

International Economic and Financial Review

国際経済金融論考



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2021 年 6 月 4 日

ドルサイクルと金利要因の関係を考える

～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 2）～

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>	1
<本文>	2
はじめに	2
1. ドルサイクルと株価指数比率（再説）	3
(1) 為替レートの変動構造とサイクル	3
(2) ドルサイクルにおける 6 つの局面	4
2. ドルサイクルと金利差の検証	6
(1) ドルサイクルと金利差の大局的な動向	6
(2) ドルサイクルの各局面でのドルと株価指数比率・金利差の連動性の検証	7
(3) ドルサイクルの各局面でのドルと金利差の典型的な推移	8
(a) 局面①	8
(b) 局面②	9
(c) 局面③	10
(d) 局面④	11
(e) 局面⑤	11
(f) 各局面でのドルと金利差の典型的な推移のまとめ	12
(4) 時間軸によって変動するドルと株価指数比率・金利差の連動性	12
3. ドルサイクルと金利差水準の関係	14
4. まとめ～ドルサイクルにおける株価指数比率と金利差要因の位置づけ	15

<要旨>

- 本稿では、為替レートの変動メカニズムの3つの階層である、①水準論、②趨勢論、③循環論のうち、一般的な為替レート予測にもつながる③循環論の中心を成すドルサイクルと、金利要因の関係を検証した。
- 具体的には米10年国債名目金利から、米国以外のG10諸国の10年国債名目金利の加重平均金利を差し引いた「金利差」の推移とドルサイクルの連動性を検証。
- 2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る」で指摘したように、ドルサイクルは趨勢的には米S&P500株価指数をMSCI新興国株価指数（自国通貨建て）で割った株価指数比率と連動性が高い。
- 「金利差」はこの株価指数比率と一定の連動性があることから、ドルと金利差の間にも一定の趨勢的な連動性がある。すなわち、金利差がドル有利な方向へ推移する際は、ドルサイクルも上昇局面にあることが多い。
- 一方、金利差と株価指数比率が趨勢的に相反する方向へ推移する局面では、ドルは株価指数比率と同じ方向へ推移しており、ドルサイクルに対する説明力は株価指数比率の方が高い。
- 株価指数比率の分析では、ドルサイクルを局面①～⑥に分類したが、株価指数比率やドルサイクルに対して金利差が逆方向へ推移するのは、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」で発生し易い。
- もっとも、ローリング相関係数の推移をみると、ドルは数ヵ月程度の短期では、株価指数比率よりも金利差との連動性が高まる場合がある。
- ドルサイクルの予測にあたっては、数ヵ月程度の短期については、株価指数比率に加えて金利差の推移、そしてそれに影響を与える米国を含む各国の景気や中央銀行の金融政策動向がやはり重要となる。一方、中長期では短期的なドルと金利差の相関が崩れ、金利差に対するドルの水準訂正が起こるとみられ、金利差要因だけにウェイトを置き過ぎると、中長期的な見通しを見誤る可能性があろう。

<本文>

はじめに

2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る」¹では、数年単位から数ヵ月単位まで、様々な時間軸におけるドルの名目実効為替レートの動きが、米株価指数を新興国株価指数で割った株価指数比率でよく説明できることを述べた。

¹ [2020年4月2日付国際経済金融論考「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～」](#)

一方、通常為替レートの予測においては、為替レートと金利差の関係に基づき議論が行われることが多い。本稿ではこうした観点から、ドルの名目実効為替レートの動き、すなわちドルサイクルの変動において金利要因、特に米名目金利と主要国の名目金利の間の金利差の変動をどのように位置づけるべきか、両者の関係について検証した。以下本稿では特に断りの無い限り、金利は名目金利を指すものとする。

1. ドルサイクルと株価指数比率（再説）

（1）為替レートの変動構造とドルサイクル

本論に入る前に株価指数比率によるドルサイクルの変動メカニズムの分析について、簡単に振り返っておきたい。

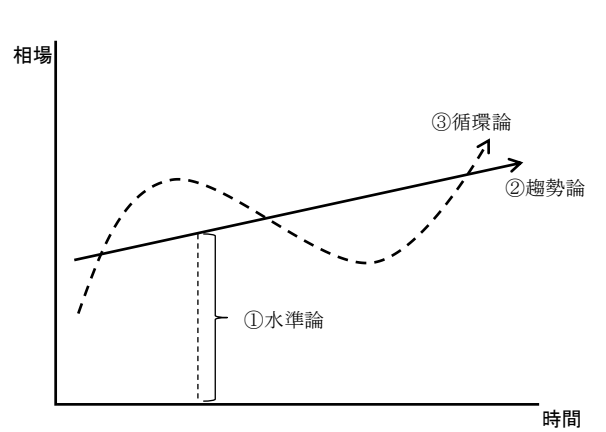
上記 2020 年 4 月 2 日付国際経済金融論考では、一般に為替レートの変動が約 10 年以上の趨勢的なトレンドと、そのトレンドを中心に数年単位で形成される周期的な動きに分けられることを指摘。そして後者の周期的な動きの中心を成す約 10 年以上の趨勢的なトレンドは、均衡為替レートの趨勢と考えられると述べた。こうした見方に基づくと、為替レートの変動メカニズムは、①水準論（均衡為替レートの具体的な水準の決定をどう考えるか）、②趨勢論（均衡為替レートの趨勢・トレンドはどのような要因で決まるのか）、③循環論（均衡為替レートを中心としたサイクルの形成はどのようなメカニズムによるものか）、の 3 つに分けて論じることができるとした（第 1 図）。

このうち、一般的な為替レート予測に関係するのは③循環論である。この循環論を考える上では、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。そしてこのドルサイクル、すなわちドルの名目実効為替レート（以下本稿では基本的に単にドルと記述）²のサイクルの大局的な動きが、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で良く説明できることを指摘した（第 2 図）。本稿でもみるように、この株価指数比率は金利要因よりもドルサイクルの動きとの連動性が高い。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為替レートの変動率である。従って、外貨建て投資、クロスボーダー資本フローの動きによって決定される為替レートも、市場による予測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

² 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。

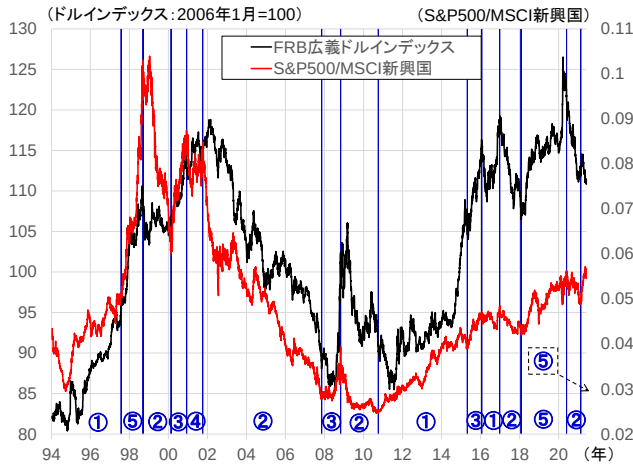
の市場の予想為替レートに強く影響を与えている要因が、様々な相場材料を反映して変動する当該通貨のプレミアムであり、ドルのプレミアムに関しては、この株価指数比率がその代理変数になっていると考えられる。

第 1 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

第 2 図：ドルの名目実効為替レートと株価指数比率



(注) 番号①～⑥はドルサイクルの局面判断。

(資料) Bloomberg

(2) ドルサイクルにおける 6 つの局面

上記国際経済金融論考では、株価指数比率の分子と分母に相当する米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 つのケースに分けて分析を行い、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し、先行き予測にもつながることを示した (第 3 図)。

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	米株値上昇・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	リスク選好のドル高	リスク回避のドル高	米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高
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	リスク選好のドル安	リスク回避のドル安	米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安

但し、ドルの方向性は明確ではない。

(資料) 国際通貨研究所

各局面について簡単に振り返ると、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、新興国株価指数が米株価指数に比

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、通常新興国経済を含む世界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いまだ明確でない。

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2図における番号①～⑥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³。

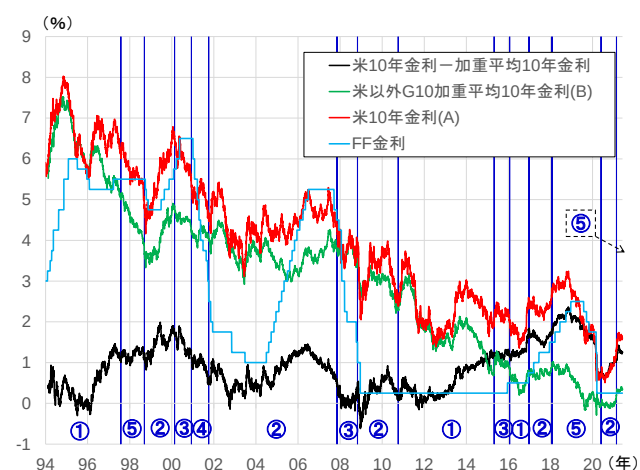
³ 局面判断は、1年程度以上経過して両株価指数の趨勢的な推移が固まった上で最終的に確定することが多いため、今回示した局面判断は、2020年4月2日付国際経済金融論考において示した局面判断に比べて、2018年以降の判断が修正されている。足元は局面⑤として暫定判断を表示しているが、まだ経過期間が短く、今後両株価指数の推移によっては最終的に修正される可能性がある。

2. ドルサイクルと金利差の検証

(1) ドルサイクルと金利差の大局的な動向

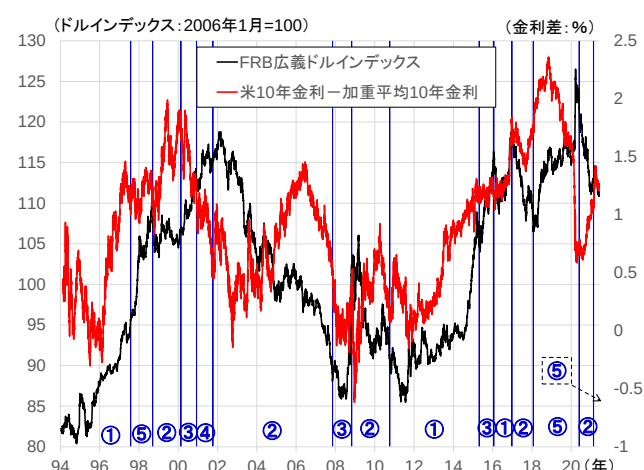
では本題であるドルサイクルと金利の変動との関係を検証して行く。まず、米国以外の G10 通貨諸国の国債 10 年金利を世界における各通貨の為替取引量シェアで加重平均した「加重平均金利」を計算⁴。FRB が公表している新興国通貨までを対象に含む広義ドル名目実効為替レートと、米国 10 年国債金利からこの加重平均金利を差し引いた「金利差」の推移を比較・検証した⁵ (第 4、5 図)。以下本稿では特に断りの無い限りこの米金利と加重平均金利との差 (米金利 - 加重平均金利) を金利差と呼ぶこととする。当然、米金利が相対的に上昇して金利差がドルに有利なプラス方向へ推移するとドルが上昇する筋合いにある。第 5 図をみると、ドルと金利差は、大局的には同方向に推移している場合が多いが、逆方向に推移している局面もある。

第 4 図：米金利、加重平均金利と金利差



(注) 番号①～⑥はドルサイクルの局面判断。
(資料) Bloomberg

第 5 図：ドルの名目実効為替レートと金利差



(注) 番号①～⑥はドルサイクルの局面判断。
(資料) Bloomberg

例えば、2000 年初に FRB による利下げを織り込み始めたことによる米金利の低下から、金利差もドルに不利な方向へ低下し始めているが、1995 年からのドルの上昇サイクルはそのまま続き、下落サイクルに転じたのは 2002 年初になってからであった。また、2002 年終わり頃より 2006 年半ばまで金利差は再びドルに有利な方向へ推移してい

⁴ ドル以外の G10 通貨 (ユーロ、円、英ポンド、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 (BIS) 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。

⁵ 対象国に新興国を含めていないのは、新興国の国債金利上昇は、当該国のインフレリスク上昇などを意味する悪い金利上昇で、むしろ当該国通貨の減価要因になる場合も少なくない。このため対米金利差が当該国通貨に有利 (不利) な方向へ推移しても、必ずしも当該国通貨の対ドル増価 (減価) 要因にならないことが多いためである。

るが、ドルは 2005 年を中心に小幅に戻る場面も挟みつつ、大局的には 2002 年初からの下落サイクルが 2011 年まで継続していた。2018 年末からは FRB の利上げ打ち止めや利下げを織り込み、さらに 2020 年初のコロナショックによる米金利急低下で、金利差はドル不利な方向へ推移したが、この間ドルは上昇基調にあった。その後 2020 年半ば以降の米金利の反転上昇により金利差は再びドル有利な方向へ回復していたが、この間ドルは 2020 年末まで逆に反落基調にあった。このように、金利差はドルと逆に推移する局面もあり、先ほど第 2 図でみた株価指数比率と比べてドルとの連動性は相対的に低いようにみえる。

(2) ドルサイクルの各局面でのドルと株価指数比率・金利差の連動性の検証

そこで第 6 図では、1995 年以降について、株価指数比率に基づくドルサイクルの各局面(①～⑥)におけるドルの名目実効為替レートと株価指数比率、及び金利差の大局的な上昇・下落の方向をより詳細に検証した。

第 6 図：ドルサイクルの各局面におけるドル、米金利、金利差の方向と相関係数

期間	営業 日数	ドルサイクル の局面	ドルの動き	米金利	加重平均 金利	金利差	相関係数			
							ドルと株価 指数比率	ドルと米金利	ドルと金利差	株価指数比率 >金利差
1 1995年5月8日～1997年7月29日	581	①	↑	↓	↓	↑	0.792	0.363	0.860	
2 1997年7月30日～1998年9月11日	293	⑤	↑	↓	↓	↑	0.894	-0.930	0.228	○
3 1998年9月14日～2000年2月18日	375	②	↓	↑	↑	↑	-0.096	0.089	0.339	
4 2000年2月21日～2000年12月5日	207	③	↑	↓	↓	↓	0.900	-0.627	-0.585	○
5 2000年12月6日～2001年10月3日	216	④	↑	↓	↓	↓	-0.242	0.084	-0.126	
6 2001年10月4日～2007年11月7日	1590	②	↓	↓	↓	↑	0.904	-0.108	-0.494	○
7 2007年11月8日～2008年10月27日	253	③	↑	↓	↓	↓	0.724	-0.058	0.467	○
8 2008年10月28日～2010年10月4日	505	②	↓	↓	↓	↓	0.677	-0.452	-0.628	○
9 2010年10月5日～2015年4月27日	1190	①	↑	↓	↓	↑	0.770	-0.287	0.738	○
10 2015年4月28日～2016年1月21日	193	③	↑	↑	↑	↑	0.930	-0.313	0.402	○
11 2016年1月22日～2016年12月22日	240	①	↑	↑	↓	↑	0.269	0.722	0.720	
12 2016年12月23日～2018年1月26日	286	②	↓	↑	↑	↓	0.879	0.286	0.566	○
13 2018年1月29日～2020年5月27日	608	⑤	↑	↓	↓	↓	0.808	-0.769	-0.691	○
14 2020年5月28日～2021年2月17日	190	②	↓	↑	↑	↑	0.589	-0.819	-0.885	○
15 2021年2月18日～2021年6月4日	76	⑤	↓	↑	↑	↑	-0.467	0.187	0.493	

(資料) 国際通貨研究所

これによると、ドルの大局的な動きは、15 に区分された局面のうち、足元の 2021 年 2 月 18 日からの局面⑤を除く 14 の局面で株価指数比率による局面判断から想定される方向へ推移している。一方、金利差については、ドルの名目実効為替レートと同じ方向へ推移していたのは 8 つの局面に止まった。株価指数比率と金利差の方向性が異なる場合、ドルは大局的には株価指数比率の示す方向へ推移して来たことになる。また、合わせて日次データに基づき、各局面におけるドルの名目実効為替レートに対する、株価指数比率と金利差それぞれの相関係数も合わせて計算した。これによると、10 局面で株

価指数比率との相関係数が、金利差との相関係数よりも高くなっていた（図表最右行の○印）。こうした分析から、ドルの趨勢的な推移は、金利差よりもドルのプレミアムの代理変数になっていると考えられる株価指数比率とより連動していることを確認できる。

尚、米金利については、15 の全ての局面のうち、11 の局面で金利差と同じ方向に推移しており、両者は同方向に推移し易い。金利差は相対的にボラタイルに動き易い米金利の動向に左右され易いようだ。両者が逆の方向に推移している 4 つの局面は、1997 年 7 月～1998 年 9 月（局面⑤）、2001 年 10 月～2007 年 11 月（局面②）、2010 年 4 月～2015 年 4 月（局面①）、2016 年 12 月～2018 年 1 月（局面②）だが、このうち 2001 年 10 月～2007 年 11 月（局面②）を除く 3 つの局面で、ドルは、金利差と同方向に推移しており、ドルサイクルに対する影響力は、米金利よりも金利差の方が高いようだ。

（3）ドルサイクルの各局面でのドルと金利差の典型的な推移

本節では、背景となる世界経済や金融市場の動きも踏まえて、これまでの各局面におけるドルや金利差の動きを具体的に振り返り、ドルサイクルの局面①～⑤における典型的なドルと金利差の動きについて整理・検証した。

a) 局面①

局面①（リスク選好のドル高）は、15 の局面のうち 3 回発生しており、全てのケースで金利差がドルに有利な方向へ推移し、上昇するドルと連動している。この局面では、米経済が米国以外の国々の経済に比べて相対的に堅調に推移しており、FRB の利上げ局面や利上げを模索している局面にあることも多く、金利差もドル有利な方向へ推移してドルをサポートしていると考えられる。米国が IT 革命を主導していた 1995 年 5 月～1997 年 7 月の局面①などが典型的な例だ。2010 年 10 月～2015 年 4 月の局面①も米国がいち早く金融危機から回復すると共に、GAFA など大手 IT 企業の好業績にも牽引される形で米経済が相対的に好調に推移した。この頃欧州は、欧州債務危機の影響が残り経済成長率が伸び悩んでいた他、中国も 2000 年代の高成長が終焉して資源ブームが終了、新興国経済の多くで成長率が再び伸び悩み始めていた。尚、この時期は FRB による QE2（量的緩和第 2 弾）や QE3 発動⁶、ECB による QE 開始など⁷を含むことから、米

⁶ FRB は、2010 年 11 月 3 日に 2011 年第 2 四半期までに月額 750 億ドル、合計 6,000 億ドルの米国債を購入することを決定（QE2）。2012 年 9 月 13 日には、住宅ローン担保証券を毎月 400 億ドル購入し、ゼロ金利政策を 2014 年末頃までから 2015 年半ばまで延長することを決定した（QE3）。

⁷ ECB は、金融危機後 2011 年半ばにかけて一旦利上げに転じていたが、同年 11 月 3 日から再び利下げ

金利、加重平均金利共に期間中趨勢的には低下している中で、米金利よりも加重平均金利の低下幅が大きく、金利差はドル有利な方向へ推移し、上昇するドルと連動していた。

2016 年 1 月～12 月の局面①も、まずこうした 2010 年代の米国経済の相対的な好調が背景にあった。加えて 2016 年 11 月の米大統領選挙で共和党のトランプ氏が大方の事前予想に反して勝利し、同時に行われた連邦議会選挙でも上下両院の過半数議席を共和党が獲得。大規模な減税などの景気刺激策の実現期待が急速に高まり、特に局面終盤で米金利・株価が急上昇し、金利差がドル有利な方向へ推移すると共にドルも上昇した。

b) 局面②

局面②（リスク選好のドル安）は、15 の局面のうち 5 回発生しており、発生頻度は高い。典型的には米国以外の国々が主導する世界的な景気回復・好景気の下で各国の金利が上昇基調となる中、相対的にボラティルに変動し易い米金利の上昇幅が加重平均金利の上昇幅を上回り、金利差がドル有利な方向に推移するにも拘わらず、逆にドルの名目実効為替レートが下落する。例えば、1997 年 7 月に発生したアジア通貨危機が一服し、世界経済が回復過程にあった 1998 年 9 月～2000 年 2 月や、コロナショックからの回復過程であった 2020 年 5 月～2021 年 2 月⁸などがこれに相当する。2001 年 10 月～2007 年 11 月の局面②も、当時勃興して来た中国経済や資源国・新興国経済が世界経済拡大を牽引した時期であった。但し、この局面は期間が長いため、局面開始から 2003 年 6 月までは FRB の利下げ局面、2004 年 6 月から 2006 年 6 月までは FRB の利上げ局面、そして 2007 年 9 月以降はサブプライムショックを受けた FRB の利下げ局面にそれぞれ該当する。そして期間全体としては米金利、加重平均金利とも趨勢的に低下⁹している中で加重平均金利の低下幅が相対的に大きく、金利差はドル有利な方向へ推移。ドルの名目実効為替レートは株価指数比率に沿って下落しており、金利差と逆行していた。

一方、局面②では、米国以外の国々の景気が相対的に底堅い面が強く作用し、金利差がドル不利な方向へ推移しつつ、ドルが下落し、両者が連動するケースもあった。2016 年 12 月から 2018 年 1 月の局面②は、2010 年代半ばの世界景気の一時的な減速や、2015 年 8 月以降強まった中国での資本流出圧力などが一服し、世界景気が再び拡大局面に入

に転じると共に、2015 年 1 月 22 日には QE の中核となる毎月 600 億ユーロのユーロ圏政府・機関発行の債券を購入することを決定するなどしていた。

⁸ この時期は大規模な金融緩和政策や財政支援策で米国が世界経済を牽引していた面もあったが、そもそもコロナウイルスの感染が大きく拡大せず、主要国で 2020 年に唯一前年比プラス成長を維持した中国がそれ以上に世界経済を牽引・下支えしていたと思われる。

⁹ この局面②は、期間約 6 年と長期間に及んでいるため、2000 年代に入り先進国を中心に見られ始めていた潜在成長率や自然利子率（金利）の構造的・趨勢的な低下傾向が影響している可能性も考えられる。

った時期になる。この時期は FRB も本格的な利上げ局面入りしていたが、ECB でも先行き利上げが意識され始めていたことなどを背景に、米金利の上昇幅より加重平均金利の上昇幅が大きく、金利差がドルに不利な方向へ推移する中で、ドルは株価指数比率に沿って下落傾向にあり、金利差と連動する形となっていた¹⁰。

また、2008 年 10 月～2010 年 10 月の局面②は、2008 年 9 月のリーマン・ショック後の各国当局による大規模な景気対策、とりわけ当時注目された中国当局による 4 兆元規模の財政刺激策の波及効果もあって世界経済が回復に向かい、多くの国の株価も 2009 年 3 月頃を底に持ち直しに向かっていた時期になる。この時期各国金融当局は軒並み金融緩和策を実施していたが、特に金融危機の発生国であった米国では FRB がゼロ金利政策や資産買入策など大規模な金融緩和を実施。米金利、加重平均金利ともに下落基調にあったが、米金利の下落幅がより大きく、金利差がドルに不利な方向に推移する中で、株価指数比率に沿って下落していたドルはこれに連動する形となっていた。

このように局面②では、米国よりも米国以外の国々の景気の良さが強く出て金利差がドル不利な方向に推移したり、FRB による大幅な利下げで金利差がドル不利な方向に推移する中で、世界景気や株価が米国よりも大きく回復し、下落するドルと金利差が同じ方向へ推移するパターンもあった。局面②におけるドルの名目実効為替レートと金利差の関係の規則性は、局面①と比べてややマチマチとなっている。

c) 局面③

局面③（リスク回避のドル高）は、15 の局面のうち 3 回発生している。典型的には世界景気の減速・後退局面、あるいは市場がリスク回避的な状況に陥る局面であり、米金利と加重平均金利双方が下落するが、FRB が思い切った金融緩和策を実施したり、米金利がよりボラタイルに変動するなどして、米金利の低下幅が大きく、金利差がドル不利な方向へ推移する中で、ドルの名目実効為替レートが上昇する。例えば、米 IT バブル崩壊の始まりの時期を含む 2000 年 2 月～12 月の時期¹¹や、サブプライムショックやリーマン・ショックによる混乱期である 2007 年 10 月～2008 年 10 月の時期がこれに相当する。

¹⁰ 既述の通り、この時期の直前の 2016 年 11 月の米大統領選における共和党のトランプ氏の予想外の勝利などで、2016 年 12 月半ばまで米金利は急上昇していた。しかし、2017 年に入ると、トランプ大統領（当時）のロシア疑惑（弾劾の可能性）が取り沙汰されたことなどもあり、政策の実現可能性を冷静に見極める向きが増え、大統領選挙直後の米金利急上昇が 2017 年前半を中心に巻き戻されたという、この時期特有の要因もこの期間の米金利の上昇を抑制した可能性がある。

¹¹ 米ナスダック指数は、2000 年 3 月に当時の史上最高値をつけてピークアウトした。

一方、2015 年 4 月～2016 年 1 月の局面③は、米国が 2014 年末に QE3 を終了した上で利上げを模索し、最終的に 2015 年 12 月に利上げを実施した時期で、この間 2015 年 8 月に中国が事実上の人民元切り下げを行ったことを機に中国からの資本流出圧力が強まり、グローバルに市場がリスク回避的な方向へ推移していた。2015 年春先の限界的な金利上昇幅が大きく、局面全体としては米金利・加重平均金利共に上昇し、特に前者の上昇幅が大きく、金利差がドル有利な方向へ推移する中、ドルもリスク回避のドル高に沿って上昇する形となった。但し、2015 年春先以降は、米金利、加重平均金利共に市場のリスク回避地合いを反映して下落基調にあった。この局面は、FRB による利上げ観測が金融市場をリスク回避的にさせた面もあり、前後の局面①に挟まれていることから、局面①に近い局面③とみることもできよう。

d) 局面④

局面④（リスク回避のドル安）は、15 の局面のうち 1 回だけ発生している。既述のように、パターン分けからすればドルが下落する局面だが、米株価指数が下落するような米景気軟化局面では、新興国経済への悪影響も免れず、結果必ずしもドルは下落しないと考えられる。そうした状況では典型的な局面③と同様にグローバルに金利が低下する中、ボラタイルな米金利の下落幅が大きく、金利差がドル不利な方向へ推移するが、ドルの名目実効為替レートは上昇する場合もあり、典型的な局面③と概ね同じ状況になり易いようだ。実際 IT バブル崩壊後の 2000 年 12 月～2001 年 10 月に一度だけ発生した際は、FRB による本格的な利下げ局面で米金利は急低下し、金利差もドル不利な方向へ推移していたが、ドルは上昇していた。

e) 局面⑤

局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）は、15 の局面のうち 3 回発生している。典型的には米経済が好調な一方、新興国経済を含む米国以外の経済が冴えないという米経済独り勝ちの状況で、金利差がドル有利な方向へ推移し、上昇するドルと連動すると想定される。例えば、1997 年 7 月～1998 年 9 月の局面⑤は、アジア通貨危機発生直後の混乱期であり、米金利、加重平均金利共に低下していたが、後者の低下幅が相対的に大きく、金利差はドル有利な方向へ推移し、上昇するドルと連動していた。

一方、2018 年 1 月～2020 年 5 月の局面⑤は、前半は FRB による利上げ局面で金利差はドル有利な方向へ推移し、上昇するドルと連動していた。しかし、米トランプ政権（当時）の下での米中通商摩擦の激化などから世界経済の減速感が緩やかに強まる中で、

2019 年半ばから FRB が利下げへ転換すると共に、2020 年からはコロナショックによる大幅な金融緩和で米金利が急低下したため、期間全体を通しては金利差はドル不利な方向へ推移。米中通商摩擦による経済への打撃が相対的に小さく、コロナショックでも安全通貨として上昇したドルに対し、金利差は期間全体では逆行する形となった。局面の後半は FRB の利下げ局面であり、局面③に近い局面⑤であったと言えよう。

2021 年 2 月から現在までの局面⑤も、米当局による大規模な財政・金融政策や米国でのワクチンの先行接種期待から、米金利が相対的に上昇して米金利差もドル有利な方向へ推移する中、ドルも 3 月末までは上昇し、局面⑤が想定する組み合わせで推移していた。しかし、4 月以降米金利が反落に転じて金利差もドル不利な方向へ推移し始めると、ドルも下落に転じた。今のところ局面全体の趨勢では、金利差はドル有利な方向へ推移しつつもドルは下落した状況で推移している。

このように局面⑤におけるドルと金利差は、米国独り勝ちの状況でドル有利な方向に推移し上昇するドルと連動し易いが、例外的なケースもあり、ドルと金利差の関係の規則性はややマチマチとなっている。

f) 各局面でのドルと金利差の典型的な推移のまとめ

以上のように、その時期固有の要因に左右されることはあり、必ずこの通りになる訳ではないものの、株価指数比率に基づく局面で分けると、典型的なドルと金利差などの推移は第 7 図の通りとなる。すなわち局面①と⑤では、ドルが上昇し、金利差もドル有利な方向へ推移する傾向がある。一方、局面②ではドルが下落するが金利差はドル有利な方向へ、局面③、④では逆にドルが上昇するが金利差はドル不利な方向へ推移する傾向があると整理することができる。

第 7 図：各局面における典型的なドル、米金利、金利差の推移

ドルサイクルの局面		ドル	米金利	加重平均金利	金利差	ドルと金利差の動き
局面①	リスクオンのドル高	↑	↑	↑	↑	同方向
局面②	リスクオンのドル安	↓	↑	↑	↑	逆方向
局面③	リスクオフのドル高	↑	↓	↓	↓	逆方向
局面④	リスクオフのドル安・ドル高	↑	↓	↓	↓	逆方向
局面⑤	米国リスクオン、新興国リスクオフのドル高	↑	↑	↓	↑	同方向

(資料) 国際通貨研究所

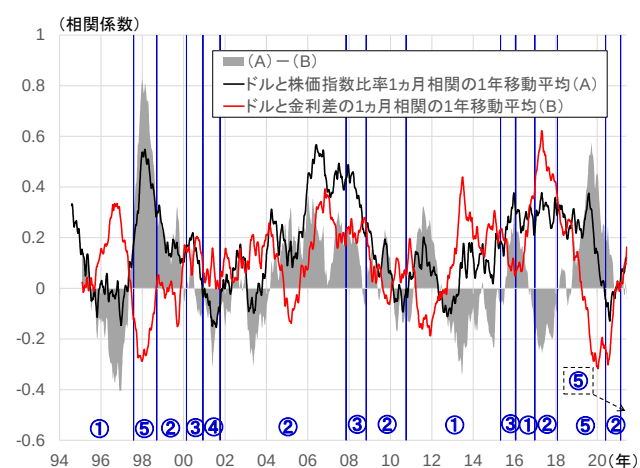
(4) 時間軸によって変動するドルと株価指数比率・金利差の連動性

第 8、9 図では、ドルの名目実効為替レートに対する株価指数比率と金利差の日次データベースのローリング相関係数を、1 ヶ月ウィンドウ (1 年移動平均)、2 年ウィンドウでそれぞれ計算した。1 ヶ月ウィンドウは短期・局所的な相関の推移を計測しており、

2年ウィンドウは、長期・趨勢的な相関の推移を計測している。両者の相関を比較すると、1ヵ月ウィンドウの場合、ドルは株価指数比率との相関が相対的に高まる時期と、金利差との相関が相対的に高まる時期がある（第8図で、A-Bのプラスもマイナスも一定期間ずつあり）。一方、2年ウィンドウでみると、ほとんどの時期でドルは株価指数比率との相関の方が高くなる（第9図で、A-Bがほとんどの期間でプラス）。つまり、ドルは趨勢的には金利差よりも株価指数比率に連動している一方、数ヵ月程度の短期では、ドルは株価指数比率よりも金利差との連動性が高まる場合が相応にあることが示されている。

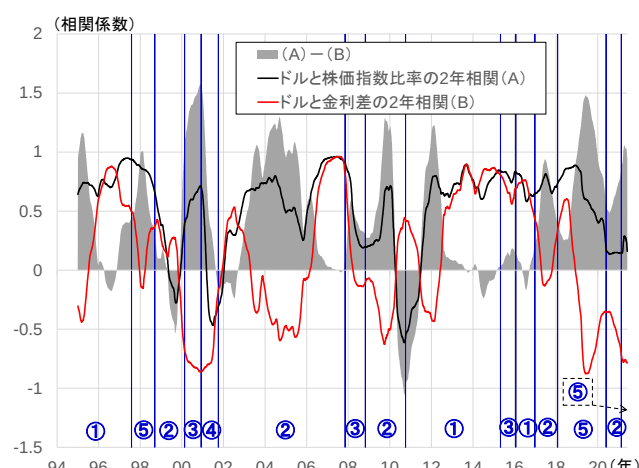
先にみた15のドルサイクルの局面の経過期間にはバラツキはあるものの、現在2021年2月から進行中の足元の局面⑤を除けば、200営業日を大きく下回る局面は無い。つまり約9ヵ月（≒200営業日）を超える期間になると、ドルの動きに対する株価指数比率と金利差の影響力については、前者が次第に支配的になって行くとみられる。一方、ドルは数ヵ月程度であれば金利差との相関が高まり、その影響を強く受ける場合があると考えられる。足元の局面⑤におけるドルとの相関についても、1ヵ月ウィンドウでは株価指数比率よりも金利差の方が高くなりつつあり、短期的に金利差の影響力が高まっているとみられる。以上のような経験則に基づけば、足元の局面⑤も、今後時間が経過するに連れて、ドルの株価指数比率との連動性が次第に高まって来る展開もあり得ると言えよう。

第8図：ドルと株価指数比率、金利差の1ヵ月相関



(資料) Bloomberg

第9図：ドルと株価指数比率、金利差の2年相関



(資料) Bloomberg

また、このドルに対する株価指数比率と金利差の2年ウィンドウのローリング相関係数の推移（第9図）をみると、株価指数比率については一時的にマイナスに低下する時

期もあるものの、ほとんどの時期でプラス圏の推移となっている。これに対し、金利差の相関係数は、局面①ではほぼ恒常的に高い水準で推移し、局面⑤でも比較的多くの時期で高い水準となっている。これに対し、局面②、③、④では、低水準で推移する傾向がある。第7図で整理した、ドルサイクルの各局面におけるドルと金利差の大まかな関係が、ローリング相関係数の推移からも確認できよう。

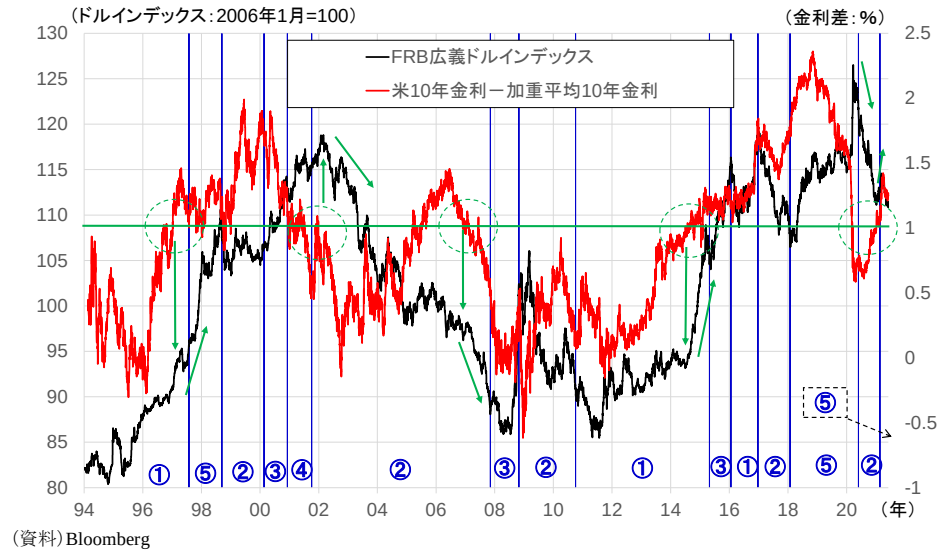
3. ドルサイクルと金利水準の関係

では、金利差の水準とドルサイクルの関係はどうであろうか？第10図は、前掲と同様のドルの名目実効為替レートと金利差の推移を合わせてみたものである。これまでみて来た金利差の推移の方向ではなく水準に着目すると、図中に示したように金利差水準1%前後が1つの目途となっているとみることもできる。つまり、金利差が1%近辺以上の水準へ上昇し定着する状況では、ドルの名目実効為替レートが下落から上昇へ方向転換したり、上昇が加速して本格的な上昇局面入りするような傾向がある。逆に金利差水準が1%近辺以下の水準へ下落して定着する状況では、ドルの名目実効為替レートが上昇から下落へ方向転換したり、下落が加速して本格的な下落局面入りするような傾向がある。1994年以降の金利差水準は、2008年12月につけた最低値▲0.62%から2018年11月につけた最高値2.36%の範囲で、大局的に約10年の周期で上下動して推移しており、1%はちょうどこの長期レンジの中心付近（厳密には0.87%）に相当する。

こうしたドルと金利差水準の関係がみられる背景としては、まず金利差水準が1%のレンジ中心付近を上回って定着するような状況では、米経済が米国以外の国々の経済に比べて底堅く推移しているケースが多く、1990年代後半や2010年代のように、基本的に局面①（リスク選好のドル高）や局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避）が中心となり、ドルサイクルが大局的な上昇局面にあることがあろう。逆に金利差が1%のレンジ中心付近を下回って定着するような状況では、米経済よりも米国以外の国々の経済が底堅く推移しているケースが多く、2000年代のように、基本的に局面②（リスク選好のドル安）が中心となり、ドルサイクルが大局的な下落局面にあることがあろう。

これまでみて来たように、大局的なドルサイクルの変動は、株価指数比率に沿って推移しており、その背後にある米国内外の経済状況を反映する形で、大局的な金利差水準も、ドルサイクルの動きに整合的な方向へ推移し易く、合わせてそうしたドルの方向性を支援していると考えられよう。

第 10 図: ドルの名目実効為替レートと金利差水準の関係



4. まとめ～ドルサイクルにおける株価指数比率と金利差要因の位置づけ

本稿では、ドルサイクルと金利要因の関係について、名目ベースの米 10 年金利と G10 諸国の加重平均 10 年金利の金利差に基づき検証した。ドルサイクルは、大局的にはドルのプレミアムの代理変数である株価指数比率に沿って推移している。株価指数比率と金利差には一定の連動性があることから、金利差とドルサイクルの間にも相応の連動性があるが、株価指数比率と金利差の趨勢的な方向が異なる場合、ドルは株価指数比率に沿って推移して来たことをみた。そしてこのように株価指数比率と金利差の趨勢的な方向性が異なり、ドルと金利差の趨勢的な方向性も異なる現象（例えばドルの上昇局面にも拘わらず、金利差がドルに不利な方向へ推移）は、株価指数比率によるドルサイクルの局面判断において、局面②、③、④で起こり易いことと、その背景についても確認した。

さらに、ローリング相関係数の分析からは、ドルは約 1 年以上の趨勢的な推移では、株価指数比率に連動して行くが、数ヵ月程度の短期では金利差との連動性が株価指数比率よりも高まる場合があることも指摘した。ドルや様々な為替レートが、時期によって金利差や金利要因との連動性が高まったり低下したりする現象は、こうしたドルサイクルの局面や時間軸の違いによって、その連動性が変化しているためと整理することができよう。金利差水準の観点からは、金利差が 1% 近辺を恒常的に上回って推移するか、下回って推移するかが、大局的なドルの好不調に対応することも指摘した。

以上の結果から、ドルサイクルやドルの推移を予測する際には、趨勢的な推移においては株価指数比率の推移が重要となるが、数ヵ月以内の短期的な推移については、株価

指数比率と共に金利差要因もやはり重要であり、後者の説明力が上回る場合も十分にあるということになる。金利差要因に影響を与える米国や諸外国の景気動向、あるいは各国中央銀行の金融政策動向など、通常の為替レート予測で注目される材料の重要性が改めて確認できよう。また、こうしたドルと金利差の相関の特性から、ドルは金利差と短期的に連動性を高め易い一方、ある時点では金利差との連動性が崩れ、その時点での金利差水準からドルの相場の水準訂正（ジャンプ）が発生し、その後落ち着いたところで次の金利差との連動性が開始されるという動きがあることが想定される。この点、為替レート予測において、金利差要因だけにウェイトを置き過ぎると、中長期的な見通しを読み誤るリスクがあるという示唆が得られよう。

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、すべてお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い

Copyright 2021 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>