

# 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

2022 年 9 月 5 日

## 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）～

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  |
| はじめに .....                                  | 3  |
| 1. ドルサイクルについて（再説） .....                     | 3  |
| (1) 為替レートの変動構造とドルサイクル .....                 | 3  |
| (2) ドルサイクルにおける 6 つの局面 .....                 | 5  |
| 2. ドルサイクルに基づくドル円相場のサイクルの検証 .....            | 7  |
| (1) ドルサイクルの各局面で想定されるドル円相場の変動パターン .....      | 7  |
| (2) ドルサイクルの各局面における実際のドル円相場の推移 .....         | 10 |
| a) 局面①（リスク選好のドル高局面） .....                   | 11 |
| b) 局面②（リスク選好のドル安局面） .....                   | 12 |
| c) 局面③（リスク回避のドル高局面）と局面④（リスク回避のドル安局面） .....  | 14 |
| d) 局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面） .....        | 16 |
| e) ドルサイクルの各局面におけるドル円相場の変動パターンの総括 .....      | 17 |
| 3. ドルサイクルからみるドル円相場と米日金利差の関連性 .....          | 18 |
| (1) ドル円相場と米日 10 年金利差の連動性の要因 .....           | 18 |
| (2) 各サイクルにおけるドル円相場と米日 10 年金利差の推移 .....      | 19 |
| (3) ドル円相場と米日 10 年金利差の短期と長期の相関 .....         | 21 |
| 4. まとめ～ドルサイクルからみるドル円相場の循環的な変動メカニズムと今後 ..... | 22 |
| (1) ドル円相場の循環的な変動メカニズム .....                 | 22 |
| (2) 循環的な変動メカニズムから考える今後のドル円相場 .....          | 23 |

## <要旨>

- 本稿では、ドルの循環的変動であるドルサイクルとドル円相場の関係に基づき、ドル円相場の循環的な変動メカニズムについて検証した。
- ドルサイクルの各局面について、ドル円相場の上昇・下落の別に、局面②A・②Bなどとさらに分類し、ドル円相場のサイクルの局面判断分析を行った。
- まず円は、2000 年代半ば以前はドルの変動の主な受け皿通貨として推移する傾向が強かったため、ドル円相場のサイクルはドルサイクルと全て一致していた。一方、2000 年代半ば以降は、円は安全通貨としての傾向が強まり、ドルが安全通貨として推移する場合にはドルと連動し易くなったため、ドル円相場の方向性にとっては、ドルサイクルの各局面におけるドルと円の方向性と強弱がポイントとなった。
- 2000 年代半ば以降については、実際のドル円相場の推移に基づき、ドルサイクルの各局面におけるドル円相場のサイクルのパターンを確認することにより、ドル円相場の変動メカニズムを検証することができる。例えば、ドル建て資産への前向きな資金流入でドルが上昇する局面①（リスク選好のドル高局面）では、ドル上昇とリスク選好による円の下落によりドル円相場は上昇し易い。一方、ドル建て資産に逃避資金が流入する局面③（リスク回避のドル高局面）は、リスク選好局面下の大幅な円安の後に発生することが多いため、その巻き戻しからドル安円高となり易い。
- ドル円相場と米日 10 年金利差の間の相応の連動性は、ドルと米日 10 年金利差との順相関よりも、円と米日 10 年金利差の逆相関の高さによるところが大きい。但し、ドルサイクルと米日 10 年金利差が、ドル円相場に対して異なる方向をシグナルしているケースでは、ドル円相場はドルサイクルに沿って推移する 경우가やや多いようだ。尚、米日 10 年金利差は、1 年程度以上のドルサイクルの各局面よりも短期の数ヵ月単位では、限界的にドルサイクルよりもドル円相場と相関が高い場合がある。
- 足元は、インフレ抑制のための FRB による利上げで米株価が下落し、2021 年 12 月以降、ドルサイクルは局面③（リスク回避のドル高）にあり、米金利上昇などによる円の下落も相俟ってドル円相場は上昇局面にある。過去の局面③では景気の顕著な減速を伴い、米金利低下とドル以上の円の上昇によりドル円相場は下落していた。現状はそこまで至っていない過渡的な状況にあるとも言える。もっとも、インフレ率と米金利の高止まり、それによる米景気減速をみる向きが増えており、その場合、ドルの底堅い推移と、リスク回避による円の上昇圧力が米金利高止まりで相殺され、円が上げ渋ることにより、ドル円相場は高止まり・下げ渋りになると想定される。

## <本文>

### はじめに

為替レートの変動メカニズムに関しては、アカデミックな議論から実務的な為替レート予測まで様々な見方・考え方があるが、為替レートの変動を一貫した法則で説明するのは容易ではない。これまで筆者は、より普遍的な為替レートの変動メカニズムを検証すべく、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～」<sup>1</sup>を始めとした論考により、まず数年単位の循環的な為替レートのサイクルの中心を成すドルサイクルに焦点を当てて分析を行って来た。本稿では、これらから得られた成果を基に、ドル円相場とドルサイクルの関係から、ドル円相場の数年単位のサイクルの変動メカニズムについて検証した。

### 1. ドルサイクルについて（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（第1図）。こうした見方に基づく、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2図）。

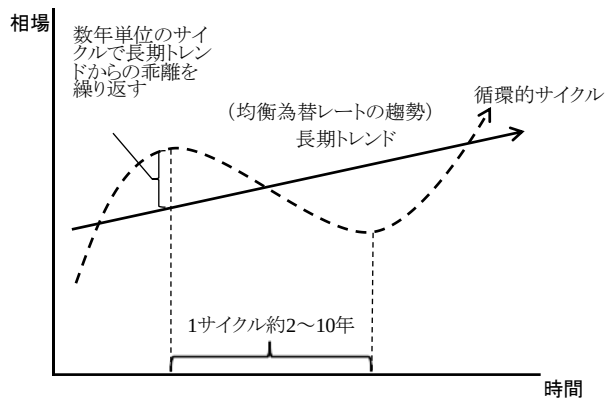
このうち、一般的な為替レート予測に関係するのは③循環論である。この循環論を考える上では、様々な通貨の周期的な変動が、基軸通貨であるドルのサイクルを中心に形成されていることから、ドルサイクルに焦点を当てることが、為替市場全体の変動や様々な為替レートの予測にとって有用な切り口となる。そしてこのドルサイクル、すなわちドルの名目実効為替レートのサイクルの大局的な動きが、米国株価指数（S&P500

---

<sup>1</sup> [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～」](#)

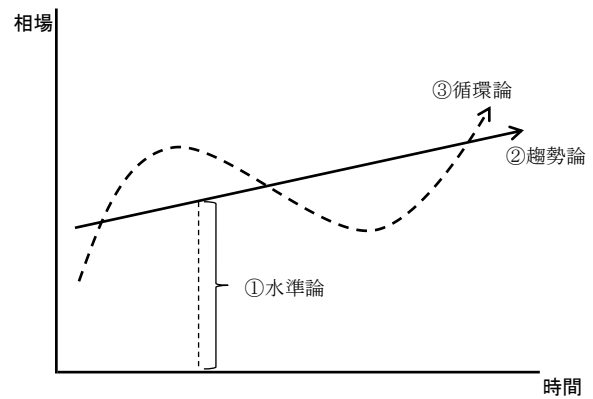
株価指数)を新興国株価指数(MSCI 新興国株価指数:現地通貨建て)で割った株価指数比率で良く説明できることを指摘した(第3、4図)。

第1図: 為替レート変動の構造



(資料)国際通貨研究所

第2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3図: ドルの名目実効為替レートと株価指数比率



(注1) 番号①～⑥はドルサイクルの局面判断(後述)。  
(注2) ドルの名目実効為替レートはFRB公表のブロードベース。  
(資料) Bloomberg

第4図: 米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数



(注1) 番号①～⑥はドルサイクルの局面判断(後述)。  
(資料) Bloomberg

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)～」<sup>2</sup>でも指摘しているように、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

<sup>2</sup> 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)～」

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。

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。例えば、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。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、ドルの名目実効為替レート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。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。

## （２）ドルサイクルにおける 6 つの局面

上記 2020 年 4 月 2 日付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国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 5 図）。

第 5 図：ドルサイクルの各局面

| 局面     | 局面①           | 局面③           | 局面⑤                  |
|--------|---------------|---------------|----------------------|
| 株価     | 米国株上昇＞新興国株上昇  | 米国株下落＜新興国株下落  | 米国株価上昇・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     | 米国株上昇＜新興国株上昇  | 米国株下落＞新興国株下落  | 米国株価下落・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 |

（注）局面④と⑥は分類上ドル安と表記しているが、米経済の状況悪化は新興国経済などにも悪影響を与えるため、実際はドル高となり易い。

（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

国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国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国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、米国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。以上の分類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は発生し難い。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いと想定される。実際 2001 年を中心に一度発生した際にはドルは上昇していた。

局面⑤は、米国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、米国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と想定される場合であり、「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と想定されるケースだ。もっとも、現状の世界における米経済や米金融市場のプレゼンスを考えると、米国以外の国の経済が米経済悪化の影響を免れて好調を維持し続けることは考え難く、これは局面④以上に起こり難いと考えられる。実際、これまで一度も発生していない。

前掲第 3、4 図における番号①～⑤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。足元までドルは、全ての局面判断と整合的に推移している。

尚、2022 年 5 月 25 日付国際金融トピックス「米株価急落でドルサイクル転換の可能

性も趨勢的なドル高は持続」<sup>3</sup>では、2022 年初からの米国株価指数と新興国株価指数の下落転換を受けて、ドルサイクルは 2021 年 2 月に開始されていた局面⑤が終焉し、2021 年末以降、局面③あるいは④に転換した可能性が浮上したものの、まだ過渡期にあることを指摘した。米国株価指数が、2021 年 2 月の局面⑤の開始時点の水準をまだ大幅に割り込んでおらず、今後大きく持ち直しに向かえば、まだ上昇局面が続いていたことになり、局面⑤が継続していたことにもなり得るためだ。その後米株価指数は、実際に一旦持ち直す場面もあり、まだこうした過渡期が続いているとも言える状況だ。しかし、2022 年初以来の米国株価指数の下落局面も半年以上続いており、FRB による急ピッチの利上げの影響から、今後米国株価指数が大幅な下落に転じるとの見方も増えつつあるため、以下本稿では年初から局面③に転換したと暫定的に判断して議論を進めている<sup>4</sup>。

## 2. ドルサイクルに基づくドル円相場のサイクルの検証

### (1) ドルサイクルの各局面で想定されるドル円相場の変動パターン

ドル円相場の推移は、言うまでも無くドルサイドの動きと円サイドの動きを合わせたものになる。そこでドル円相場の循環的な推移をドルサイクルに基づいて考えるにあたり、まず前節でみたドルサイクルの各局面判断において想定される円の動きを確認し、それに基づき想定されるドル円相場の変動パターンについて整理する。

2022 年 8 月 24 日付国際経済金融論考「安全通貨としての円について～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 5）～」<sup>5</sup>で検証したように、円は 2000 年代半ば以前は、ユーロと共にドルの変動の主な受け皿通貨の傾向が強かった。ドルが上昇する場合は下落、下落する場合は上昇する傾向があり、このため、円の名目実効為替レートは、米 S&P500 株価指数と順相関、つまりリスク選好的な局面で上昇する場合もあり、いわゆる安全通貨として推移する傾向は必ずしも強くなかった（第 6、7 図）。

<sup>3</sup> [2022 年 5 月 25 日付国際金融トピックス「米株価急落でドルサイクル転換の可能性も趨勢的なドル高は持続」](#)

<sup>4</sup> 米国株価指数と新興国株価指数の年初からの下落率はあまり変わらないため、現状局面③か④の境界にあるが、両局面ともリスク回避でドルが上昇する局面（局面④は分類以上ドルが下落する局面だが、既述の通り実態はドルが上昇し易い）であるため、最終的にいずれの局面でも以下の議論に大きな影響は無い。

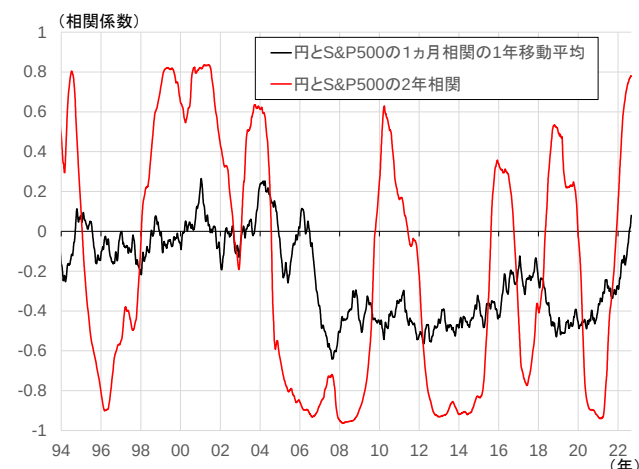
<sup>5</sup> [2022 年 8 月 24 日付国際経済金融論考「安全通貨としての円について～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その 5）～」](#)

第 6 図：円の名目実効為替レートと米 S&P500 株価指数



（注）円の名目実効為替レートは BIS 公表のナローベース。  
（資料）Bloomberg

第 7 図：円の名目実効為替レートと米株価指数の相関



（資料）Bloomberg

一方、2000 年代半ば以降は、ドルの変動の受け皿通貨として、資源国・新興国通貨が浮上、代わりに円の受け皿通貨としての役割が後退すると共に、円は安全通貨の側面も持つドルと連動し易くなった。これにより円の名目実効為替レートは、米 S&P500 株価指数と逆相関の傾向が強くなり、リスク選好的な局面では下落し易く、リスク回避的な局面では上昇し易いという、安全通貨として推移する傾向が強まった。

つまり、2000 年代半ば以前については、円相場はドルの受け皿通貨として、ドルサイクルのどの局面においても、基本的にドルサイクルと逆方向に推移する傾向があったと想定される。一方、2000 年半ば以降は、円相場は安全通貨として推移する傾向が強まった。このためドルサイクルにおいて、米国株価指数と新興国株価指数が共に上昇する局面①（リスク選好のドル高局面）と局面②（リスク選好のドル安局面）では、円相場は下落する傾向があり、両株価指数が共に下落する局面③（リスク回避のドル高局面）と局面④（リスク回避のドル安局面）では上昇する傾向があると想定される。一方、米国株価指数と新興国株価指数のどちらかが上昇し、どちらかが下落する局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面）と局面⑥（米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安局面）では、総合的にみて市場全体がリスク選好的かリスク回避的かどうかで円の方角性はマチマチになるとみられる。こうした整理に基づいて、改めてドルサイクルの各局面において想定されるドル円相場の変動パターンを分類すると、第 8 図の通りとなる。

第 8 図：ドルサイクルに基づき想定される各局面におけるドル円相場の変動パターン

| ドルサイクル |                                     | 円の動き       |            |        | ドル円相場 |           |
|--------|-------------------------------------|------------|------------|--------|-------|-----------|
|        |                                     | 2000年代半ば以前 | 2000年代半ば以降 |        |       |           |
| 局面①    | リスク選好のドル高                           | 円安         | —          | —      | 局面①   | 上昇(ドル高円安) |
|        |                                     | —          | 円安         | —      |       |           |
| 局面②    | リスク選好のドル安                           | 円高         | —          | —      | 局面②A  | 下落(ドル安円高) |
|        |                                     | —          | 円安         | ドル安>円安 |       |           |
|        |                                     | —          | 円安         | ドル安<円安 | 局面②B  | 上昇(ドル高円安) |
| 局面③    | リスク回避のドル高                           | 円安         | —          | —      | 局面③A  | 上昇(ドル高円安) |
|        |                                     | —          | 円高         | ドル高>円高 |       |           |
|        |                                     | —          | 円高         | ドル高<円高 | 局面③B  | 下落(ドル安円高) |
| 局面④    | リスク回避のドル安→実際はドル高になり易い               | —          |            |        | 局面④A  | 下落(ドル安円高) |
|        |                                     | —          |            |        | 局面④B  | 上昇(ドル高円安) |
| 局面⑤    | 米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高                | 円安         | —          | —      | 局面⑤A  | 上昇(ドル高円安) |
|        |                                     | —          | 円安         | —      |       |           |
|        |                                     | —          | 円高         | ドル高>円高 | 局面⑤B  | 下落(ドル安円高) |
|        |                                     | —          | 円高         | ドル高<円高 |       |           |
| 局面⑥    | 米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安→実際はドル高になり易い可能性 | —          |            |        | 局面⑥A  | 下落(ドル安円高) |
|        |                                     | —          |            |        | 局面⑥B  | 上昇(ドル高円安) |

(資料) 国際通貨研究所

まず局面①（リスク選好のドル高局面）では、ドルが上昇すると共に、円は 2000 年代半ば以前ではドルの変動の受け皿として下落し、2000 年代半ば以降はリスク選好で下落するため、いずれにしてもドル円相場は上昇する（ドル高円安）と考えられる。

局面②（リスク選好のドル安局面）では、ドルが下落すると共に、円は 2000 年代半ば以前ではドルの変動の受け皿として上昇し、ドル円相場は下落する（ドル安円高）と想定される。2000 年代半ば以降は、リスク選好で円も下落するため、ドル円相場の方向性はドルと円どちらの下落率が大きいかで上昇・下落のどちらもあり得ることになる。以上から、ドルが円よりも下落してドル円相場が下落する場合を局面②A、円がドルよりも下落してドル円相場が上昇する場合を局面②B とする。

局面③（リスク回避のドル高局面）では、ドルが上昇すると共に、円は 2000 年代半ば以前ではドルの変動の受け皿として下落し、ドル円相場は上昇すると想定される。2000 年代半ば以降は、リスク回避で円も上昇するため、ドル円相場の方向性はドルと円のどちらの上昇率が大きいかで上昇・下落のどちらもあり得ることになる。以上から、ドルが円よりも上昇してドル円相場が上昇する場合を局面③A、円がドルよりも上昇してドル円相場が下落する場合を局面③B とする。

局面④（リスク回避のドル安局面）では、既述の通りドルの方向性は明確ではなく、2001 年を中心に一度発生した際はドル高となっていた。円は 2000 年代半ば以前ではドルの変動の受け皿通貨として推移し、2000 年代半ば以降はリスク回避で上昇するが、ドルの方向性や、仮にドルが上昇した場合でもドルと円のどちらの上昇率が大きいかでドル円相場は上昇・下落のどちらもあり得るため、ドル円相場が下落する場合を局面④

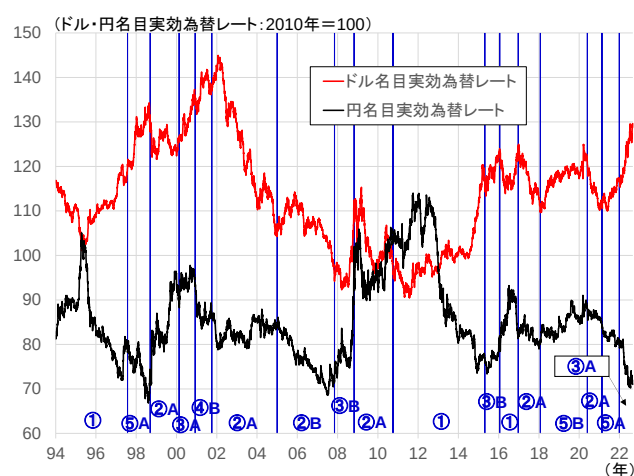
A、ドル円相場が上昇する場合を局面④B とする。

局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面）は、ドルが上昇する一方、円は 2000 年代半ば以前ではドルの変動の受け皿通貨として下落し、ドル円相場は上昇すると想定される。2000 年代半ば以降は市場全体がリスク選好かリスク回避かで円の推移はマチマチとなり、ドル円相場の方向性も円の方向性や上昇する場合はその上昇率次第となる。そこでドル円相場が上昇する場合を局面⑤A、ドル円相場が下落する場合を局面⑤B とする。局面⑥（米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安局面）はドルと円共に方向性が明確でないため、ドル円相場が下落する場合を局面⑥A、ドル円相場が上昇する場合を局面⑥B とする。

## （2）ドルサイクルの各局面における実際のドル円相場の推移

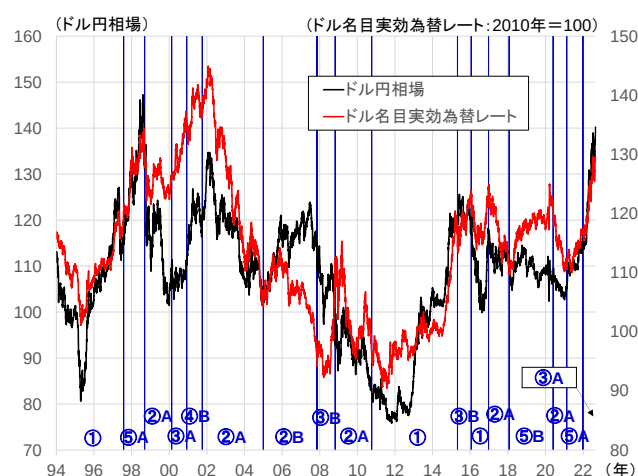
では実際のドル円相場は各局面でどのように推移していたのだろうか。第 9 図は、1994 年以降のドル及び円の名目実効為替レートの推移、第 10 図は 1994 年以降のドルの名目実効為替レートとドル円相場の推移をみたものだ。第 8 図での整理・分類に基づくドルサイクル及びドル円相場の局面判断も合わせて示している。各局面の区切りは第 3 図などでみたこれまでのドルサイクルと同様になっている。但し、ドルサイクルでは 2001 年末頃から 2007 年末頃までを局面②としていたが、この間 2005 年初にドル円相場が下落サイクルから上昇サイクルへと転換しているため、2005 年初だけは新たに区切りを入れ、前半を局面②A、後半を局面②B としている。1994 年以降、局面①～⑤は少なくとも 1 回は発生しているが、局面⑥は一度も発生していない。第 11 図は、ドル円相場の各局面と実際のドル円相場の動きなどを、局面ごとに一覧にまとめたものだ。

第 9 図 :ドルと円の名目実効為替レート



(注)ドルと円の名目実効為替レートは BIS 公表のナローベース。  
(資料) Bloomberg

第 10 図 :ドル円相場とドルの名目実効為替レート



(注)ドルの名目実効為替レートは BIS 公表のナローベース。  
(資料) Bloomberg

第 11 図：ドルサイクルに基づくドル円相場の各局面

| ドルサイクル | 期間                     | ドル円相場の局面 | ドル円 | ドル | 円 |
|--------|------------------------|----------|-----|----|---|
| 局面①    | 1995年5月8日～1997年7月29日   | ①        | ↑   | ↑  | ↓ |
|        | 2010年10月5日～2015年4月27日  | ①        | ↑   | ↑  | ↓ |
|        | 2016年1月22日～2016年12月22日 | ①        | ↓   | ↑  | ↑ |
| 局面②    | 1998年9月14日～2000年2月18日  | ②A       | ↓   | ↓  | ↑ |
|        | 2001年10月4日～2004年12月31日 | ②A       | ↓   | ↓  | ↓ |
|        | 2005年1月3日～2007年11月7日   | ②B       | ↑   | ↓  | ↓ |
|        | 2008年10月28日～2010年10月4日 | ②A       | ↓   | ↓  | ↑ |
|        | 2016年12月23日～2018年1月26日 | ②A       | ↓   | ↓  | ↓ |
|        | 2020年5月28日～2021年2月17日  | ②A       | ↓   | ↓  | ↓ |
| 局面③、④  | 2000年2月21日～2000年12月5日  | ③A       | ↑   | ↑  | ↑ |
|        | 2000年12月6日～2001年10月3日  | ④B       | ↑   | ↑  | ↓ |
|        | 2007年11月8日～2008年10月27日 | ③B       | ↓   | ↑  | ↑ |
|        | 2015年4月28日～2016年1月21日  | ③B       | ↓   | ↑  | ↑ |
|        | 2021年12月30日～現在         | ③A       | ↑   | ↑  | ↓ |
| 局面⑤    | 1997年7月30日～1998年9月11日  | ⑤A       | ↑   | ↑  | ↓ |
|        | 2018年1月29日～2020年5月27日  | ⑤B       | ↓   | ↑  | ↑ |
|        | 2021年2月18日～2021年12月29日 | ⑤A       | ↑   | ↑  | ↓ |

(注) 黄色の部分は円がドルの変動の受け皿通貨として動く傾向があった 2000 年代半ば以前を表す。

(資料) 国際通貨研究所

#### a) 局面①（リスク選好のドル高局面）

局面ごとにみて行くと、まず局面①は合計 3 回発生しており、このうちドル円相場が上昇している局面が 2 回、ドル円相場がほぼ横ばいながら若干下落している局面が 1 回発生している。ドルはドルサイクルに沿って 3 回全てのケースで上昇している。

まず円がドルの変動の受け皿通貨としての傾向が強かった 2000 年代半ば以前についてみると、1995 年 5 月～1997 年 7 月の局面①では、円はドルの上昇の受け皿として下落し、ドル円相場は大幅に上昇した。この時期の米国は、世界に先駆けた IT 革命などにより経済が好調に推移しており、ドルはこうした状況を反映して前向きな要因で上昇していた<sup>6</sup>。本邦では 1997 年の相次ぐ大手金融機関破綻に端を発する金融危機を含む時期でもあり、円の下落はこうした日本経済の後ろ向きの状況も一因となっていた。

円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降をみると、2010 年 10 月～2015 年 4 月の局面①では、円はリスク選好の下で下落し、ドル円相場は大幅に上昇した。この時期の世界経済は金融危機後の回復期にあり、特に米経済が金融危機からいち早く回復し、好調な IT 産業などに牽引され独り勝ちの状態にあった。総じてリスク選好的地合いの下で円は下落していたと整理され得るが、本邦でアベノミクスが始動した 2013

<sup>6</sup> また、この時期は米クリントン政権下で 1995 年に着任したルービン財務長官による「強いドル政策」が、ドルの上昇を支援していた面もあった。

年を挟む時期で、日銀の金融政策の転換による円安要因もあった。2016 年 1 月～2016 年 12 月の局面①は、ドル円相場は 2016 年前半に下落、同年後半は上昇となり、期間全体ではほぼ横ばいながら小幅のドル安円高となっている。年前半は 2016 年 6 月に予定されていた英国での EU 離脱の国民投票などに絡む不透明感などを背景とした円高進行に加え、米 FRB による利上げの一旦休止<sup>7</sup>などから一時的なドル安がみられた。一方、年後半以降は、2016 年米大統領選で当選したトランプ次期大統領（当時）の大規模な減税政策による米景気押し上げ期待などを材料にドルが上昇して円が下落し、ドル円相場は大幅に上昇した。年前半は個別の材料の影響を受けたが、年後半にかけて局面①の色彩が強まったと言えそうだ。以上より、総じて実際の局面①は想定通りドル高円安が進み易いようだ。

#### b) 局面②（リスク選好のドル安局面）

局面②は、合計 6 回発生しており、このうちドル円相場が下落する局面②A が 5 回、ドル円相場が上昇する局面②B が 1 回のみ発生している。ドルはドルサイクルに沿って 6 回全てのケースで下落している。

まず円がドルの変動の受け皿通貨としての傾向が強かった 2000 年代半ば以前についてみると、1998 年 9 月～2000 年 2 月の局面②A では、円はドル下落の受け皿として上昇し、ドル円相場は下落した。この時期は 1997 年のアジア通貨危機や日本の金融危機を経て円が大幅に下落した後、世界景気が徐々に回復に向かう中で、1998 年秋の米国での LTCM 危機などを切っ掛けとして円の売り持ち（円キャリー取引）が大幅に巻き戻された時期でもあった。2001 年 10 月～2004 年 12 月の局面②A でも、ドル下落の受け皿として円高圧力が高まっていた。当時日本当局が円高阻止のために巨額の円売り市場介入を行っていたため、名目実効為替レートベースでは小幅の円安となったが、ドルの下落率が大きく、ドル円相場は下落した。

円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降をみると、2008 年 10 月～2010 年 10 月の局面②A は、リスク選好地合いながら円の名目実効為替レートは上昇し、ドルの下落と相俟って、ドル円相場は下落した。この時期は、2008 年 9 月に発生したリーマンショック後の各国当局による大規模な経済対策の効果から世界経済が回復に向かいつつあったが、金融危機が米国から欧州にも波及して欧州債務危機も始まっていた。このためリスク選好のドル安局面ながらその主要な受け皿であるはずのユーロも弱含

---

<sup>7</sup> FRB は、2015 年 12 月の FOMC で金融危機後最初の利上げを行ったが、その後世界経済の成長鈍化などを背景に、次に利上げを行った 2016 年 12 月の FOMC まで、政策金利を据え置いた。

んでいたというやや特殊な時期だ。為替市場では、資源国・新興国通貨が堅調に推移し、円もこれらの通貨に対しては下落していたが、ドルやユーロの下落の反動もあり、円の名目実効為替レートは上昇した。

それ以外の2回の局面②A、すなわち2016年12月～2018年1月、及び2020年5月～2021年2月は、リスク選好で円は下落していたが、ドルの下落率の方が大きく、ドル円相場は下落した。前者は、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っていた時期だ。FRBが本格的な利上げ局面入りすると共に、ECBでも先行き利上げが意識され始めるなど、米国以外の経済も回復期待が高まっていた。後者は2020年2月の新型コロナウイルスの世界的なパンデミック発生直後の金融市場の混乱が沈静化し、米FRBなどによる大規模な金融緩和や景気支援策が好感されて、市場のセンチメントが急速に改善に向かっていた時期だ。特に中国が当初感染拡大を抑え込んで景気が速やかな回復に向かい、新興国経済への好影響も期待されていた。

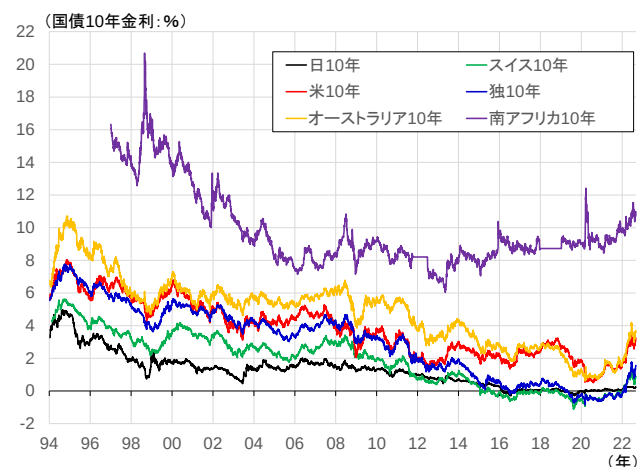
ドルが下落していたにも拘わらず、それ以上に円が下落してドル円相場が上昇した2005年1月～2007年11月の局面②Bは、当時FRBに加えECBなど他の先進国や新興国の中央銀行も相次いで利上げプロセス入りしていた時期だ。また現在よりも諸外国の金利水準が高かったため（第12図）、円売り高金利通貨買い取引、いわゆる円キャリー取引が活発となり、クロス円相場<sup>8</sup>上昇による円安圧力が高まって円の全面安となり、ドル安を上回ったのではないかと考えられる。実際2000年代半ば以降の局面②における円の名目実効為替レートの上昇・下落率を比較すると、この局面②Bにおける円の下落率が高いことがわかる（第13図）<sup>9</sup>。この点、例えば2016年12月～2018年1月の局面②Aでも、既述の通りFRBは利上げ局面にあり、ECBも近い将来の利上げをシグナルし始めており、独長期金利も上昇に転じるなどしていた。しかし、この2000年代後半（局面②B）と比べて、2017年頃は金融危機後の世界的な成長鈍化により金利水準が大きく低下しており、円売り高金利通貨買い取引が盛り上がらなかった可能性が考えられよう。

---

<sup>8</sup> ユーロなどドル以外の通貨1単位あたりの円相場。

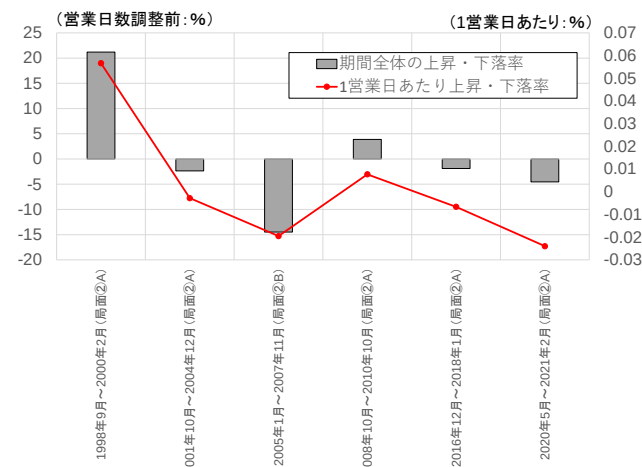
<sup>9</sup> 1営業日あたりでは2020年5月～2021年2月（局面②A）の円の下落率がより大きいのは、2005年1月～2007年11月（局面②B）に比べて経過期間（営業日数）の短さが寄与している面がある。経過営業日数が長くなると、その分市場環境が変化して上昇に転じる可能性も高まるため、1営業日あたりに加え、営業日数調整前のデータにより下落の持続力も含めて総合的に勘案すれば、2005年1月～2007年11月（局面②）の円の下落率は高かったとみてよいだろう。

第 12 図 :各国 10 年金利



(資料) Bloomberg

第 13 図 : 局面②における円の名目実効為替レートの上昇率



(資料) Bloomberg

このように、局面②ではドル円相場が下落する局面②A が出現し易い傾向があるようだ。2000 年代半ば以降、局面②において円はドルと共に下落し易いが、円キャリー取引の急増などで大きく円安圧力が強まらない限り、ドルの下落幅が上回る傾向がある。ドルサイクルに基づくドルの動きがドル円相場を基本的に規定し易いとみられる。

#### c) 局面③ (リスク回避のドル高局面) と局面④ (リスク回避のドル安局面)

局面③は合計 4 回、局面④は 1 回のみ発生している。このうちドル円相場が上昇する局面③A とドル円相場が下落する局面③B が、それぞれ 2 回ずつ発生。局面④はドル円相場が上昇する局面④B であった。ドルは 5 回全てのケースで上昇している。

まず円がドルの変動の受け皿通貨としての傾向が強かった 2000 年代半ば以前についてみると、2000 年 2 月～2000 年 12 月の局面③A では、円は上昇しており必ずしもドル上昇の受け皿とはなっていなかったが、ドルの上昇率が大きく、ドル円相場は上昇していた。当時はまだユーロの 1999 年の発足当初にみられた下落局面が続いていたため、円の名目実効為替レートはその反動もあり小幅に上昇したと思われる。2000 年 12 月～2001 年 10 月の局面④B は、IT バブル崩壊後の米景気後退期に該当し、リスク回避的なドルの上昇の受け皿として円は下落し、ドル円相場は上昇した。

円の安全通貨としての性質が強まった 2000 年代半ば以降をみると、2007 年 11 月～2008 年 10 月と 2015 年 4 月～2016 年 1 月の局面③B では、ドルの上昇以上に円が上昇し、ドル円相場は下落した。前者はサブプライム・ショック後の景気後退局面で、後者は FRB が 2014 年末に量的金融緩和第 3 弾 (QE3) を終了して利上げを模索する中、2015 年 8 月の人民元切り下げを機に、中国からの資本流出圧力が強まり、グローバルにリス

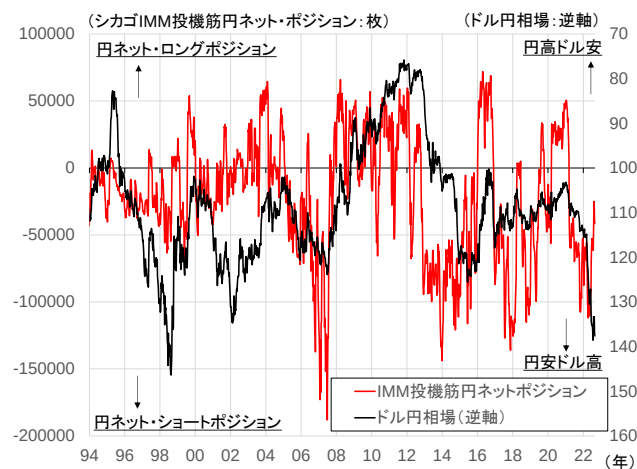
ク回避地合いが強まった時期だ。両期間において円の上昇率がドルの上昇率を上回った要因として考えられるのは、両時期共に直前までのリスク選好的な地合いで、円相場が大幅な独歩安局面にあり、リスク回避的な局面への転換を機に大幅な円の買い戻しが発生し、ドル以上の円の上昇に結び付いたとみられる点だ<sup>10</sup>。2007年11月～2008年10月の直前は、サブプライム・ショック前の円キャリー取引が急増した時期で、2015年4月～2016年1月の前も、アベノミクス相場でやはり大幅な円安が進んだ時期だ。両局面の開始前後につけたドル円相場の高値は、それぞれ124円台、125円台と、当時の相場の推移からすると異例のドル高円安水準をつけていた。シカゴIMMの投機筋のドル円ポジションをみても、両期間の直前にドル円のネット・ショートポジションが大きく積み上がっており、その後両期間中に大幅に取り崩されたことを確認できる（第14図）。

2021年12月から足元まで続く局面③Aでは、ドルが上昇する中でも円が大幅に下落し、ドル円相場は約24年ぶりのドル高円安水準となる140円近辺へ急上昇した。2000年代半ば以降の局面③は、景気後退か景気の顕著な減速を背景に米金利は低下するか上昇しても小幅に止まる中で、株価は下落サイクルに入り、為替市場では安全通貨の側面を持つドルや円が上昇するというのが典型的な形であった。特に円の上昇がドルの上昇を上回り直近2回は局面③Bとなっていたのは既述の通りだ。足元はコロナ・ショックやウクライナ紛争に伴うインフレ圧力を抑制するため、FRBによる急速な利上げで、米国株価指数が下落基調にあるというこれまでの局面③の中では異例の状態になっている。現状まだ米金利は上昇地合いにあり、米国株価指数の下落率も過去の局面③に比べれば、まだ限定的だ。また、過去の局面③では例外なく米ISM製造業景気指数が好不況の分岐点となる50を最終的に割り込んでいたが、足元はまだ直近8月分で52.8に止まっている（第15図）。金融市場がまだ本格的な景気の落ち込みを織り込んでおらず、実際の景気の減速も限定的に止まっているなど、過去の局面③に比べると本格的なリスク回避局面に至っていない過渡的な段階にあるとの見方も可能だ。足元の局面③Aの今後については「4. まとめ」にて後述する。

---

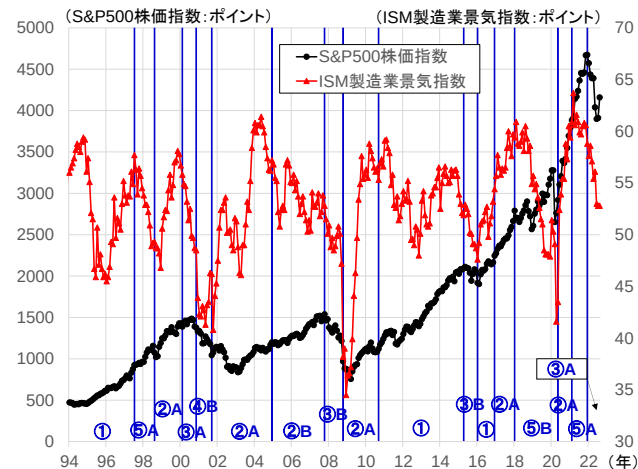
<sup>10</sup> 2015年4月～2016年1月における円の反転上昇は、2015年6月に黒田日銀総裁が、円の実質実効為替レートがさらに下がることはなかなかありそうにないとの趣旨の発言をしたことも材料視された。

第 14 図 :シカゴ IMM 投機筋のネット円ポジション



(注)ドルと円の名目実効為替レートは BIS のナローベース。  
(資料) Bloomberg

第 15 図 : 米 ISM 製造業景気指数と米 S&P500 株価指数



(注)米 S&P500 株価指数は各月の月平均値。  
(資料) Bloomberg

局面③や④は、通常直前まで続いた景気拡大とリスク選好局面の後に発生している。2000 年代半ばまでの円がドルの変動の主要な受け皿通貨である時期は、ドルの上昇をそのまま反映して局面③A や④B となり、ドル円相場は上昇して来た。2000 年代半ば以降に円の安全通貨としての傾向が強まると、直前の円売りの積み上がりの巻き戻しから局面③B となり、ドル円相場の下落がみられて来た。この点、足元の局面③A、しかもドル高円安の大幅な進行は異例と言えよう。

#### d) 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⑤は合計 3 回発生しており、そのうちドル円相場が上昇する局面⑤A が 2 回、ドル円相場が下落する局面⑤B が 1 回発生している。ドルは 3 回全てのケースで上昇している。

まず円がドルの変動の受け皿通貨としての傾向が強かった 2000 年代半ば以前についてみると、1997 年 7 月～1998 年 9 月の局面⑤A では、上昇するドルの受け皿として円は下落しており、ドル円相場は上昇した。当時は 1997 年 7 月に発生したアジア通貨危機の直後であり、日本でも大手金融機関の破綻が相次いだ金融危機の時代に該当していたことも、円の下落材料になった。

円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降をみると、2018 年 1 月～2020 年 5 月の局面⑤B は、ドルの上昇を円が幾分上回って上昇し、ドル円相場はほぼ横ばいながら若干下落した。米トランプ政権が発足 2 年目に入り保護主義色を強めて米中通商摩擦が激化し始め、中国当局による過剰債務抑制政策などから世界景気の減速傾向が強

まった時期や、2020 年 2 月の新型コロナウイルスの世界的パンデミックが始まった時期を含んでいる。FRB による 2019 年の調整的な利下げや、2020 年のコロナ・ショック時の大規模な金融緩和もあり、米国株価指数は一時的に急落する場面を含みつつも趨勢としては上昇傾向を維持していた。もっとも、新興国経済は中国経済減速の影響も小さくなく、新興国株価指数は趨勢的には下落。商品相場も下落基調にあるなど、市場全体としてはリスク回避色の強い流れにあった。局面③（リスク回避のドル高）に近い局面⑤であったとも言えよう。当時のドル円相場の水準からみる限り、特に円が独歩安の状況からスタートした訳ではなかったが、シカゴ IMM の投機筋のドル円ポジションをみると、直前に相応のネット円ショート・ポジションが積み上げられており（第 14 図）、これがリスク回避地合いで取り崩されたことが、ドル高と円高の綱引きの中で、円高が若干上回った背景とも考えられる。

2021 年 2 月～2021 年 12 月の局面⑤A は、ドルの上昇に対して円は下落しており、ドル円相場は上昇した。各国当局によるコロナ・ショックを受けた大規模な経済支援策の効果から世界経済は回復基調となり、特に米国では 2021 年 1 月のバイデン政権発足後も巨額の財政支出が続いて顕著な経済の拡大を実現し、ドルの前向きな上昇につながった。新興国経済も相応の回復をみせ、資源価格も上昇するなど、市場は相応にリスク選好的な地合いとなった。もっとも、中国では 2020 年終盤以降、不動産業界における過剰債務の見直しや IT 業界への規制強化などから中国の株価指数が伸び悩み、その影響が大きい MSCI 新興国株価指数は、市場全体のリスク選好地合いの割には伸び悩む形となっていた。局面①（リスク選好のドル高）に近い局面⑤であったとも言えよう。いずれにせよ、こうしたリスク選好地合いを受けて円は下落し、ドル円は上昇した。

局面⑤は、米経済が、新興国経済を中心とした米国以外の経済に対しての優位性を強めた時期に発生する。かつてのアジア通貨危機時以降は暫くみられていなかったが、近年のトランプ政権における保護主義や米経済の独り勝ち傾向などを受けて再び発生するようになって来た。基本的にドルが強いが、市場のリスク選好・回避度合い次第で、ドル高と円高が拮抗するケースや、円が弱含んでドル円相場が上昇するケースもあった。

#### e) ドルサイクルの各局面におけるドル円相場の変動パターンの総括

以上、実際のドル円相場の推移とドルサイクルの関係を検証した。円がドルの変動の主な受け皿通貨としての傾向が強かった 2000 年代半ば以前は、円は基本的にドルの受け皿として動いているため、ドル円相場の上昇・下落はドルサイクルと全て一致している。一方、円が安全通貨として推移する傾向を強めた 2000 年代半ば以降は、特にドル

が安全通貨として推移する場合、円はドルと連動し易くなるため、ドル円相場の方向性にとっては、ドルと円の強弱がポイントとなる。この点、局面①（リスク選好のドル高局面）は前向きなドル上昇と円下落によりドル円は上昇し易い。局面②（リスク選好のドル安局面）では円安圧力の程度がドル円相場の方向性を分けていたが、ドルサイクルに沿ってドル円相場は下落するケースの方が多いようだ。局面③（リスク回避のドル高局面）は、リスク選好地合いと大幅な円安の後に発生することが多いため、その巻き戻しからドル安円高となり易い。局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）は、実態的に局面①に近い場合にドル円相場は上昇、局面③に近い場合にはドル円相場は下落と、市場全体のリスク選好度合いがドル円相場の方向性を分けていた。

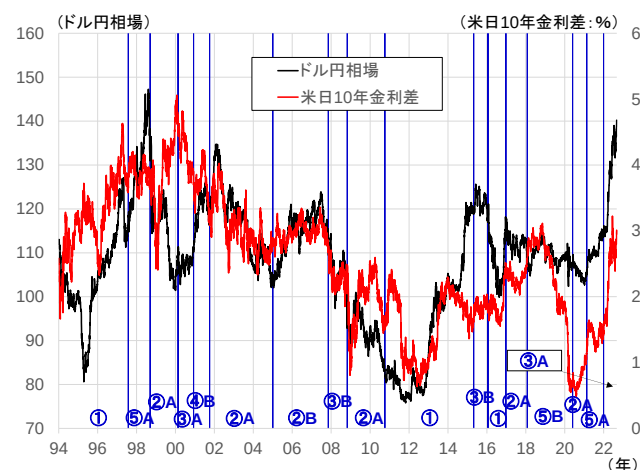
### 3. ドルサイクルからみるドル円相場と米日金利差の関連性

#### （1）ドル円相場と米日 10 年金利差の連動性の要因

本稿の冒頭では、為替レートの変動は、内外金利差に一定の影響を受けつつも、それ以外の様々な要因に影響された予想為替レートに大きく影響されて変動していると指摘した。

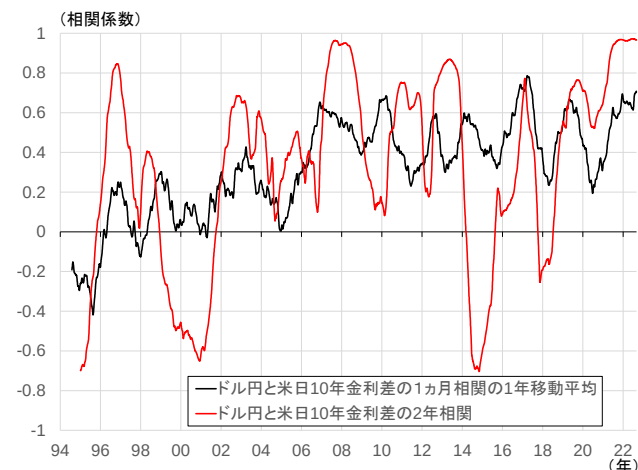
そうした中でも、ドル円相場の推移を予測する際に、実務的には米日金利差の動向は重要な材料となる。実際 1994 年以降のドル円相場と米日 10 年金利差（米 10 年金利－日 10 年金利）の推移や、両者のローリング相関係数をみると、両者の間には比較的高い相関がある（第 16、17 図）。実は、ドル及び円の名目実効為替レートと米日 10 年金利差のローリング相関係数をみると、ドルと金利差の順相関は必ずしも高くない一方、円と金利差の逆相関は高い（第 18、19 図）。ドル円相場と米日 10 年金利差の連動性の高さは、円と米日 10 年金利差の逆相関が高いことが大きな要因となっているようだ。

第 16 図 :ドル円相場と米日 10 年金利差



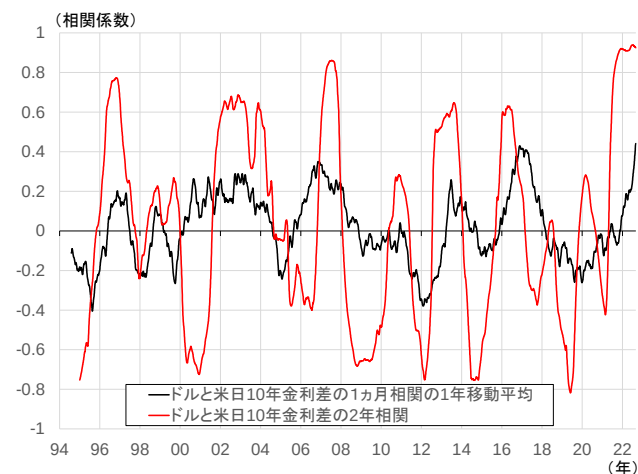
(資料) Bloomberg

第 17 図 :ドル円相場と米日 10 年金利差の相関係数



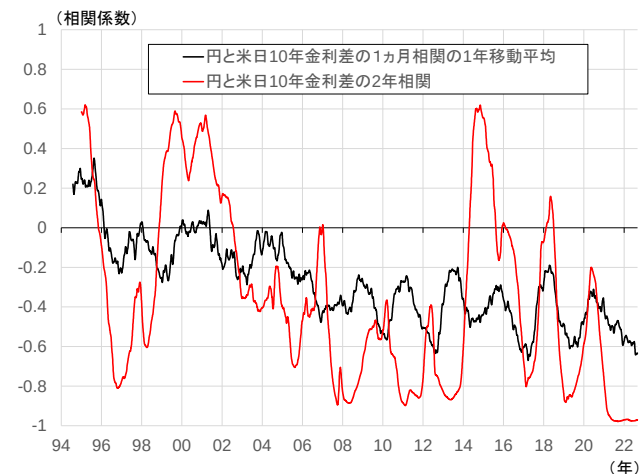
(資料) Bloomberg

第 18 図 :ドルと米日 10 年金利差の相関係数



(資料) Bloomberg

第 19 図 : 円と米日 10 年金利差の相関係数



(資料) Bloomberg

そして日本の 10 年金利は米国の 10 年金利に比べれば低位安定傾向にあるため、結局円と米 10 年金利の逆相関の高さが、ドル円相場と米日 10 年金利差の比較的高い相関の主因と考えられる。これは前掲の 2022 年 8 月 24 日付国際経済金融論考「安全通貨としての円について～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 5）～」で指摘したように、円が 2000 年代半ば以降、安全通貨として推移する傾向を強めたことに関係しているとみられる。例えば、米株価や米金利が上昇（下落）するリスク選好（回避）的な局面で円の名目実効為替レートが下落（上昇）すると整理できるためだ。実際、ドル円相場と米日 10 年金利差との順相関や円と米日 10 年金利差の逆相関も、2000 年代半ば以降から高まる傾向がある（第 17、19 図）。

## （2）各サイクルにおけるドル円相場と米日 10 年金利差の推移

ドル円相場と米日 10 年金利差の連動性を検証して行くと、連動性が低下したり逆行している時期もある。第 20 図は、ドルサイクルの局面ごとのドル円相場と米日 10 年金利差の動きをまとめたものだ。右側 2 列では、ドルサイクルの各局面において、ドル円相場がドルサイクル及び米日 10 年金利差とそれぞれ整合的な方向に推移したかを○と×で整理した。例えばドルサイクルが上昇している際にドル円相場が上昇している場合や、米日 10 年金利差が拡大している際にドル円相場が上昇している場合はそれぞれ○を、これらに対しドル円相場が下落している場合は×を表示している。

第 20 図：ドルサイクルの各局面におけるドル円相場と米日 10 年金利差

| ドルサイクル | 期間                     | ドル円相場の局面 | ドル円 | ドル | 円 | 米日金利差 | ドルサイクル | 金利差 |
|--------|------------------------|----------|-----|----|---|-------|--------|-----|
| 局面①    | 1995年5月8日～1997年7月29日   | ①        | ↑   | ↑  | ↓ | ↑     | ○      | ○   |
|        | 2010年10月5日～2015年4月27日  | ①        | ↑   | ↑  | ↓ | ↑     | ○      | ○   |
|        | 2016年1月22日～2016年12月22日 | ①        | ↓   | ↑  | ↑ | ↑     | ×      | ×   |
| 局面②    | 1998年9月14日～2000年2月18日  | ②A       | ↓   | ↓  | ↑ | ↑     | ○      | ×   |
|        | 2001年10月4日～2004年12月31日 | ②A       | ↓   | ↓  | ↓ | ↓     | ○      | ○   |
|        | 2005年1月3日～2007年11月7日   | ②B       | ↑   | ↓  | ↓ | ↓     | ×      | ×   |
|        | 2008年10月28日～2010年10月4日 | ②A       | ↓   | ↓  | ↑ | ↓     | ○      | ○   |
|        | 2016年12月23日～2018年1月26日 | ②A       | ↓   | ↓  | ↓ | ↑     | ○      | ×   |
|        | 2020年5月28日～2021年2月17日  | ②A       | ↓   | ↓  | ↓ | ↑     | ○      | ×   |
|        |                        |          |     |    |   |       |        |     |
| 局面③、④  | 2000年2月21日～2000年12月5日  | ③A       | ↑   | ↑  | ↑ | ↓     | ○      | ×   |
|        | 2000年12月6日～2001年10月3日  | ④        | ↑   | ↑  | ↓ | ↓     | ○      | ×   |
|        | 2007年11月8日～2008年10月27日 | ③B       | ↓   | ↑  | ↑ | ↓     | ×      | ○   |
|        | 2015年4月28日～2016年1月21日  | ③B       | ↓   | ↑  | ↑ | ↑     | ×      | ×   |
|        | 2021年12月30日～2022年8月19日 | ③A       | ↑   | ↑  | ↓ | ↑     | ○      | ○   |
| 局面⑤    | 1997年7月30日～1998年9月11日  | ⑤A       | ↑   | ↑  | ↓ | ↑     | ○      | ○   |
|        | 2018年1月29日～2020年5月27日  | ⑤B       | ↓   | ↑  | ↑ | ↓     | ×      | ○   |
|        | 2021年2月18日～2021年12月29日 | ⑤A       | ↑   | ↑  | ↓ | ↑     | ○      | ○   |

(注) 黄色の部分は円がドルの変動の受け皿通貨として動く傾向があった 2000 年代半ば以前を表す。

(資料) 国際通貨研究所

大まかなドル円相場と米日 10 年金利差の連動性を局面ごとにみて行くと、まず局面①（リスク選好のドル高局面）では、リスク選好局面であることから 3 回のうち全てのケースで米日 10 年金利差は拡大している。このうち 2 回でドル円相場と米日 10 年金利差の方向は整合的になっていたが、同時にドルサイクルとも整合的な推移となっていた。

局面②（リスク選好のドル安局面）では、リスク選好局面で米日 10 年金利差が拡大しているケースもあるが、FRB による金融緩和局面を含み、米日 10 年金利差が縮小しているケース（米金利低下による株価上昇でリスク選好状態）もあり、マチマチとなっていた。6 回の局面②のうち、ドル円相場と米日 10 年金利差の方向が整合的になっていたのは 2 回に止まった。この 2 回はドル円相場とドルサイクルも同時に整合的な推移となっていた。因みにドル円相場とドルサイクルが整合的に推移していたのは、この 2 回を含む 5 回となっていた。

局面③（リスク回避のドル高局面）及び局面④（リスク回避のドル安局面）では、リスク回避局面であることから米日金利差が縮小しているケースが多いが、FRB による利上げ休止局面や利上げ局面にあり、米日金利差が拡大しているケース（米金利上昇による株価下落でリスク回避状態）もあった。5 回の局面③あるいは④のうち、ドル円相場と米日 10 年金利差の方向が整合的になっていたのは、2 回に止まった。この 2 回のうち、1 回はドル円相場とドルサイクルも同時に整合的に推移していたが、もう 1 回は、ドル円相場が米日 10 年金利差とのみ整合的に推移していた。因みにドル円相場とドルサイクルが整合的に推移していたのは、3 回あった。

局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）では、既述の通りリスク選好的な場合とリスク回避的な場合があり、米日 10 年金利差は前者では拡大、後者では縮

小している。3回の局面⑤のうち3回全てでドル円相場と米日10年金利差の方向が整合的になっていた。この3回のうち2回において、ドル円相場とドルサイクルも同時に整合的に推移していた。

ドル円相場と米日10年金利差は、局面①と⑤で連動し易く、局面②、③、④では連動性が低下する傾向がある。局面①と⑤では、ドルサイクルと米日金利差がドル円相場に対し同じ方向をシグナルする場合が多く、局面②、③、④では、両者がドル円相場に対して異なる方向をシグナルする場合が多いことが一要因とみられる<sup>11</sup>。両者がドル円相場に対して異なる方向をシグナルしているケースでは、ドルサイクルのシグナルに沿って推移する場合がやや多いようだ。ドル円相場と米日10年金利差の連動性が崩れる場合があるのは、このように主にドルサイクルと米日金利差がドル円相場に対して異なる方向をシグナルし、ドル円相場がドルサイクルに沿って推移する場合と考えることができる。

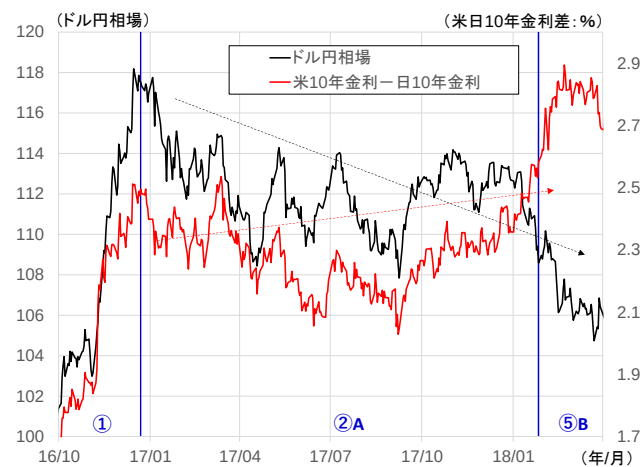
### （3）ドル円相場と米日10年金利差の短期と長期の相関

ドル円相場と米日金利差の間には一定の連動性があるが、ドルサイクルの局面によっては、連動していない局面もあった。この点、ドルサイクルの各局面は少なくとも約1年以上の期間に及ぶもので、ドル円相場と米日金利差の趨勢の連動性をみている点に留意する必要がある。第21図は2016年12月～2018年1月の局面②Aにおけるドル円相場と米日10年金利差の推移を事例としてみたものだ。既述の通り、期間1年程度のこの局面全体では趨勢的にドル円相場は下落し、米日金利差は上昇しており、両者は連動していない。もっとも、より短期の数ヵ月単位でみると、両者は比較的連動性が高いことがわかる。最終的にはドルサイクルなどでみる趨勢が全体の流れを決めるが、このように短い時間軸では、ドル円相場と米日10年金利差が限界的に密接に連動している場合がある。こうした時間軸による連動性の違いは、ドル円相場と米株価指数との間にも存在する。第22図は、2018年1月～2020年5月の局面⑤Bにおけるドル円相場と米S&P500株価指数の推移を事例としてみたものである。趨勢的にはドル円相場は下落基調、米株価指数は上昇基調と、相反する方向へ推移しているが、数ヵ月単位での株価の上昇・下落、すなわち市場のリスク選好・回避の振れにドル円相場が密接に連動していることがわかる。

---

<sup>11</sup> 局面①（リスク選好のドル高）では、ドルサイクルはドル上昇を示唆し、米日10年金利差はリスク選好で拡大するため、両者のドル円相場に対するシグナルは上昇方向で一致し易い。一方、例えば局面②（リスク選好のドル安）は、ドルサイクルはドル下落を示唆し、米日10年金利差はリスク選好で拡大する場合が多いため、両者のドル円相場に対するシグナルは異なる方向をシグナルすることが多くなる。

第 21 図 :ドル円相場と米日 10 年金利差



(注) 2016 年 12 月～2018 年 1 月の局面②A  
(資料) Bloomberg

第 22 図 :ドル円相場と米 S&P500 株価指数



(注) 2018 年 1 月～2020 年 5 月の局面⑤B  
(資料) Bloomberg

#### 4. まとめ～ドルサイクルからみるドル円相場の循環的な変動メカニズムと今後

##### (1) ドル円相場の循環的な変動メカニズム

ドル円相場の分析・予測手法には様々なものがあり、米日金利差など各時点において市場が注目している材料に着目し、数ヵ月以内を対象とした分析・予測は良くみられる。もっとも、市場の注目する材料は時間と共に変化し、典型的な分析ツールである米日金利差でもドル円相場の動きを説明できない局面はあるなど、過去からのドル円相場を一貫した法則で説明するのは容易ではない。本稿では、こうした問題意識から、1994 年以降のドルサイクルとドル円相場の関係、特にドルサイクルの各局面におけるドル円相場の変動パターンを整理することで、ドル円相場の循環的な変動メカニズムの一貫した説明を試みた。

本論の内容を簡単に振り返ると、まず円相場は、2000 年代半ば以前はドルの変動の主要な受け皿通貨の 1 つであったのに対し、2000 年代半ば以降は安全通貨としての推移を強め、同様に安全通貨の側面を持つドルとの連動性が強まった。このため 2000 年代半ば以前については、どの局面にあってもドル円相場の上昇・下落サイクルはドルサイクルに沿った推移となっていた。一方、2000 年代半ば以降は、局面ごとの整理が必要となる。これまでのドル円相場の推移に基づくと、局面①（リスク選好のドル高）ではドル円相場は上昇し易く、局面②（リスク選好のドル安）ではドル円相場は局面②A となって下落し易いが、円安圧力が強い場合は局面②B となり上昇したケースがあった。局面③（リスク回避のドル高）はリスク選好の円独歩安の後に出易いため、反動で局面③B となりドル円相場は下落し易い。局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のド

ル高)は、市場のリスク選好・回避度合い次第(実態的に局面①に近いか局面③に近い)で、ドル円相場は上昇・下落の双方があり得る。

米日 10 年金利差もドル円相場と一定の連動性がある。ドルと円に分けてみると、実は円と米日 10 年金利差との逆相関が、ドル円相場と米日 10 年金利差の連動性の主因になっている。ドルサイクルと米日 10 年金利差がドル円相場に対してシグナルする方向が相違するケースにおいては、ドル円相場はどちらかと言えば、ドルサイクルに沿って推移し易く、ドル円相場と米日 10 年金利差の連動性が崩れる場合は、主にこうした場合に起こり得ると考えられる。

## (2) 循環的な変動メカニズムから考える今後のドル円相場

既述の通り、現在ドル円相場は暫定的に局面③A にあり、リスク回避のドル高の一方、FRB による急速な利上げによる米金利上昇を受け、これと逆相関の傾向が強い円は下落に転じ、ドル円相場は足元まで大幅なドル高円安が進んだ。円が安全通貨としての傾向を強めた 2000 年代半ば以降のこれまでの局面③では、株価が大きく下落すると共に米金利も低下傾向となり、各種経済指標も落ち込んでいた。こうした過去との比較から、現状は局面③ながら、まだ本格的な景気減速を織り込んでいない過渡期にある可能性を指摘した。

今後考えられる展開は、FRB による金融引き締めの方針とその影響がどのように顕在化して来るかがポイントとなる。FRB は 6 月 FOMC 会合において、参加者による経済や政策金利である FF 金利の見通しを示しており、これまで市場の想定もこれに沿ったものが比較的多かったように見受けられる(第 23 図)。インフレ率(個人消費支出デフレーター前年比)は、当面インフレ率目標 2%を上回って推移した後、2024 年末に向けて 2%近辺に緩やかに低下するため、政策金利である FF 金利も 2023 年初までに 3.75%程度までさらに引き上げられ、2023 年一杯は据え置かれる。実質 GDP 成長率は潜在成長率を小幅に下回る程度に緩やかに減速し、景気後退には至らず持ちこたえるという想定だ。ドルサイクルを起点にドル円相場の見通しを考える場合、こうした状況に対し、主に米国株価指数がどのような推移を辿るかなどの前提を基に、以下 5 つのケースが想定され得る(第 24 図)。

第 23 図 :FOMC 参加者の経済・FF 金利見通し(予測中央値)

|                 | 2022  | 2023  | 2024  | 長期    |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 実質GDPの伸び (%)    | 1.7   | 1.7   | 1.9   | 1.8   |
| (2022年3月)       | 2.8   | 2.2   | 2.0   | 1.8   |
| 失業率 (%)         | 3.7   | 3.9   | 4.1   | 4.0   |
| (2022年3月)       | 3.5   | 3.5   | 3.6   | 4.0   |
| PCEデフレーター (%)   | 5.2   | 2.6   | 2.2   | 2.0   |
| (2022年3月)       | 4.3   | 2.7   | 2.3   | 2.0   |
| コアPCEデフレーター (%) | 4.3   | 2.7   | 2.3   | -     |
| (2022年3月)       | 4.1   | 2.6   | 2.3   | -     |
| FF金利中央値 (%)     | 3.375 | 3.750 | 3.375 | 2.500 |
| (2022年3月)       | 1.875 | 2.750 | 2.750 | 2.375 |
| FF金利加重平均値 (%)   | 3.389 | 3.778 | 3.257 | 2.434 |
| (2022年3月)       | 2.047 | 2.813 | 2.789 | 2.425 |

(注1)2022 年 6 月 FOMC 時点。

(注2)GDP 成長率、インフレ率は各年第 4 四半期の前年比。

(注3)失業率は各年第 4 四半期の平均値

(注4)FF 金利は各年末時点の予想値

(資料)FRB

第 24 図：想定される 5 つのケースに基づくドル円相場見通し

| シナリオ                                                | 局面        | ドルと円の動き   | ドル円相場      |
|-----------------------------------------------------|-----------|-----------|------------|
| 第1のケース<br>景気・企業業績が持ちこたえ、米国株価指数も持ち直して上昇。             | 局面①あるいは⑤A | ドル高・円安    | 高止まりかさらに上昇 |
| 第2のケース<br>米国株価指数は持ち直して上昇するが、新興国株価指数がそれ以上に上昇。        | 局面②A      | ドル安>円安    | 下落         |
| 第3のケース<br>インフレと政策金利の高止まりが嫌気され米国株価指数が下落。景気も相応に減速。    | 局面③A      | ドル高・円上げ渋り | 下げ渋り・高止まり  |
| 第4のケース<br>米景気が本格的に減速し、インフレも想定外に早く沈静化。政策金利も引き下げられる。  | 局面③B      | ドル高<円高    | 下落         |
| 第5のケース<br>本格的なスタグフレーションへ。政策金利は想定以上に引き上げられ、景気は大きく減速。 | 局面③A      | ドル高・円安    | 上昇         |

(資料)国際通貨研究所

まず第 1 のケースは、企業収益が持ちこたえるなどして米国株価指数が大幅な調整に至らず持ち直し、上昇する場合だ。ドル円相場のサイクルは局面①か⑤A に転換するか、2021 年 2 月からの直前の局面⑤A が結果的に継続していたとみることもできる状況となる。利上げの打ち止めを織り込んだ米金利の反落は一時的にドル下落要因となるが、局面①か⑤A の下で最終的にドルは上昇基調を維持するのではないかとみている。リスク選好的な状況や米金利の高止まりから円は軟化し易く、ドル円相場は高止まりかさらに上昇する展開もあり得よう。

第 2 のケースは、第 1 のケースと同様に米国株価指数が持ち直すものの、欧州や中国・新興国経済が米経済以上に持ち直すことで、米国株価指数の上昇を新興国株価指数の上昇がアウトパフォームする場合だ。ドルサイクルは局面②へ転換することになる。円はリスク選好地合いや米金利高止まりが下落支援材料となるが、局面②B となるまで円安圧力は高まらず、局面②A の下でドル円相場は下落する。

第 3 のケースは、インフレ高止まりにより FF 金利が金融引き締め領域に長く維持されることが嫌気され、米株価指数が下落に転じて行く場合だ。米景気も FRB の想定よりも減速感が強まる状況を想定する。ドルサイクルは、局面③がさらに進捗する形となり、ドルは底堅く推移しよう。リスク回避地合いは安全通貨である円にも支援材料となるが、政策金利高止まりを受けて米金利も比較的高止まれば、円の反発は抑制され易い。局面③A が続き、ドル円相場は下げ渋って高止まる可能性がある。

第 4 のケースは、米景気が FRB の見通しに反してソフトランディングせずに本格的

な景気後退に陥り、それによりインフレ圧力も想定より早く沈静化する場合だ。米経済で金融危機など何らかの想定外のショックが発生する場合も含む。FRB も利下げに転じるとみられる。市場は本格的なリスク回避局面となり、引き続きリスク回避のドル高が続くと共に、円も米金利低下による支援や、積み上がった円のショート・ポジションの巻き戻しなどから反転上昇し、ドルよりも上昇する。局面③B の状態へ進行し始め、ドル円相場は下落に転じると予想される。

第 5 のケースはテールリスクシナリオではあるが、FRB の見通しに反して、インフレ率がさらに昂進する本格的なスタグフレーションに陥る場合だ。FRB は想定以上の大幅な追加利上げを行うとみられ、景気は大きく落ち込むことになる。ドルは強いリスク回避の下で上昇。高いインフレ率でドルが嫌気される可能性もあり得るが、今回のインフレ圧力がグローバルな現象であることに鑑みれば、他の国々も同様の状況に陥るであろう。円にとってリスク回避はプラス要因である一方、米金利の大幅上昇はマイナス要因となる。どちらが上回るかは不透明感が強いが、年初から円が米金利の上昇に沿って下落しており逆相関が強まっていることから、当面は米金利上昇による下落圧力が勝るとすれば円は下落し、ドル円相場はさらに上昇することになる。このケースも局面としては③A が継続することとなる。

本稿執筆時点では、5 つのシナリオの中で、インフレ率と政策金利の高止まりにより米景気減速かつ米株価下落となる第 3 のケースのような状況が有力視されつつあるようだ。その場合、既述の通りドル円相場は下げ渋り・高止まりとなる。

尚、5 つ目のシナリオのような本格的なスタグフレーションとなる場合については、これがグローバリゼーションの後退、低インフレ・低金利時代の終焉など構造変化により顕在化し始めるとすれば、2000 年代半ば以降の円の安全通貨としての推移の後退にもつながり得る点に留意する必要がある。その場合、ドルサイクルとドル円相場の関係も影響を受ける可能性がある。前掲 2022 年 8 月 24 日付国際経済金融論考「安全通貨としての円について～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 5）～」で指摘したように、2000 年代半ば以降の円の安全通貨としての推移の強まりは、グローバリゼーションの進展などによる資源国・新興国経済の安定や、世界的なインフレ率の安定による米株価指数と米金利の大局的な順相関の定着などが背景にある。現時点ではまだその可能性は高くないとみられるが、同レポートで指摘したように、2022 年以降、米株価指数と米金利の順相関が弱まる動きもみられており、こうした観点からも世界経済・インフレ動向を見極めて行く必要があろう。

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 2022 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](mailto:admin@iima.or.jp)

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