

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7月9日

ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率

～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3）～

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

目次

<要旨>	2
<本文>	3
はじめに	3
1. 為替レートと実質金利・インフレ率の理論的な関係の整理	3
(1) 実質金利の為替レートへの影響	3
(2) 為替レートのインフレ率への影響	5
2. ドルサイクルと実質金利差・期待インフレ率との実際の連動性の検証	6
(1) ドルと実質金利差	7
(2) ドルと米国期待インフレ率	9
(3) ドルと米国期待インフレ率の逆相関の本質的な要因	10
(4) ドルサイクルの局面判断と米国期待インフレ率	12
(5) コロナショック後の米国期待インフレ率の上昇とドル下落	14
3. まとめ～ドルサイクルにおける実質金利差と米国期待インフレ率の位置づけ	14

<要旨>

- 本稿では、ドルサイクルと実質金利、期待インフレ率の関係を検証した。
- 実質金利としては、インフレ連動債 10 年金利を使用。米国実質金利から日英独加豪の実質金利の加重平均金利を差し引いた「実質金利差」、各国名目金利から実質金利を差し引いて算出される期待インフレ率について、米国から 5 カ国の加重平均を差し引いた「期待インフレ率格差」、さらには「米国期待インフレ率」それぞれと、ドルサイクルとの連動性を検証した。この際、ドルサイクルと連動性の高い株価指数比率（米 S&P500 株価指数 / MSCI 新興国株価指数）とも比較した。
- 名目金利差の変動幅に比べて期待インフレ率格差の変動幅は小さく、名目金利差と実質金利差の大局的な推移は大きくは変わらない。このためドルの名目実効為替レートとの相関は、名目金利差よりも実質金利差の方が全般的に高いが、大幅な格差はない。株価指数比率よりも金利差要因のドルに対する連動性が高まり易い数ヵ月以内の短期では、実質金利差のドルに対する連動性は株価指数比率よりも高まり易い一方、長期的・趨勢的には実質金利差よりも株価指数比率のドルに対する連動性が依然として高い。
- むしろ、米国期待インフレ率のドルに対する逆相関が、短期的にも趨勢的にも株価指数比率のドルに対する順相関に匹敵するほど高い。理論的に想定されるドルと米国インフレ率の関係を市場が前倒しで織り込んでいる可能性も排除できないが、ユーロなど他通貨の動きも合わせて考えると、市場のリスク選好・回避の振れに合わせて米国期待インフレ率が上昇・下落し、ドルが下落・上昇している面が強いと考えられる。
- 株価指数比率の動向に基づき決定されるドルサイクルの各局面①～⑤でみると、ドルと米国期待インフレ率は概ね逆相関で推移しているが、ドルがリスク選好地合いで前向きに上昇する局面①や⑤では両者は順相関になり易く、この点株価指数比率の方がドルサイクルに対する説明力はやはり高いと言えよう。
- ドルサイクルやドルの推移をみる上では、株価指数比率と共に、実質金利差だけでなく、米国期待インフレ率の推移も有用な指針となる。特にコロナショック以降、米 FRB の大規模金融緩和により米国期待インフレ率が大幅に上昇し、ドルとの逆相関が高まっており、その行方が注目される。

<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～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～」¹では、1990年代半ば以降のドルの名目実効為替レートのサイクル、すなわちドルサイクルの変動要因について分析。ドルサイクルの変動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指摘した。また、2021年6月4日付国際経済金融論考「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)～」²では、米金利から米国以外のG10諸国の加重平均金利を差し引いた「金利差」についても、ドルサイクルと相応の連動性があることを指摘。もっとも、ドルサイクルの大局的な動きを説明する上では、やはり株価指数比率の影響力がより大きいことをデータに基づき検証した。その際、金利差に関しては名目金利を使用した。為替レート予測では為替レートを実質金利で分析する事例もみられる。そこで本稿では、為替レートと実質金利の関係について理論的に整理した上で、ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率の関係を実際のデータに基づき検証した。

1. 為替レートと実質金利・インフレ率の理論的な関係の整理

(1) 実質金利の為替レートへの影響

実質金利は、名目金利から期待インフレ率を差し引いたものとして定義される。預金や国債に資金を投資すると、一定期間後に名目金利ベースでの収益を得ることができる。しかし、その間インフレ率が上昇すると、資金の形で受け取った金利収益の(物に対する)価値がその分低下してしまうため、実質的な収益は名目金利からインフレ率を差し引いてみるのが正確ということになる³。こうした資産に投資する際には、名目金利から、その時点でのインフレ率の見通しである期待インフレ率を差し引いた実質金利の水準に基づき判断するのが合理的となる。

預金や国債など安全資産の実質金利が低下すると、十分な収益を求めて株式や不動産など、より高い利回りが見込めるようなハイリスク・ハイリターン・ハイコストのリスク資産への投

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～」](#)

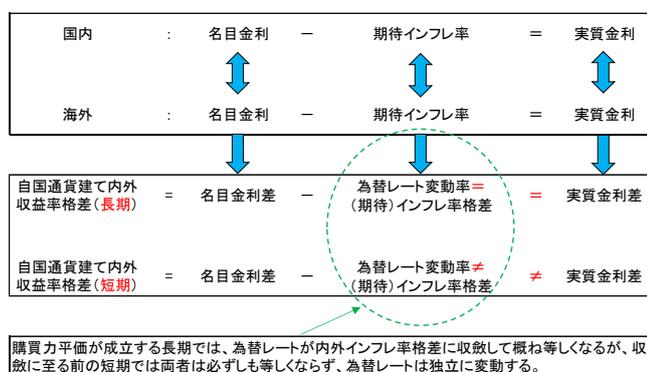
² [2021年6月4日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証\(その2\)～」](#)

³ 正確には元本部分も投資期間中のインフレ率分だけ実質価値が目減りするが、ここでは金利収益部分に議論の焦点を当てる。

資が促される。こうしたリスク資産には海外の金融資産なども含まれ得るため、国内から海外のリスク資産への投資も促される可能性がある。その場合、投資先である海外の一般的な実質利回り水準を確認する意味で、海外の実質金利も投資判断の重要な材料となる。このため、為替レートの決定に関しても、国内と外国の実質金利差が重要とされる場合がある。

海外への投資の際に実質金利差をみるということは、国内と海外の収益率格差が外国との名目金利差と期待インフレ率格差に基づくことが想定されている（第1図）。期待インフレ率格差については、購買力平価の考え方に基づくと、インフレ率が高い国の通貨価値は低下するため、名目金利差が一定であれば外国のインフレ率が高い場合、その分外国の通貨価値が長期的に低下して外国への投資の収益率が低下することが予想される。総合的な投資採算を考えるには実質金利差で考えるのが有用ということになる。この考え方に基づくと、例えば実質金利格差が国内よりも外国に有利な方向へ推移した場合、その分外貨建て金融資産への投資が増えて、外国通貨が増価すると予想されることになる。

第1図：実質金利差と自国通貨建て内外収益率格差



(資料) 国際通貨研究所

第2図：ドル円相場の実勢値と購買力平価の推移



(注) 購買力平価は、OECD 算出の 2020 年時点のドル円購買力平価水準 102.835 を基準に、日米消費者物価指数により作成。
(資料) Bloomberg

しかし、実際に購買力平価の推移、すなわち国内と外国の物価指数の比率の趨勢に為替レートが収斂するのは、ドル円相場の例でみても明らかなように、通常約5年以上の長期の時間軸だ（第2図）。それ以下のより短期の時間軸、為替レートの循環論⁴で考え

⁴ 筆者は、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と考

るような数年以内の時間軸では、為替レートは購買力平価の趨勢にほとんど影響されずに変動する。為替レートが内外インフレ率格差の趨勢（購買力平価）からほぼ独立して動く限り、そのような為替レートで換算される自国通貨建てベースの外国への投資の収益率は、その間の内外インフレ率格差の影響から遮断される（第1図）。つまり、外貨建て金融資産に投資する際の内外収益率格差の比較において、実質金利差が本来意味を持って来るのは為替レートの購買力平価への収斂がみられる長期の時間軸ということになる。より短期の時間軸での自国通貨建て換算の内外収益率格差は、名目金利差に購買力平価の趨勢とは独立に変動する為替レートの変動率を加えたものとなり、投資開始時点では名目金利差に予想為替レートを加味したものになる。そうした自国通貨建て内外収益率格差の予想を基に外貨建て金融資産への投資が行われ、為替レートの決定に影響を与えるため、結局為替レートの循環論で考えるような数年以内の時間軸における為替レートの決定においては、内外名目金利差と市場の予想為替レートが重要となる⁵。

（2）為替レートのインフレ率への影響

以上のように、理論的にインフレ率は購買力平価を通して長期的に為替レートに影響を与えるが、以下の通り為替レートの変動もインフレ率に影響を与えており、両者は相互に影響を及ぼし合っていると考えられる。

為替レートからインフレ率への影響は主に2つの経路によるものが考えられる（第3図）。1つは輸入物価の変動を通じた国内インフレ率への影響だ。例えば自国通貨が減価すれば、通常それだけ輸入品の国内価格が高くなり、国内物価すなわちインフレ率の上昇要因となる。もう1つは、外需や景気の変動を経由したインフレ率への影響だ。例えば自国通貨が減価すれば、輸出品が割安となって価格競争力が向上する一方、輸入品は逆に割高となって国内での価格競争力が低下。輸出が増えて輸入が減るため、外需が増加してGDPギャップ改善につながり、基調的な物価上昇圧力となる。これらのうち、前者の輸入物価を通じたインフレ率への影響の方がより直接的であり、相対的に短い期間で顕在化し易いと考えられる。

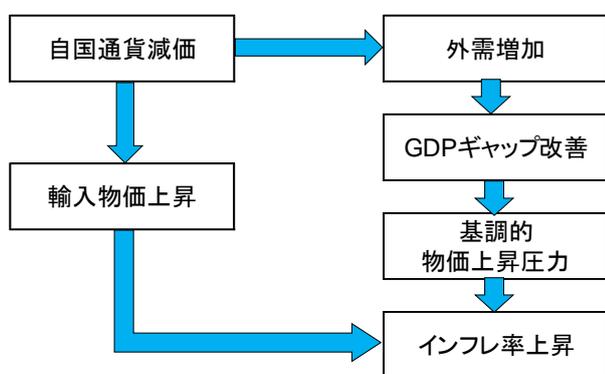
第4図は、ドルの名目実効為替レートの逆数の前年比と、米国の輸入物価及び消費者

えている。本稿はこのうち、通常の為替レート予測と関連する③循環論に関するテーマを検証するものである。①水準論、②趨勢論、③循環論についての考え方は、前掲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」にて説明している。

⁵ 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」では、循環論における為替レートの決定に際して重要な要素となる予想為替レートの変動を支配している要因を各通貨のプレミアムと定義。ドルのプレミアムについては、本稿でも登場する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とを指摘している。

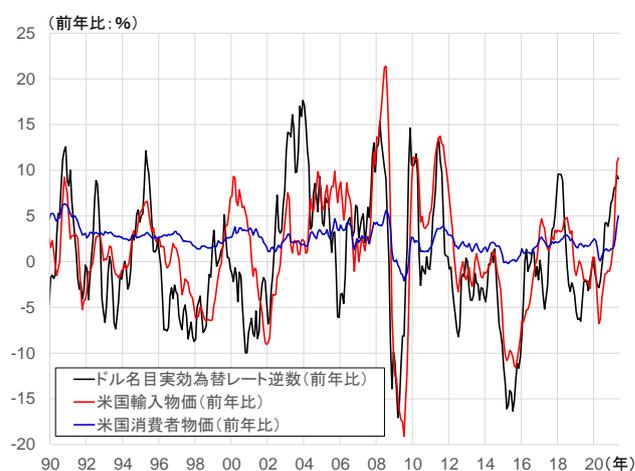
物価それぞれの前年比の推移をみたものである⁶。ドルの変動とインフレ率、特に輸入物価の変動の間には強い相関関係があることを実際のデータでも確認できよう。ドルの変動が先行する傾向があり、為替レートから輸入物価への影響が、概ね数ヵ月から1年程度のタイムラグを伴って発生しているようにみえる。輸入物価の変動は消費者物価にも波及しているが、流通段階での吸収などもあり、消費者物価の変動率はドルの変動率に比べて非常に小幅となっている。前節でみたように、為替レートは消費者物価から計算される購買力平価に約5年以上の長期の時間軸では収斂するが、より短い時間軸では、為替レートは購買力平価（＝消費者物価）から大きく離れて上下に変動し、逆に各種インフレ率に影響を及ぼしていることが、こうしたデータからも確認できる。

第3図：為替レートからインフレ率への影響(自国通貨減価)



(資料)国際通貨研究所

第4図：ドル名目実効為替レート前年比と米インフレ率



(資料)Bloomberg

このように、為替レートは、長期的に購買力平価（インフレ率）から影響を受ける一方、より短期の時間軸では、逆にインフレ率に一定の影響を与えていると考えられる。以上の整理によれば、為替レートと実質金利差の間にみられる一定の連動性には、特に短期の時間軸における為替レートからインフレ率への影響が寄与している可能性もある。こうした点も踏まえながら、次章では実際のデータに基づき、ドルサイクルと実質金利の連動性について検証する。

2. ドルサイクルと実質金利差・期待インフレ率との実際の連動性の検証

本章では、前章でみた為替レートと実質金利やインフレ率との理論的に想定される連動性も踏まえて、ドルの名目実効為替レートと実質金利、期待インフレ率などの推移を

⁶ ドルの名目実効為替レートの逆数の前年比をとっているのは、ドルが下落するほど輸入物価などインフレ率は上昇する対応関係にあるためである。

実際のデータを基に検証する。

まずドルの名目実効為替レートとしては、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」などと同様、幅広い通貨に対するドルの動きを反映しているFRB公表の広義名目実効為替レートを使用する。米国を含む各国の実質金利としては、日次データの取得が可能で、各時点における市場の期待インフレ率を反映しているインフレ連動債10年金利を使用した。実質金利差は、米国10年実質金利から、米国以外の主要先進国の10年実質金利の加重平均実質金利を差し引いて計算した。加重平均実質金利の計算については、Bloombergで日次の連続したインフレ連動債10年金利のデータを取得できる、2014年以降のドイツ（ユーロ）、日本、英国、カナダ、オーストラリアによるものになっている⁷。以下本稿では特に断りの無い限り、米実質金利と加重平均実質金利との差（米実質金利－加重平均実質金利）を「実質金利差」と呼ぶこととする。また、各国の国債10年金利からインフレ連動債10年金利を差し引いたものが、各国の期待インフレ率（10年）となる。期待インフレ率に関しても、以下本稿では、米国の期待インフレ率から、各国の期待インフレ率の加重平均値（加重平均実質金利と同様に計算）を差し引いたものを「期待インフレ率格差」と呼ぶこととする。

（1）ドルと実質金利差

第5図は、2014年以降のドルの名目実効為替レートと、実質金利差の推移をみたものである。両者は比較的同じ方向へ推移しているが、例えば2019年初から2020年初旬までのように逆方向へ推移している時期もある。実質金利差は、名目金利差⁸と期待インフレ率格差に要因分解できるが、名目金利差に比べて期待インフレ率格差の変動幅は比較的小さいことが多いため（第6図）、実質金利差と名目金利差の大局的な推移に大きな違いは無く、ドルとの連動性は実質金利差と名目金利差の間では然程変わらないようにもみえる。但し、2020年以降は、期待インフレ率格差が、米国がより高まる方向へ推移し、実質金利差と名目金利差の推移の間に一定の乖離を発生させており、この点に関しては、本章（5）節で改めて言及する。

⁷ 加重平均金利を計算するためのウェイトは、国際決済銀行（BIS）による直近2019年の世界為替取引量調査に基づく、各通貨の取引量シェアを使用した。

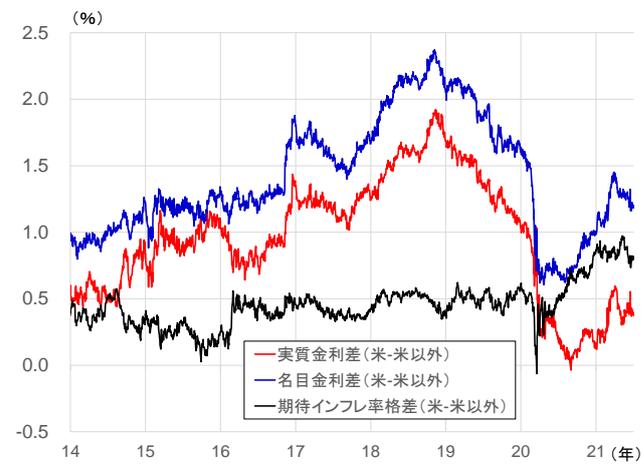
⁸ ここで言う「名目金利差」は、米国債10年金利から、今回加重平均実質金利差の算出の対象となった、ドイツ、日本、英国、カナダ、オーストラリアの国債10年金利の加重平均金利を差し引いたものである。加重平均金利算出のためのウェイトは、2019年BIS世界為替取引量調査での各通貨の取引量シェアを使用。

第5図：ドル名目実効為替レートと実質金利差



(資料) Bloomberg

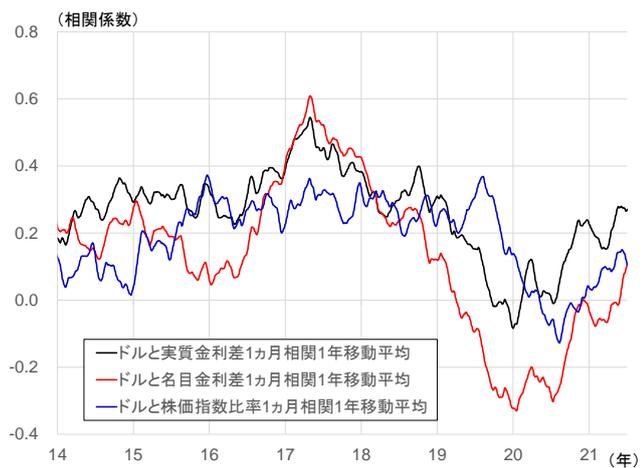
第6図：名目・実質金利差と期待インフレ率格差



(資料) Bloomberg

第7、8図は、ドルの名目実効為替レートと、実質金利差、名目金利差及び株価指数比率とのローリング相関係数を、短期的な相関をみる1ヵ月ウィンドウ(1年移動平均)、より趨勢的な相関をみる2年ウィンドウで計算して比較したものだ。2021年6月4日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因の関係を考える」でも指摘したように、ドルサイクルは名目金利差よりも株価指数比率との連動性が高い。名目金利差よりも幾分ドルとの連動性が高い可能性がある実質金利差が、株価指数比率と比べてドルよりも連動性が高いかどうかをみるために、株価指数比率も加えて検証している。

第7図：ドルと金利差、株価指数比率の1ヵ月相関



(資料) Bloomberg

第8図：ドルと金利差、株価指数比率の2年相関



(資料) Bloomberg

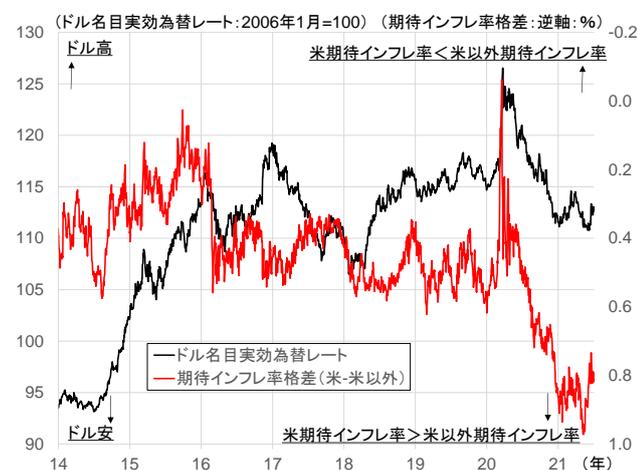
これによると1ヵ月ウィンドウでは、ドルとの相関は、名目金利差、株価指数比率に比べて実質金利差が高い傾向があるようだ。一方、趨勢的な相関をみる2年ウィンドウ

でみると、ドルとの相関は、名目金利差、実質金利差に比べて株価指数比率が高く、次に実質金利差が幾分高い推移となっている。実質金利差とドルとの相関は、全般的に名目金利差より高い傾向があると共に、趨勢的には株価指数比率よりは低く、趨勢的なドルサイクルの推移に対する説明力は、やはり株価指数比率が最も高いようだ。

(2) ドルと米国期待インフレ率

名目金利差よりも実質金利差の方がドルとの連動性が幾分高いということは、両者の差分である期待インフレ率格差（米－米以外）とドルとの逆相関関係が相応に寄与していると考えられる。既述の通り、名目金利差に比べて期待インフレ率格差の変動幅の大きさは限定的だが、第9図の通り、実際ドルの名目実効為替レートと期待インフレ率格差の推移をみると、両者の変動には一定の逆相関関係がある（期待インフレ率格差の右軸が逆軸となっていることに注意）。さらに期待インフレ率格差を構成する米国の期待インフレ率と米国以外の期待インフレ率は趨勢的に同じ方向へ推移し易く、米国の期待インフレ率の変動が大きい傾向があるため、期待インフレ率格差は、米国の期待インフレ率の動きに振らされ易い。そこでドルの名目実効為替レートと米国の期待インフレ率の推移をみると、両者にはより強い逆相関関係があることを確認できる（第10図）⁹。

第9図：ドル名目実効為替レートと期待インフレ率格差



(資料) Bloomberg

第10図：ドル名目実効為替レートと米国期待インフレ率



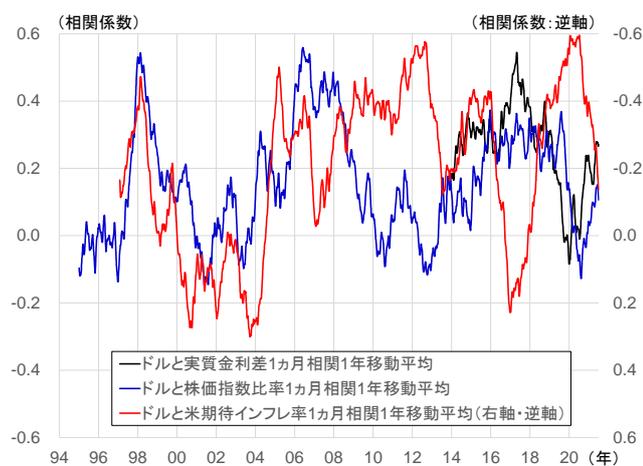
(資料) Bloomberg

第11、12図は、ドルの名目実効為替レートと、実質金利差、株価指数比率、米国期待インフレ率それぞれとの1ヵ月・2年ウィンドウのローリング相関係数を比較したものだ（1ヵ月ウィンドウは1年移動平均）。ドルと米国期待インフレ率は逆相関になる

⁹ 米国のインフレ連動債10年金利については、Bloombergで1997年より取得可能なため、第10図では1990年代後半以降についてみている。

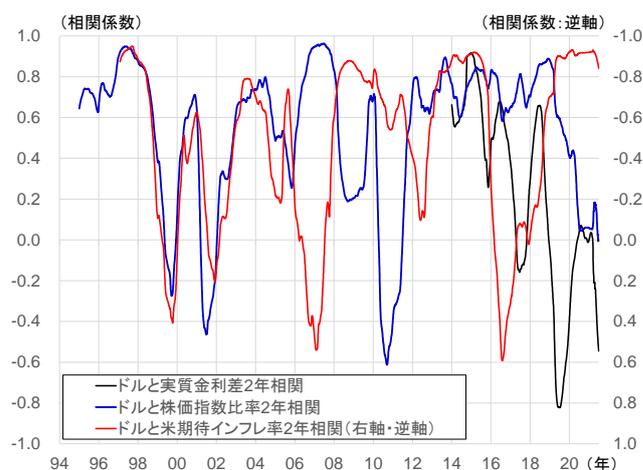
と想定されるため、両者の相関係数については右軸で逆軸としている。これらを見ると、米国期待インフレ率とドルの逆相関は、時期によって変動はあるものの、実質金利差や株価指数比率とドルとの順相関と比べても遜色のない高いものであることがわかる。前節でみたように、名目金利差よりも実質金利差の方がドルとの相関が高い傾向があるのは、こうした米国期待インフレ率とドルとの逆相関の高さが寄与しているためとみることができよう。

第11図：ドルと米国期待インフレ率などの1ヵ月相関



(注) 実質金利差の相関係数は、データ制約上 2014 年以降となっている。
(資料) Bloomberg

第12図：ドルと米国期待インフレ率などの2年相関



(注) 実質金利差の相関係数は、データ制約上 2014 年以降となっている。
(資料) Bloomberg

(3) ドルと米国期待インフレ率の逆相関の本質的な要因

このように、ドルと米国期待インフレ率の逆相関は、ドルサイクルと連動性が高い株価指数比率と比べても遜色が無い比較的高い水準となっている。理論的な整理でみたように、購買力平価を通じた実際のインフレ率から為替レートへの影響は数年単位の時間軸で発生するものであり、為替レートから国内インフレ率への影響も、数ヵ月から1年程度のタイムラグがあるはずだ。これに比べると、ドルと米国期待インフレ率の逆相関はほぼ同時進行となっている。

こうした実際のドルと米国期待インフレ率の動きの背景として、まず考えられるのは、米国期待インフレ率の上昇・下落が、市場参加者のドル建て資産に対する同時進行的な嫌気・好感につながるという期待要因で、ドルの動向に逆相関の形で影響を及ぼしている可能性があるだろう。また、逆にドルの上昇・下落による国内インフレ率への影響を市場が予想して織り込み、米国期待インフレ率が前倒しで低下・上昇しているとも考えられよう。

もっとも、実はユーロなど他の通貨では、通貨の動きと当該国の期待インフレ率の動

きが、ドルの場合とは逆に順相関となるケースがある。第 13～16 図は、ユーロ、日本円、英ポンド、カナダ・ドルの名目実効為替レートと各国の期待インフレ率の推移をみたものである（ユーロはドイツの期待インフレ率）。第 14 図の日本のみ米国と同様に右軸の期待インフレ率を逆軸で取っているが、それ以外の 3 カ国は逆軸にはしていない。これをみると、日本円はドルと同様に期待インフレ率と明瞭に逆相関であるが、ユーロとカナダ・ドルは順相関となっている。英ポンドは順相関と逆相関が混在しているが、どちらかと言えば、ユーロなどと同様に順相関と言える。これは、通貨と期待インフレ率の間で本来理論的に想定される逆相関が、通貨によっては必ずしも成立していないことを示唆している。

第 13 図：ユーロ名目実効為替レートと独期待インフレ率



(資料) Bloomberg

第 14 図：日本円名目実効為替レートと日本期待インフレ率



(資料) Bloomberg

第 15 図：英ポンド名目実効為替レートと英期待インフレ率



(資料) Bloomberg

第 16 図：加ドル名目実効為替レートとカナダ期待インフレ率



(資料) Bloomberg

こうした通貨ごとの期待インフレ率に対する反応の違いをみると、ドルや円などいわゆる安全な通貨とみなされ易く、市場がリスク選好地合いの時に下落し易い通貨は期待インフレ率に対して逆相関となっていることがわかる。一方、ユーロや英ポンド、カナダ・ドルなど、市場がリスク選好地合いの時に上昇し易い通貨は、期待インフレ率に対して順相関になっている¹⁰。そもそも各国の期待インフレ率は、グローバルに経済状況が改善して市場がリスク選好的な状況では上昇、逆の状況では下落という形で連動し易い。一方、為替レートの変動は世界全体ではゼロサムであり、相対的に上昇する通貨があれば、必ず相対的に下落する通貨がある。リスク選好的な状況で、米国も含めて期待インフレ率が上昇する局面では、ドルや円のような安全通貨が下落し、ユーロやカナダ・ドルなどの通貨は逆に上昇すると考えると、こうした市場の動きを説明できよう。ドルの米国期待インフレ率との逆相関は、期待インフレ率の変動に対応してドルが好感・嫌気されたり、ドルの動きがインフレ率に与え得る影響が期待インフレ率の動きに影響を及ぼしているという側面も排除はできないものの、市場のリスク選好に対応した通貨の反応メカニズムが、より強く作用していると考えられよう。

(4) ドルサイクルの局面判断と米国期待インフレ率

このように通貨ごとの期待インフレ率に対する反応の違いは、市場のリスク選好・回避に対する通貨ごとの反応の違いと相応に連動していることから、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」で指摘した為替レートの変動の重要な要因である「各通貨のプレミアム」の動きとも関連性があると考えられる。同論考では、ドルサイクルと連動性の高い、米 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が、ドルの通貨プレミアムの代理変数になっている可能性を指摘。この株価指数比率の分母・分子である両株価指数の上昇・下落の組み合わせに基づき、局面①（リスク選好のドル高）など、6つの局面に分類した¹¹。

第17図は、1990年代半ば以降のドルサイクルの各局面における、ドル、米名目金利、

¹⁰ ユーロなどドル以外の通貨の名目実効為替レートは、BIS算出の広義ベース名目実効為替レートを使用。カナダ・ドルの名目実効為替レートは、米ドルのウェイトが57.7%と高いため、米ドルの動きの反作用を自動的に受け易い面もあると考えられる。英ポンドの名目実効為替レートも、ユーロのシェアが45.0%と高く、ユーロの変動の反作用を受け易い面があると考えられる。また、英国の期待インフレ率は3%を挟んだ水準で推移しており、2%近辺やそれ以下のゾーンで推移している米国やドイツなどと比べると高い。このため、英国の期待インフレ率が急速に高まる局面では、市場のリスク選好地合いによる英ポンド上昇圧力と、インフレ率上昇懸念から英ポンドが嫌気されることによる下落圧力が綱引きとなり、期待インフレ率の上昇・下落に対する英ポンドの動きの方向性が定まり難くなっている可能性もあろう。

¹¹ ドルサイクルの局面判断は、局面①（リスク選好のドル高）、局面②（リスク選好のドル安）、局面③（リスク回避のドル高）、局面④（リスク回避のドル安）、局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）、局面⑥（米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安）の6つの局面が想定される。

米実質金利、米国期待インフレ率の上昇・下落の方向を整理したものだ。最右行にドルと米国期待インフレ率が理論的な想定通り逆相関になっているかどうかについて○×で表示している。これによると、両者はほとんどの局面で逆相関となっていることを確認できると共に、一部の局面①や⑤で順相関となっている。米国期待インフレ率は、基本的に市場のリスク選好局面では上昇、リスク回避局面では低下する。この点、まず局面②（リスク選好のドル安）では米国期待インフレ率が上昇して下落するドルと逆相関になると想定される。また、局面③（リスク回避のドル高）では、米国期待インフレ率が下落して上昇するドルと逆相関になる想定される。局面④（リスク回避のドル安）も実際はドル高となり易く、下落する米国期待インフレ率と逆相関になると想定される。一方、局面①（リスク選好のドル高）は、リスク選好で米国期待インフレ率が上昇する中でドルが上昇するため、両者は順相関となり易い。局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）も、米国のリスク選好が強く出て、米国期待インフレ率が上昇すれば、上昇するドルと順相関になり易くなる。

第 17 図：ドルサイクルの各局面におけるドル、米名目金利、米実質金利、米国期待インフレ率の方向

期間	営業 日数	ドルサイクル の局面	ドルの動き	米名目金利	米実質金利	米インフ レ期待	ドルと米イン フレ期待が 逆相関
1	1995年5月8日～1997年7月29日	①	↑	↓	NA	NA	NA
2	1997年7月30日～1998年9月11日	⑤	↑	↓	↑	↓	○
3	1998年9月14日～2000年2月18日	②	↓	↑	↑	↑	○
4	2000年2月21日～2000年12月5日	③	↑	↓	↓	↓	○
5	2000年12月6日～2001年10月3日	④	↑	↓	↓	↓	○
6	2001年10月4日～2007年11月7日	②	↓	↓	↓	↑	○
7	2007年11月8日～2008年10月27日	③	↑	↓	↑	↓	○
8	2008年10月28日～2010年10月4日	②	↓	↓	↓	↑	○
9	2010年10月5日～2015年4月27日	①	↑	↓	↓	↑	×
10	2015年4月28日～2016年1月21日	③	↑	↑	↑	↓	○
11	2016年1月22日～2016年12月22日	①	↑	↑	↓	↑	×
12	2016年12月23日～2018年1月26日	②	↓	↑	↓	↑	○
13	2018年1月29日～2020年5月27日	⑤	↑	↓	↓	↓	○
14	2020年5月28日～2021年2月17日	②	↓	↑	↓	↑	○
15	2021年2月18日～2021年7月8日	⑤	↑	↑	↓	↑	×

(資料) 国際通貨研究所

このように、ドルと米国期待インフレ率は、ドルサイクルにおける各局面でも基本的に逆相関で推移しているが、局面①や⑤などドルが前向きに上昇する場合に順相関となり易い。米国期待インフレ率は、逆相関の形でドルと相応の連動性が認められるが、局面①や⑤などにおいて、株価指数比率よりは連動性は劣る傾向があると言えよう。

(5) コロナショック後の米国期待インフレ率の上昇とドル下落

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が本格化し始めた 2020 年 2 月～3 月にかけて、世界の金融市場でのドルのキャッシュを求める動きから、ドルは一旦大きく上昇した。しかし、その後米 FRB が大規模な金融緩和策に踏み切ると共に、米財政当局も大規模な景気刺激策を実施したことで、世界の金融市場は落ち着きを取り戻し始め、次第にリスク選好的な地合いが強まった。第 17 図の通り、ドルサイクルの局面判断では、2020 年 5 月末から 2021 年 2 月中旬まで局面②（リスク選好のドル安）にあり、実際この間ドル安圧力が強まった。2021 年 2 月中旬から足元までは局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）にあり、ドルも幾分か反発が見られ始めている状況だ。こうしたドル安圧力について、市場ではドルの実質金利の低下、あるいは実質金利差のドルに不利な方向への推移を指摘する見方が多いようだ。

この点、本稿の分析に基づけば、米当局の大規模な財政・金融政策を受けて、ドルと逆相関で推移する米国期待インフレ率を大幅に上昇させるような市場環境が、ドル安圧力の要因としてはより大きいということになる。実際前掲の第 10 図の通り、米国期待インフレ率は 2020 年以降、数年来の急上昇をみせており、第 11、12 図の通り、2020 年以降のドルは、実質金利差よりも米国期待インフレ率との（逆相関の）連動性が大きく高まっている。ドルは株価指数比率との連動性もここ 1 年程低下しており、こうした米国期待インフレ率の大幅な上昇のドルへの影響がその要因の 1 つと考えられそうだ。

こうした中、第 10 図、11 図からも確認できるように、2021 年以降、米国期待インフレ率の上昇に対するドルの下落の感度は鈍化しつつあるようだ。FRB は 2021 年 6 月の FOMC で資産買入の縮小（テーパリング）の検討に着手するとした。これを受けた米国期待インフレ率の下落はまだ小幅に過ぎず、ドルも小幅な反発に止まっているが、今後米国期待インフレ率がさらに低下することになれば、ドルにとってはさらなる反発材料となり得よう。

3. まとめ～ドルサイクルにおける実質金利差と米国期待インフレ率の位置づけ

本稿では、ドルサイクルと実質金利、期待インフレ率の連動性について、実際のデータを基に検証した。ドルの名目実効為替レートとの相関を比べると、全般的に名目金利差よりも実質金利差の方が幾分高い。名目金利差は短期的には株価指数比率よりもドルとの連動性が高い場合があり、実質金利差も短期的にはさらにドルとの連動性が高い場合が多い。一方、趨勢的・大局的なドルとの相関については、実質金利差が名目金利差に比べて幾分高いが、両者に比べて株価指数比率が明確に高い。名目金利差と実質金利

差の差分である期待インフレ率格差の変動幅が、名目金利差の変動幅に比べて小さく、名目金利差と実質金利差の推移が大局的には然程変わらないためだ。

もっとも、その差分を構成する米国期待インフレ率とドルの逆相関は、ドルと株価指数比率との順相関に匹敵するほどに高い。こうした実際に観察されるドルと米国期待インフレ率との同時進行的な逆相関の高さには、まず理論的に想定されるドルと米国インフレ率のタイムラグを伴った連動性を、市場が前倒しに織り込んでいる可能性がある。もっとも、ユーロなど他の通貨では期待インフレ率と順相関で推移し易いケースがあることから、グローバルに市場がリスク選好的となり、各国期待インフレ率が上昇する際に、日本円などと同様に安全な通貨とみなされているドルが下落し、結果的に期待インフレ率との逆相関が発生している面がより強いと考えられる。こうした推移から、米国期待インフレ率の変動は、ドルサイクルの変動を規定するドルのプレミアムの変動と関連性があるとみられる。ドルサイクルの各局面でみると、米国期待インフレ率は基本的にドルと逆相関の推移となっているが、ドルが前向きに上昇する局面①や局面⑤では順相関となり易く、この点、ドルサイクルに対する説明力は、やはり株価指数比率の方が高いと言える。

以上より、ドルサイクルやドルの推移を予測する上で、特に数ヵ月以内の短期において実質金利差は一定の連動性があり、重要なファクターの1つとみることができる。同時に米国期待インフレ率は、短期だけでなく大局的・趨勢的な時間軸でも重要なファクターであり、株価指数比率の動向と合わせて注視して行く必要がある。取り分けコロナショック以降は、FRBによる大規模金融緩和などによる米国期待インフレ率の急上昇でドルとの逆相関が強まっており、今後の動向が注目される。

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 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>