚異的とも言える米国経済の底堅さや、長期的なリスク選好相場への慣れなどもあり、今回も“TACO”を見込んで株価は早々に上昇相場の再開を窺う状況となっており、ドル相場も有事のドル買いの一服から下落再開の可能性が高まっている。もっとも、原油市場混乱の影響はこれから本格化するリスクがある。特に新興国株価は、これまで期待で買われて来た面も少なくない。4月にワシントンで開催されたIMF・世銀総会でも、金融市場は楽観的になり過ぎているとの見方が多かったという報道もある。当面ドル下落再開となりそうだが、今後イラン戦争の影響顕在化の程度によっては、下げ止まりからドル持ち直しとなる可能性が十分にある。

## (2) 長期の視点からみたドルサイクルの現状と今後

尚、より長期に視点を移すと、株価指数比率は2010年代初頭を起点に、途中細かいサイクル形成に伴う下落局面を挟みつつも大局的には上昇トレンドにあり、ドル相場もこれに沿って、2010年代初頭を起点とした大局的な上昇サイクルを形成して来た（前掲第3、4図）。

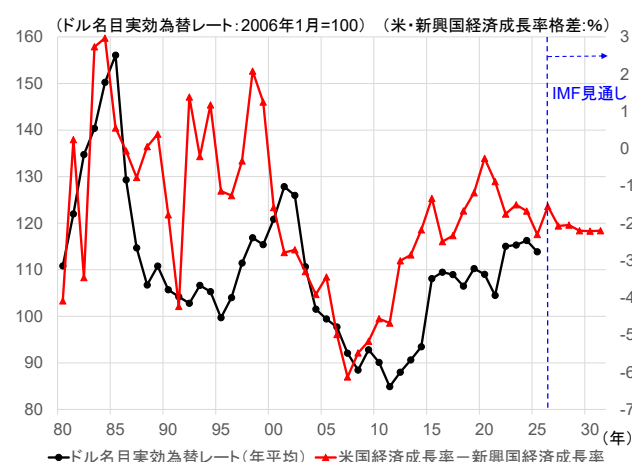
もっとも、既述の通り2025年以降は、主に「リスク選好のドル安サイクル（局面②）」を中心にした下落基調に転じている。しかも株価指数比率は、2010年代以降みられた細かい下落局面に比べて大きな下落幅となりつつあり、2010年代初頭から10年以上続いて来たドルの長期上昇サイクル転換の兆候のようにもみえる。第二次トランプ政権による米国第一主義的な政策によるドルの信認低下・ドル離れの影響とも見えなくもないが、第二次トランプ政権後も米国株価指数は相互関税発表直後などを除けば総じて堅調

な上昇基調にあった。むしろ新興国株価指数がより堅調に上昇していることが大きな要因とみられる。

中国経済は、かつて言われたような 2030 年代にも米国を上回るような成長トレンドからは近年下振れがみられているものの、その経済規模は米国の 6 割以上に達し、相応の資本力をつけるに至った。そうした中で、既述の 2025 年 1 月の中国新興 AI 企業 Deep Seek の登場などにみられるように、中国は米国から先端半導体の販売制限など様々な技術的な締め付けを受けながらも、米国を脅かしかねないような技術的な進歩を実現している。また、韓国や台湾の IT 関連企業なども、グローバルな半導体・IT 産業のサプライチェーンに最早必須の企業として定着する中、最近の AI ブームがさらに支援材料になっている。こうした米国と米国以外の諸国との今後の競争力について、依然として絶対水準では米国が優位ながら、両者の差がかつてよりも縮小しつつあるとの見方が、こうした株価指数比率のトレンドの変化に表れているのではないかとみている。

この点、ドルの長期下落サイクルにあった 2000 年代は、中国を中心とした新興国・資源国経済のブームと共に、資源スーパーサイクルもみられていた。足元は中国経済もまだ不動産不況からの回復は不透明であるなど、そうしたかつてのような堅調な経済状況にはまだ距離があると思われる。第 13 図は、米国の実質 GDP 成長率から、新興市場と発展途上国 (IMF 集計) の実質 GDP 成長率を差し引いたものと、ドル名目実効為替レートの推移をみたものだ。この成長率格差の推移は、ドルサイクルをみる際の株価指数比率と類似した推移を持ち、やはり大局的なドル相場の動きと一定の連動性がある。

第 13 図: ドル名目実効為替レートと米・新興国成長率格差



(注) 新興国成長率は、IMF 集計の新興市場と発展途上国 (Emerging Market and Developing Economies) の成長率  
 (資料) Bloomberg、IMF 資料より筆者作成

米国と新興国地域の GDP 成長率の差（米国－新興国地域）は、2010 年代以降、マイナス幅が縮小方向へ推移し、ドル長期上昇サイクルを示唆して来たが、2020 年代以降は、マイナス幅の縮小は頭打ちとなっている。今後も▲2%付近で横ばいが続くと予想されており、ドルサイクルも頭打ちから横ばい・高止まり推移が示唆される。

2010 年代以降みられて来た米国経済が相対的かつ大幅に堅調であったような状況でのドル高サイクルは一服しつつあるものの、現状 2000 年代にみられた新興国経済ブームのような状況には無いことから、当時のようなドルの長期下落サイクルが開始されるかどうかはまだ慎重にみる必要があるとみている。

以上

付表：通貨の略称と名称

略称	通貨	略称	通貨
ARS	アルゼンチン・ペソ	KRW	韓国ウォン
AUD	オーストラリア・ドル	MXN	メキシコ・ペソ
BRL	ブラジル・レアル	MYR	マレーシア・リングgit
CAD	カナダ・ドル	NOK	ノルウェー・クローネ
CHF	スイス・フラン	NZD	ニュージーランド・ドル
CLP	チリ・ペソ	PHP	フィリピン・ペソ
CNY	中国人民元	PLN	ポーランド・ズロチ
CZK	チェコ・コルナ	SEK	スウェーデン・クローナ
EUR	ユーロ	SGD	シンガポール・ドル
GBP	英ポンド	THB	タイ・バーツ
HUF	ハンガリー・フォリント	TRY	トルコ・リラ
IDR	インドネシア・ルピア	USD	米ドル
INR	インド・ルピー	VND	ベトナム・ドン
JPY	日本円	ZAR	南アフリカ・ランド

(資料)筆者作成

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、宜しくお願ひ申し上げます。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います。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 2026 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

〒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

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

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