

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

2023年5月23日

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）～

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. ドルサイクルとドル円相場のサイクルについて（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
(3) ドルサイクルに基づくドル円相場のサイクル	7
2. 景気サイクルにおけるドルサイクル及びドル円相場の典型的な動きの整理	9
(1) 景気減速期	10
(2) 景気回復初期	10
(3) 景気拡大期	11
3. 景気サイクルにおけるドルサイクル及びドル円相場の実際の動きの検証	13
(1) 景気減速期及び景気回復初期におけるドルとドル円相場の実際の動き	13
a) 2008年頃の景気減速期・景気回復初期	14
b) 2015年頃の景気減速期・景気回復初期	15
c) 2020年頃の景気減速期・景気回復初期	16
d) 2000年代初頭の景気減速期・景気回復初期	17
(2) 景気拡大期におけるドルとドル円相場の実際の動き	18
a) 2000年代初頭から2007年終盤までの景気拡大期	18
b) 2010年終盤から2015年半ば頃までの景気拡大期	19
c) 2016年終盤から2020年初までの景気拡大期	20
d) 1990年代後半の景気拡大期	22
(3) 景気サイクルにおけるドルとドル円相場の実際の動き～まとめ	23
4. 最近の景気サイクルとドルサイクル及びドル円相場の関係について	24
(1) 足元のドルやドル円相場の状況	24
(2) 米国株価指数のEPSとPERへの要因分解による検証	27
(3) 景気サイクルとの関係からみるドルとドル円相場の今後	28
5. まとめ～景気サイクルに基づくよりの確な為替レートの方向性の把握へ	29

<要旨>

- 本稿では、ドルサイクルの変動メカニズムやそのドル円相場との関係を基に、米国を中心とした景気サイクルの各局面におけるドルサイクルとドル円相場の変動パターンについて、過去の市場の動きも踏まえて検証・整理を行った。尚、ドル円相場は円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降を主に対象とした。
- 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。
- 「景気減速期」では、米国株価指数は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（局面③）となる。米金利と逆相関の円はドル以上に上昇し、ドル円相場は下落。
- 「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（局面②）となる。米金利と逆相関の円も下落に転じるが、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。
- 「景気拡大期」では FRB は利上げ局面にあり、米国株価指数は業績相場的な上昇局面となるが、状況に応じてドルサイクルには 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局面（局面①）となり、ドル円相場も上昇する。逆に中国経済など米国以外の経済が主導する場合、ドルサイクルはリスク選好のドル安局面（局面②）となる。この時円も下落するがドルよりは下落せず、ドル円相場は下落する。また、米国経済の独り勝ちな状況の場合、ドルサイクルは米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面（局面⑤）となり、米金利の動向次第で、ドル円相場は上昇も下落もあり得る。
- 2000 年代半ば以降、「景気減速期」→「景気回復初期」は 2008 年頃、2015 年頃、2020 年頃の 3 回発生。景気拡大期は 2000 年代の金融危機前、2010 年から 2015 年頃、2016 年末からコロナ・ショック前の 2020 年前までの 3 回あった（足元を除く）。各局面で、ドル及びドル円相場は概ね既述のパターンに沿って推移していた。
- コロナ・ショック後は、異例のインフレ高騰を背景とした急速な金融引き締めで、景気サイクルと株価指数、及びドルサイクルの関係に歪みが生じた結果、大幅なドル高円安にもつながった。今後インフレ率がどの程度速やかに沈静化して来るかが、こうした歪みの修正につながり、ドル円相場を含む為替市場の行方にも影響しよう。

<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・考え方があがるが、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～」¹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。また、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も検証した。本稿ではこうした成果を基に、経済現象全般のサイクルの基本となる米国を中心としたグローバルな景気サイクルと、ドルサイクルやドル円相場のサイクルとの関係を整理・検証した。これにより、ドルサイクル論が、実務的な為替レート予測により援用し易くなることが期待される。

1. ドルサイクルとドル円相場のサイクルについて（再説）

（1）為替レートの変動構造とドルサイクル

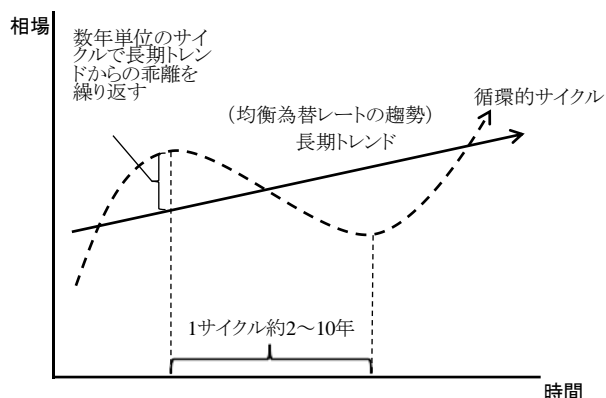
本論に入る前に、これまで述べて来た株価指数比率によるドルサイクルの変動メカニズムの分析について、簡単に振り返っておきたい。上記2020年4月2日付国際経済金融論考では、一般に為替レートの変動が約10年以上の趨勢的なトレンドと、そのトレンドを中心に数年単位で形成されるサイクル的な動きに分けられることを指摘。そして後者のサイクル的な動きの中心を成す約10年以上の趨勢的なトレンドは、概ね均衡為替レートの趨勢と考えられる（第1図）。こうした見方に基づくと、為替レートの変動メカニズムは、①水準論（均衡為替レートの具体的な水準の決定をどう考えるか）、②趨勢論（均衡為替レートの趨勢・トレンドはどのような要因で決まるのか）、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（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、様々な通貨のサイクル的な変動が、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

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～」](#)

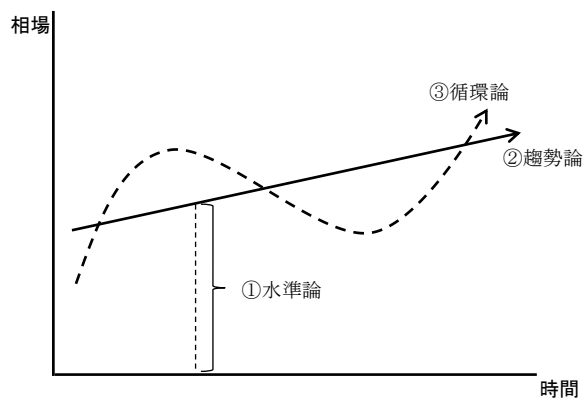
や様々な為替レートの予測にとって有用な切り口となる。そしてこのドルサイクル、すなわちドルの名目実効為替レート²のサイクルの大局的な動きが、米国株価指数（S&P500 株価指数）を新興国株価指数（MSCI 新興国株価指数：現地通貨建て）で割った株価指数比率で良く説明できることを指摘した（第3、4図）。

第1図：為替レート変動の構造



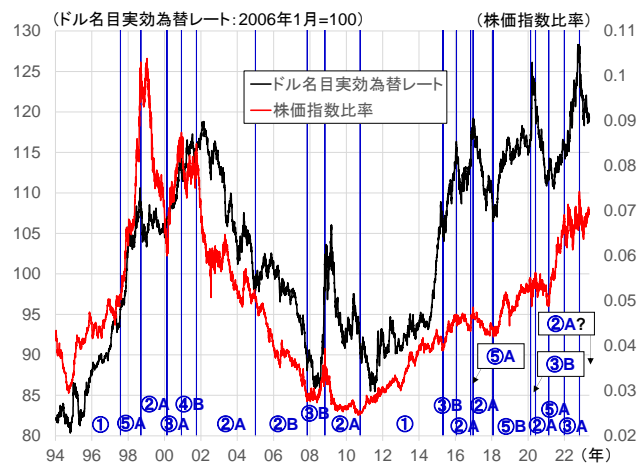
(資料) 国際通貨研究所

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



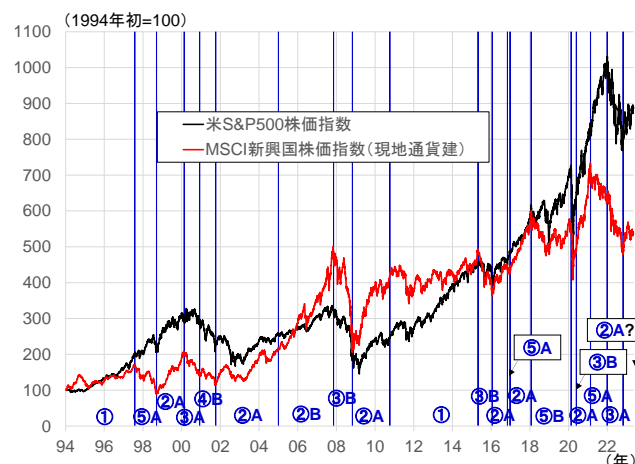
(資料) 国際通貨研究所

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はドル及びドル円相場の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によるブロードベース。
 (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はドル及びドル円相場の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)～」³でも指摘しているよう

² 以下本稿では、特に断りの無い限り、FRB公表のブロードベースのドルの名目実効為替レートを使用。

³ [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\(その2\)～」](#)

に、この株価指数比率は金利要因よりも大局的に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を左右するのは、内外金利差よりも為替レートの変動率である。為替レートの決定に重要なのは、外貨建て投資やクロスボーダー資本フローの動きだが、これらは予想される外貨建て投資の収益率の影響を大きく受ける。そして既述の通り、外貨建て投資の予想収益率は、予想為替レート変動率、つまり市場の予想為替レートに大きく影響を受け、結果的に為替レート自体も、市場による予想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て上昇し、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、ドルから非ドル資産への資本フローが増加し、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して上昇する局面では、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げることを示した（第 5 図）。

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。

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

(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

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。

(3) ドルサイクルに基づくドル円相場のサイクル

2022年8月24日付国際経済金融論考「安全通貨としての円～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)～」⁴、及び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)～」⁵では、円相場(円の名目実効為替レート)やドル円相場とドルサイクルの関係を検証・分析した。

まず、円相場(円の名目実効為替レート)については、2000年代半ば以前まではドルの変動の受け皿としてドルサイクルと逆方向に推移する傾向が強かったことを指摘。一方、2000年代半ば以降は、円は安全通貨としての傾向を強め、ドルが安全通貨として推移する場合は同じ方向へ推移し易くなったことを述べた。このため、2000年代半ば以降の円の動きは、以下のようにドルサイクルの局面ごとの整理が必要となる。

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、リスク選好的地合いを背景に円相場は下落し、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、リスク回避的地合いを背景に円相場は上昇する傾向がある。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であれば円は下落、リスク回避的であれば上昇するとみられる。尚、円が安全通貨としての推移を強めた2000年代半ば以降は、円は米国株価指数との逆相関が強まると同時に、米10年金利との逆相関も強まっている⁶。

⁴ [2022年8月24日付国際経済金融論考「安全通貨としての円～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証\(その5\)～」](#)

⁵ [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\(その6\)～」](#)

⁶ 1970年代などのインフレ高騰期を経て、2000年代に入ると世界的にインフレの安定傾向が明確となり、金利がインフレに関するリスクプレミアムを織り込まなくなったことが、特に2000年代半ば以降

以上の円相場についての整理に基づいて、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、以下第6図の通りとなる。

第6図：ドルサイクルに基づき想定される各局面における円及び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		
局面③	リスク回避のドル高	—	円安	ドル安<円安	局面②B	上昇(ドル高円安)
		円安	—	—		
局面④	リスク回避のドル安→実際はドル高になり易い	—	円高	ドル高>円高	局面③A	上昇(ドル高円安)
		—	円高	ドル高<円高		
局面⑤	米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高	—	—	—	局面③B	下落(ドル安円高)
		円安	—	—		
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	—	円安	—	局面④A	下落(ドル安円高)
		—	円高	ドル高>円高		
局面⑦	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	—	円高	ドル高<円高	局面④B	上昇(ドル高円安)
		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とした。実際にはドル円相場は局面②A となって下落し易いが、2005年～2007年頃の円安圧力が強い時期に局面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とした。実際にはリスク選好の円独歩安の後に

に、米国株価指数と米金利の順相関が強まったことの背景の1つと考えられる。

発生し易いため、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④A、ドル円相場が上昇する場合を局面④B とした。

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 とした。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 とした。

2. 景気サイクルにおけるドルサイクル及びドル円相場の典型的な動きの整理

以上のように為替レートの循環論の観点からのドルやドル円相場のサイクルは、株価や金利のサイクルとの関係を基に論じられている。通常、株価の重要な決定要因は企業業績とその背後にあるマクロ経済や金利の動向であり、金利の場合もインフレ率を含むマクロ経済の動向が、重要な決定要因となっている。つまり米国を中心としたグローバルな景気サイクルにより、株価指数や金利のサイクルなどと共に、ドルサイクルを中心としたドル円相場を含む為替レートの最も基本的なサイクルも決定されていることになる。

ドルサイクルの局面と米国を中心とした景気サイクルとの関係を読み解くために、以下では景気サイクルを、「景気減速期」、「景気回復初期」、「景気拡大期」の 3 つに区切ることとする。ここで「景気減速期」は、2008 年の金融危機時のような深刻な景気後退期と共に、正式に景気後退期には認定されない一定の景気減速局面も含めている。以下本節では、最初に米国を中心とした景気サイクルに対する、米国株価指数、FRB 金融政策、米金利、そしてドルサイクル及びドル円相場のサイクルの典型的な推移を、「景気減速期」、「景気回復初期」、「景気拡大期」の 3 つに分けて整理する。その上で、次節において具体的な過去の市場の動きをみて行くこととする。尚、ドル円相場については、

円が安全通貨としての推移を強めて米金利との逆相関が強まった 2000 年代半ば以降の
関係について述べる。

(1) 景気減速期

まず「景気減速期」(第 7 図)は、FRB の利下げ局面で米金利は低下基調にあり、米
国株価指数も企業業績の悪化から逆業績相場的な下落局面にある。この時ドルサイクル
は局面③(リスク回避のドル高)で上昇サイクルにある。局面④(リスク回避のドル安)
の場合もあり得るが、本稿のドルサイクルの各局面の説明でも既述の通り、局面④は米
国株価指数がより大きく落ち込んでいて分類上ドル安局面でも、実際はリスク回避的な
ドル高がみられて来た。要はいずれにせよ景気減速期は通常ドル上昇サイクルとなる。
この時、低下する米金利と逆相関にある円は上昇、かつ通常ドルを上回って上昇し(ド
ル高く円高)、ドル円相場は局面③B となって下落する(ドル安円高)。以上をまとめ
ると、景気減速期では米金利は低下しているにも拘わらずドルは上昇する。米金利が低下
することから米日金利差は縮小し、ドル円相場はこれに沿って下落する形となる。

第 7 図：景気減速期の典型的なパターン

	景気減速期
FRB金融政策	利下げ局面
米長期金利	低下基調
株価指数	下落(逆業績相場)
ドルサイクルの局面	局面③(リスク回避のドル高)
ドル相場	上昇
円相場	上昇
ドル円相場	ドル高く円高で下落(ドル安円高)
ドル円相場の局面	局面③B
米日金利差	縮小(円有利)

(資料) 国際通貨研究所

(2) 景気回復初期

次に「景気回復初期」(第 8 図)は、FRB の金融政策が利下げの最終局面から停止に
至り、その後政策金利が低水準に維持される時期で、米金利は底打ちから先々の利上げ
を織り込んだ反転上昇の初期段階にあり、米国株価指数は金融相場的な上昇局面に転じ
る。米国の低金利の影響からグローバルに金利が低位推移し、特に新興国株価指数がそ
の恩恵を大きく受けて米国株価指数をアウトパフォームし易くなり、ドルサイクルは局
面②(リスク選好のドル安)となりドルは下落する。また、米金利と逆相関にある円相
場は、直前の景気減速期における局面③B での上昇の一服からも下落に転じるがドルよ
りは下落しないため(ドル安>円安)、ドル円相場は局面②A となって景気減速期から

の下落（ドル安円高）が続く。以上をまとめると、景気回復初期では米金利は底打ちから反転上昇の初期段階にあるが、ドルはこれに反して下落する。米日金利差は縮小一服から再拡大に転じ始めるが、ドル円相場は引き続き下落する。

第 8 図： 景気回復初期の典型的なパターン

	景気回復初期
FRB金融政策	利下げ最終局面から低位据え置き
米長期金利	底打ちから反転上昇の初期段階
株価指数	上昇（金融相場）
ドルサイクルの局面	局面②（リスク選好のドル安）
ドル相場	下落
円相場	下落
ドル円相場	ドル安>円安で下落（ドル安円高）
ドル円相場の局面	局面②A
米日金利差	縮小から拡大へ（ドル有利）

（資料）国際通貨研究所

（3）景気拡大期

「景気拡大期」では、ドルサイクルは局面①（リスク選好のドル高）、局面②（リスク選好のドル安）、局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高）のいずれかの局面となる。継続期間はこれまでみた「景気減速期」や「景気回復初期」に比べて全体で数年から5年近くと相対的に長く、その間に複数の局面（①、②、⑤）が入れ替わる場合もある。どの局面が主要な位置を占めるかは、各景気拡大局面におけるマクロ経済的な時代環境に依存する。例えば1990年代後半や、2010年代前半など、米国以外の経済に比べて米国経済が好調な時代は、局面①が中心となる。逆に2000年代のように米国経済よりも新興国経済を始めとした米国以外の経済が好調な時代は局面②が中心となる。また、2010年代後半のように、米国経済が好調を維持する傍らで、米中通商摩擦や中国経済の成長減速などから新興国経済を始めとした米国以外の経済の先行きが相対的に不透明になる時代は、局面⑤が中心になると整理できる。

各ケースをみて行くと、まず局面①（リスク選好のドル高局面）の場合（第9図）は、FRBは利上げ局面やバランスシート縮小局面で米金利も総じて上昇基調にあり、米国株価指数は業績相場的な上昇局面にある。ドルは上昇サイクルにあり、上昇基調の米金利と逆相関の円相場は下落基調となるため、ドル円相場はドル高と円安が相俟って比較的大幅に上昇し易い（ドル高円安）。つまり景気拡大と米金利・米国株価指数の上昇に合わせてドルは上昇し、米日金利差の拡大に沿ってドル円相場も上昇する形となる。

第9図：景気拡大期(局面①)の典型的なパターン

	景気拡大期(局面①)
FRB金融政策	利上げ局面
米長期金利	上昇基調
株価指数	上昇(業績相場)
ドルサイクルの局面	局面①(リスク選好のドル高)
ドル相場	上昇
円相場	下落
ドル円相場	上昇(ドル高円安)
ドル円相場の局面	局面①
米日金利差	拡大(ドル有利)

(資料) 国際通貨研究所

景気拡大局面での局面②(リスク選好のドル安局面)でも(第10図)、FRBは利上げ局面やバランスシート縮小局面で米金利も総じて上昇基調にあり、米国株価指数は業績相場的な上昇局面にあるが、ドルは下落サイクルにある。上昇基調の米金利と逆相関の円相場も下落基調となるが、通常ドルの下落率の方が大きくなるため(ドル安>円安)、ドル円相場は局面②Aとなり下落する(ドル安円高)⁷。つまり景気拡大と米金利・米国株価指数の上昇の下でドルは下落し、米日金利差の拡大に反してドル円相場は下落する形となる。

第10図：景気拡大期(局面②)の典型的なパターン

	景気拡大期(局面②)
FRB金融政策	利上げ局面
米長期金利	上昇基調
株価指数	上昇(業績相場)
ドルサイクルの局面	局面②(リスク選好のドル安)
ドル相場	下落
円相場	下落
ドル円相場	ドル安>円安で下落(ドル安円高)
ドル円相場の局面	局面②A
米日金利差	拡大(ドル有利)

(資料) 国際通貨研究所

局面⑤(米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面)では(第11図)、FRBによる利上げ局面と調整的な利下げ局面(及びバランスシート縮小あるいは調整的な拡大)の双方があり、米金利も上昇・下落基調の双方があり得る。米国株価指数は業績相場的な上昇局面にあり(米金利低下を伴う場合は部分的に金融相場の要素もあり)、ドルは上昇サイクルにある。米金利が上昇する場合は、これと逆相関にある円が下落してドル

⁷ 但し、2005年～2007年の局面②(リスク選好のドル安局面)のように、円キャリー取引の急増などで円安がドル安を上回り、ドル円相場が上昇する(局面②B)例外的なケースも存在した。

円相場は上昇（局面⑤A でドル高円安）、米金利が下落基調にある場合は、円は上昇するが、これまでの事例ではドルよりも上昇するため（ドル高く円高）、ドル円相場は下落する（局面⑤B でドル安円高）。

第 11 図:景気拡大期(局面⑤)の典型的なパターン

	景気拡大期 (局面⑤)	
FRB金融政策	利上げ局面	利下げ局面
米長期金利	上昇基調	低下基調
株価指数	上昇 (業績相場)	上昇 (業績・金融相場)
ドルサイクルの局面	局面⑤ (米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高)	
ドル相場	上昇	
円相場	下落	上昇
ドル円相場	上昇 (ドル高円安)	ドル高く円高で下落 (ドル安円高)
ドル円相場の局面	局面⑤A	局面⑤B
米日金利差	拡大 (ドル有利)	縮小 (円有利)

(資料) 国際通貨研究所

以上より、景気サイクルとの関係では、ドルサイクルは「景気後退期」(局面③) → 「景気回復初期」(局面②) → 「景気拡大期」(局面①、②、⑤) → 「景気後退期」(局面③)・・・というパターンがあると整理することができる。

3. 景気サイクルにおけるドルサイクル及びドル円相場の実際の動きの検証

以下では前節でみた景気サイクルにおけるドルやドル円相場の典型的な動きが実際にどの程度当てはまっているかを、具体的な過去の推移で振り返る。尚、これまでの論考では、ドルサイクルと株価指数比率の連動性は1年程度の一定以上の期間で明瞭になる傾向から、各局面の区切りも原則1年程度の期間を念頭に行って来たが、今回景気サイクルとドルサイクルの関係を分析するにあたり、一部の局面を細かく分割した。まず2016年1月から2016年12月までは局面①として来たが、これを2016年1月から同年11月までの局面②、及び同年11月から同年12月までの局面⑤に分割。また、2016年12月から2020年5月までの局面⑤を、2016年12月から2020年2月までの局面⑤と、2020年2月から同年5月までの局面③に分割した（前掲第3、4図）。

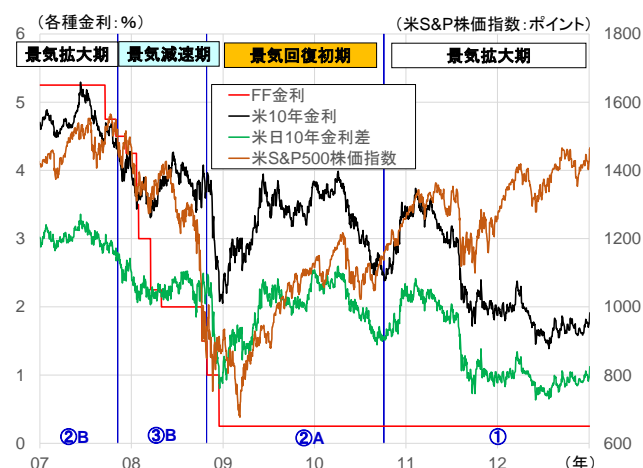
(1) 景気減速期及び景気回復初期におけるドルとドル円相場の実際の動き

円が安全通貨としての推移を強めた2000年代半ば以降では、落ち込みの浅いものも含めると、景気減速期とその後の景気回復初期は、金融危機の発生した2008年頃、チャイナ・ショックが発生した2015年頃、そしてコロナ・ショックの発生した2020年頃の3回発生している。

a) 2008年頃の景気減速期・景気回復初期

2007年終盤から2008年末にかけては、リーマン・ショックなど金融危機を伴う深刻な景気後退期となった。直前の2007年終盤までは景気拡大局面での局面②（リスク選好のドル安局面）でドル安サイクルであったが、先にみた典型的なパターンの通り、2007年終盤から米国株価指数が急落して「景気減速期」＝局面③（リスク回避のドル高局面）のドル高サイクルとなった（第12、13図）。FRBが急速な利下げに転換し、米金利も低下。ドルは当初は米金利の低下に沿って2008年半ば頃まで1年弱の間は下落していたが、その後はリスク回避的に大きく反転上昇した。この時、円は米金利の低下に逆相関する形で上昇し続けてドル以上に上昇したため、ドル円相場は1ドル＝100円を明確に割り込んで急落した（局面③Bでドル安円高）。

第12図：米金利・米日金利差・米株価(2007年～2012年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第13図：ドル実効為替レートとドル円(2007年～2012年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

その後、2009年初頃からの景気回復初期では、FRBの量的金融緩和（QE）開始を背景に米金利が低位で維持される中で、米国株価指数が金融相場的な上昇局面に転じ、特に多額の財政刺激策による中国経済の急回復とその好影響が期待されたこともあり、新興国株価指数がより大きく上昇に転じ、局面②（リスク選好ドル安局面）のドル安サイクルとなってドルは下落に転じた。米金利が低位水準で推移ながらも反転上昇を窺う推移となる中、米日金利差も縮小傾向が一服した。米金利と逆相関の円は本来相応に軟化すると見込まれるが、当時欧州債務危機が発生しつつあるなど、引き続きリスク回避色強い地合いの中で円は尚も底堅く推移し、当時のドル下落と相俟ってドル円相場はさらに下落し、1ドル＝90円を割り込む価格帯までドル安円高が進行した（局面②A）。

以上のように、景気減速期における当初1年弱程度の米金利の低下に沿ったドルの下

落や、景気回復初期における想定以上の円の底堅い推移などはあったが、全体としてはドルやドル円相場は、前節でみた典型的なパターンに沿った推移となっていた。

b) 2015年頃の景気減速期・景気回復初期

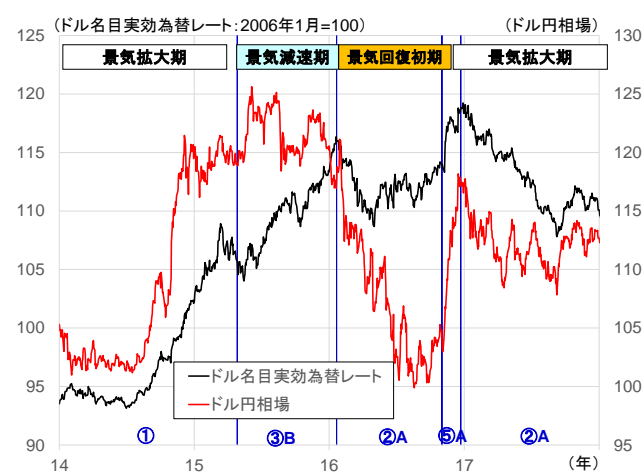
次に景気減速期が浅い深度ながらも発生したのは、2015年頃だ。直前の2010年代半ばまでは景気拡大局面での局面①（リスク選好のドル高局面）でドル高サイクルにあったが、2015年頃よりみられ始めた世界的な景気減速により米国株価指数が下落に転じ、ドルサイクルは局面③（リスク回避のドル高局面）＝景気減速期となりさらにドル高の流れが続いた（第14、15図）。FRBは金融危機後の大規模な金融緩和からの脱却を図るべく、2014年10月に量的緩和第3弾（QE3）によるバランスシートの拡大を停止し、金融危機後最初の利上げを窺う情勢にあった。しかし、2015年8月以降の中国からの資本流出（チャイナ・ショック）などを巡る世界的な金融市場混乱のリスクや、米国でもISM製造業景気指数が好不況の節目である50を割り込みつつあるなど景気が減速する方向にあったため、FRBは利上げを先延ばしし、この間米金利は概ね横ばい推移であったが、2015年12月の利上げ後は小幅に低下した。円はこの時期の終盤にかけて米金利が低下基調になったこともあってドルよりも上昇し、ドル円相場は120円台半ばから110円台半ばまで下落した（局面③Bでドル安円高）。

第14図：米金利・米日金利差・米株価(2014年～2017年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第15図：ドル実効為替レートとドル円(2014年～2017年)



(注1)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

その後2016年からの景気回復初期では、2016年6月の英国国民投票でのEU離脱可決による金融市場や景気への影響が警戒されたことなどから、FRBがその後の利上げを同年12月まで見送り、米金利はさらに低下。世界景気が安定し始め、FRBによる追

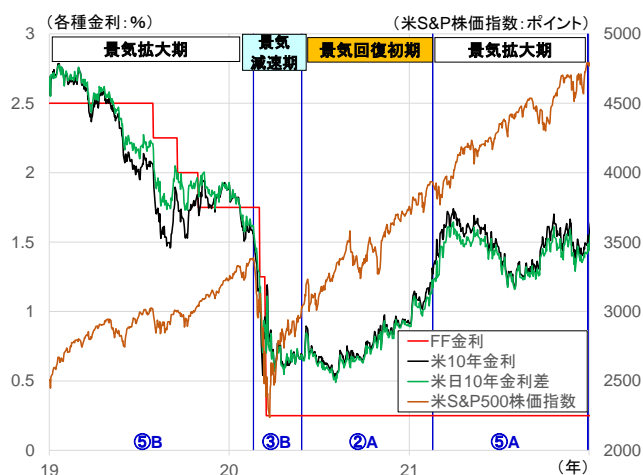
加利上げ先送りを好感したことなどから米国株価指数が持ち直すと共に、特に新興国株価指数がより底堅く推移し、局面②（リスク選好のドル安局面）に転換してドルは下落基調となった。米金利が緩やかに下落基調にある中、円は上昇基調となり、ドル円相場は下落した（局面②Aでドル安円高）。

以上のようにFRBによる利上げの直前での景気減速期という点でやや特殊なケースであったが、やはりドルやドル円相場は、総じて前節でみた典型的なパターンに沿った推移となっていた。

c) 2020年頃の景気減速期・景気回復初期

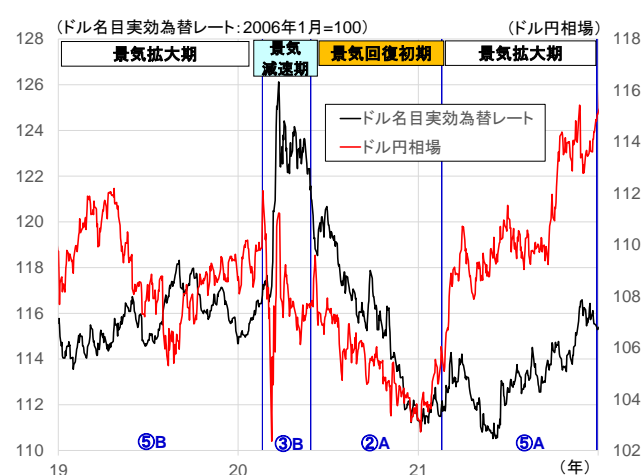
3つ目は新型コロナウイルスのパンデミックが発生した2020年だ。直前の2019年までは米中通商摩擦などを背景に局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面）でドル高サイクルにあった。2020年初の新型コロナウイルスの世界的なパンデミックで世界経済が深刻な景気後退期に陥ると、米国株価指数が急落し、ドルサイクルは局面③（リスク回避のドル高局面）＝景気減速期となりさらにドル高サイクルが続いた（第16、17図）。FRBは既に2019年中に緩やかな景気減速に合わせて小幅の調整的な利下げ（0.25%×3回）を行っていたが、2020年以降の急激な景気の落ち込みと金融市場の混乱への対応から急速な利下げに転じ、米金利は急低下した。この時、円は対ドルで乱高下しつつ期間全体としてはドルよりも上昇したため、ドル円相場も102円から112円までの値幅で乱高下しつつ下落した（局面③Bでドル安円高）。

第16図：米金利・米日金利差・米株価(2019年～2021年)



(注) ①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第17図：ドル実効為替レートとドル円(2019年～2021年)



(注) ①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

その後2020年5月頃からの景気回復初期では、FRBが再び量的金融緩和(QE)に踏

み切り米金利が低位で維持される中で、米国株価指数が金融相場的な上昇に転じ、特に新興国株価指数がこれをより好感して大きく上昇し、ドルサイクルが局面②（リスク選好のドル安局面）となってドルは下落に転じた。米金利が低位推移しつつも底打ちから反発に向かい始める中、これと逆相関にある円も下落に転じたが、ドルがより下落していたため、ドル円相場は102円近辺までさらに下落が進んだ（局面②Aでドル安円高）。

以上のように、この時期においても先の2つの時期と同様、景気減速期では局面③の下で米金利低下とドル高、及びドル円相場の下落が実際に発生。また景気回復初期では、局面②の下で米金利の低位底打ちからの反発とドル安、ドル円相場の下落が実際に発生していたことを確認できよう。

d) 2000年代初頭の景気減速期・景気回復初期

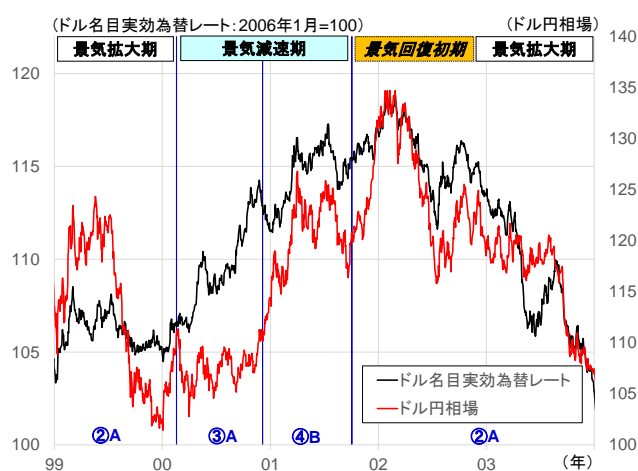
因みにITバブル崩壊による景気後退が発生した2000年代初頭についてみると、直前の1999年頃まではアジア通貨危機後の景気拡大期を背景に局面②（リスク選好のドル安局面）でドル安サイクルにあった。2000年にITバブルの崩壊から景気減速期となり、株価指数が下落に転じると、ドルサイクルは局面③（リスク回避のドル高局面）となりドル高サイクルに転換した（第18、19図）。2001年以降は局面④（リスク回避のドル安局面）へ転換したが、引き続きリスク回避的なドル高サイクルが続いた。この間、FRBは利上げ打ち止めから利下げ局面にあり、米金利は低下傾向が続いた。以前にも指摘したように、2000年代半ば以前の円は、ドルの変動（サイクル）の受け皿として推移する傾向が強かったため、この時、円はドルの上昇に合わせてその受け皿として下落し、ドル円相場は上昇した（局面③A・局面④Bでドル高円安）。

第18図：米金利・米日金利差・米株価(1999年～2003年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第19図：ドル実効為替レートとドル円(1999年～2003年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

その後 FRB は 2003 年まで利下げを継続し、米金利がさらに低下し続ける中、株価指数は 2002 年後半より持ち直し始め、特に新興国株価指数がこれをより好感して上昇、景気回復初期に入りドルサイクルは局面②（リスク選好のドル安局面）のドル安サイクルに転換した。その後の 2000 年代の景気拡大期は局面②のドル安サイクルであったため、両者を合わせた局面②が 2000 年代後半の金融危機前まで比較的長く続いて行くことになる⁸。この時円相場は、2000 年代半ばまでは、まだドルの変動の受け皿として変動していたため、ドル安に沿ってドル円相場は下落に転じた（局面②A でドル安円高）。このように、2000 年代初頭の景気後退期、景気回復初期も、やはり局面③（及び④）と局面②のパターンがみられていた。但し、2000 年代半ばの前と後で、円相場の変動メカニズムが変化したため、ドル円相場の動きは、2000 年代後半以降の事例とは異なったパターンとなっている。

（2）景気拡大期におけるドルとドル円相場の実際の動き

次に景気拡大期について、円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば頃以降を中心にみると、金融危機に至るまでの 2000 年代初頭から 2007 年終盤まで、金融危機後の 2010 年終盤から 2015 年頃まで、そしてコロナ・ショック直前までの 2016 年終盤から 2020 年初までの 3 回発生している。

a) 2000 年代初頭から 2007 年終盤までの景気拡大期

まず 2000 年代初頭から 2007 年終盤の金融危機前までをみると、2000 年代初頭の IT バブル崩壊後の景気後退期・景気回復初期を経て景気拡大期となり、株価指数は本格的な上昇局面入りした（第 20、21 図）。2001 年の中国の世界貿易機関（WTO）加盟を経て中国経済が規模・経済成長率の面で世界経済でのプレゼンスを飛躍的に高め始める中、世界経済は資源ブームも迎え、資源輸出国も多い新興国経済の好調ぶりが顕著となった。新興国株価指数が米国株価指数をアウトパフォームして株価指数比率は下落し、ドルサイクルは局面②（リスク選好のドル安局面）のドル安サイクルとなった。尚、前節でみた通り、2001 年終盤から 2004 年末までの局面②A の最初の一定期間は、景気回復初期の局面②A を含んでいる。

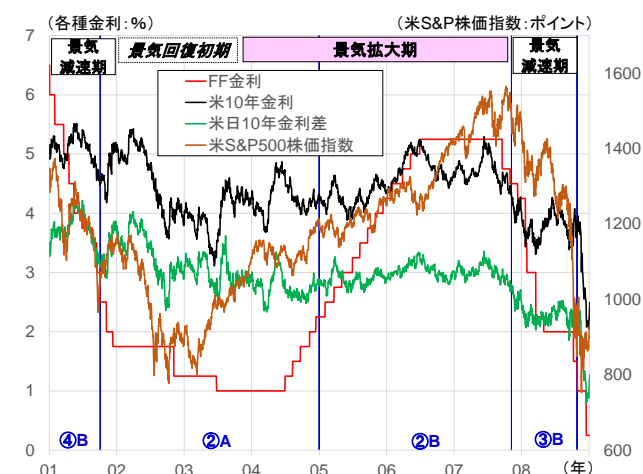
この間、FRB が 2004 年 6 月から利上げ局面入りし、米金利は上昇地合いが続いた。度々指摘しているように、円は 2000 年代半ばまではドルの変動の受け皿通貨として変動する傾向があったが、2000 年代半ば以降は安全通貨としての傾向を強め、米金利と

⁸ ここでは景気回復初期の局面②と景気拡大期の局面②の境界は明示していない。

逆相関の傾向を強めた。この結果 2000 年代初頭から 2000 年代半ばまでの前半の局面②では、円はドル安の受け皿となりドル円相場は下落した（局面②A でドル安円高）。一方、2000 年代半ばから金融危機前までの後半の局面②では、米金利の上昇などを受けてドル安以上に円安となり、ドル円相場は上昇した（局面②B でドル高円安）。

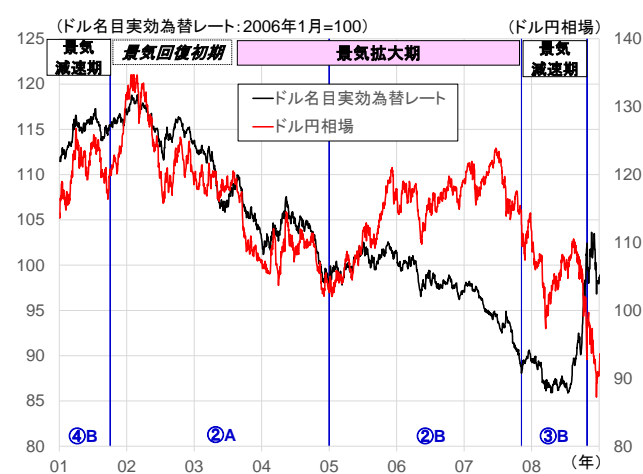
以上のように景気拡大期の局面②の下で、米金利上昇でもドル安となり、先にみた典型的なパターンの 1 つに沿った推移となった。ドル円相場は、前半はドル安円高（局面②A）と典型的な形に添って推移していたが、後半は円安がドル安を上回る形でドル高円安（局面②B）となり、例外的な推移となった。

第 20 図：米金利・米日金利差・米株価(2001 年～2008 年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第 21 図：ドル実効為替レートとドル円(2001 年～2008 年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

b) 2010 年終盤から 2015 年半ば頃までの景気拡大期

2010 年終盤から 2015 年半ば頃までは、金融危機後の景気減速期と景気回復初期（2007 年終盤～2010 年終盤）を経て景気拡大期となり、株価指数は本格的な上昇局面入りした（第 22、23 図）。金融危機後の主要国金融当局による大幅な金融緩和を受けて各国景気は回復傾向となった。但し、欧州はギリシア問題に端を発する欧州債務危機が発生・深刻化したことから回復のペースは緩慢となり、中国も高度成長期が終焉して資源ブームが一服すると、新興国経済も成長率が鈍化し始めた。こうした中、米国経済は大規模な景気支援策が奏功すると共に、シェール革命や主要 IT 企業のさらなる成長などにも牽引され、相対的に好調に推移した。世界経済は米国主導の景気拡大となり、米国株価指数が新興国株価指数をアウトパフォームし、ドルサイクルは局面①（リスク選好のドル高局面）のドル高サイクルとなった。この間、FRB は量的金融緩和を継続したため、米金利は 2012 年頃までは低位推移となったが、2013 年半ば頃から金融緩和終了を見込

んで、上昇基調に転じた。円相場は、こうした上昇基調に転じた米金利と逆相関に推移し易いことに加え、2013年の日銀による大規模金融緩和開始なども背景にこの時期大幅に下落。ドル高と相俟ってドル円相場は2015年央にかけて大幅に上昇した。

以上のように、景気拡大期における局面①の下で、米金利上昇を伴いドル高となり、ドル円相場も大幅に上昇し、典型的な形に添って推移していた。

第22図：米金利・米日金利差・米株価(2010年～2015年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第23図：ドル実効為替レートとドル円(2010年～2015年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

c) 2016年終盤から2020年初までの景気拡大期

2016年終盤から2020年初までは、直前の2015年の深度の浅い景気減速期と2016年の景気回復初期を経て景気拡大期となり、株価指数は再び本格的な上昇局面へ復帰した(第24、25図)。この間、ドルサイクルは、2016年終盤から2017年初までの局面⑤(米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面)、2017年中の局面②(リスク選好の度ドル安局面)、そして2018年初から2020年初までの局面⑤へと転換し、ドル上昇サイクルと下落サイクルが混在する形となった。

2016年終盤から2017年初にかけては、2016年11月の米大統領選で大幅な減税政策を唱えていたドナルド・トランプ氏が当選を果たし、米景気が大幅に加速するのではとの期待が浮上。FRBが2015年12月以来停止していた利上げを2016年12月に再開すると共に、米国株価指数と米金利も大幅に上昇し、これを嫌気した新興国株価指数は下落。ドルサイクルは局面⑤のドル高サイクルとなりドルは上昇した。この時円相場は、急上昇する米金利と逆相関する形で下落し、ドル高と相俟ってドル円相場も急上昇した(局面⑤Aでドル高円安)。

2017年中は、中国からの資本流出圧力が次第に沈静化し、世界景気も拡大局面入り

が明確になった。米国株価指数の上昇が続くと共に、新興国株価指数も上昇に転じて米国株価指数をアウトパフォーム。ドルサイクルは局面②のドル安サイクルへ転換し、ドルは下落基調に転じた。この間、FRBは段階的な利上げ局面に入り、米金利はトランプ減税の行方を巡る不透明感などから、2016年終盤の急上昇から一旦反落する場面もみられたものの、2017年後半以降は上昇を再開した。上昇する米金利に逆相関する形で円相場も軟調に推移し、ドル以外の通貨に対しては概ね下落したが、ドルの下落がより大きく、米日金利差は拡大方向にあった中でも、ドル円相場は下落した（局面②Aでドル安円高）。

第24図：米金利・米日金利差・米株価(2016年～2020年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第25図：ドル実効為替レートとドル円(2016年～2020年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

2018年初から2020年初にかけては、当時の米トランプ政権が中国に対する制裁関税を発動し始めるなど、米中通商摩擦が強まった。中国や新興国の経済などへの悪影響が懸念され始め、米国株価指数は上昇基調を維持したが、新興国株価指数は下落基調に転じ、ドルサイクルは局面⑤のドル高サイクルへ転換してドルは再び上昇基調に転じた。FRBは2017年からの段階的な利上げを2018年一杯まで継続し、米金利もこれに沿って上昇が続いたが、景気軟化の兆しを受けて2019年に入ると利上げを停止すると共に、同年中には0.25%×3回の調整利下げを行うと、米金利も2019年以降は低下基調となった。円相場は米金利に逆相関する形で強含み、上昇していたドルと綱引きとなり、ドル円相場は1ドル=110円を挟んだレンジ色強い推移となったが、2019年にかけてやや下落基調となった（局面⑤Bでドル安円高）。

以上のように、この時期は景気拡大期の中で局面が⑤→②→⑤と入れ替わる推移となったが、局面①、②、⑤のうちのどれかで推移しており、景気拡大期の典型的なパター

ンに沿った推移であった。米経済が相対的に底堅く推移している時代背景から、局面⑤中心のドル高サイクルが中心となっていた。最初の局面⑤では米金利上昇を伴うドル高局面で、ドル円相場は上昇（局面⑤A）、次の局面②では米金利上昇を伴いながらもドル安局面でドル円相場も下落（局面②A）、最後の局面⑤では後半にかけて米金利低下を伴いながらドル高で、ドル円相場は下落（局面⑤B）と、こちらもそれぞれ典型的な形に添った推移となっていた。

d) 1990年代後半の景気拡大期

因みに1990年代後半の景気拡大期についてみると、ドルサイクルは1997年7月頃までの局面①（リスク選好のドル高局面）、1997年7月頃から1998年9月頃までの局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面）、そして1998年9月頃から2000年2月頃までの局面②（リスク選好のドル安局面）へと転換し、ドル上昇サイクルと下落サイクルが混在する形となっていた（第26、27図）。

1990年代半ばから1997年7月までは、1994年頃からの米景気拡大の本格化を受けてFRBが同年2月から利上げに転じる中、米10年金利が6%~7%近辺で高止まりすると共に、米国株価指数は1995年初から堅調な上昇局面に入った。新興国株価指数も好調な世界経済を反映して上昇していたが、当時IT革命を先導するなどより好調であった米国の株価指数がアウトパフォームし、ドルサイクルは局面①のドル高サイクルとなりドルは上昇した。当時円はドルの変動の受け皿通貨としての傾向が強かったため下落基調にあり、ドル高と円安が相俟ってドル円相場は大幅に上昇した。

第26図：米金利・米日金利差・米株価(1994年~2000年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第27図：ドル実効為替レートとドル円(1994年~2000年)



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

1997年7月頃から1998年9月頃までは、1997年7月のアジア通貨危機発生により新興国株価指数は下落に転じたが、米国経済はアジア通貨危機の影響は限定的で景気拡大が継続。米金利は低下地合いとなったが、米国株価指数は上昇が続き、ドルサイクルは局面⑤に転換しつつ直前の局面①からのドルの上昇が続いた。日本では1997年に大手金融機関の経営破綻など金融システムの混乱もあり、ドル上昇の受け皿として円相場はさらに下落、ドル高と相俟ってドル円相場は1ドル=147円近辺まで上昇した（局面⑤Aでドル高円安）。

1998年9月頃から2000年2月頃までは、1998年8月以降のロシア危機（ロシア政府による対外債務支払い停止）や米ヘッジファンド（Long Term Capital Management: LTCM）の破綻など金融市場の混乱への対応から、FRBが1998年9月から11月にかけて調整的な利下げ（0.25%×3回）を行うと、米国株価指数は同年10月には下げ止まって回復に転じ、2000年初めのITバブル崩壊まで上昇局面が続いて行った。この間、新興国経済もアジア通貨危機による落ち込みから総じて回復過程に入り、新興国株価指数は米国株価指数をアウトパフォームして上昇。ドルサイクルは局面②のドル安サイクルへ転換し、ドルは下落基調に転じた。ドルの変動の受け皿の傾向が強かった円相場は、1998年夏場までの大幅な下落の背景となった大規模なショートポジション（円キャリー取引）の取り崩しもあり急上昇し、ドル円相場は急落した（局面②Aでドル安円高）。

以上のように、この時期も景気拡大期の中で、局面が①→⑤→②と入れ替わる推移となった。局面①、②、⑤のうちのどれかで推移しており、景気拡大期の典型的なパターンに沿った推移であったが、米経済が相対的に好調な時代背景から、局面①や⑤が中心となっていた。この時期は円がドルの変動の受け皿として推移する傾向が強かったため、ドル円相場はドルサイクルに沿って推移していた。

（3）景気サイクルにおけるドルとドル円相場の実際の動き～まとめ

以上みて来たように、実際のデータからも確認された景気サイクルの各局面におけるドルやドル円相場の動きにはパターンがあり、改めて整理すると以下第28、29図の通りとなる。円が安全通貨としての推移を強めた2000年代半ば以降、円、そしてドル円相場は、それ以前と比べて変動パターンが一部変化しているため、ドル円相場については2000年代半ば以降の動きについて表示している。

第 28 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) 国際通貨研究所

第 29 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 (局面③)	景気回復初期 (局面②)	景気拡大期 (局面①,②,⑤)
ドル			
ドル円			

(注1) ①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) 国際通貨研究所

まず景気減速期と景気回復初期は、ドル、ドル円相場共に変動パターンは一定している。景気減速期では、ドルは上昇し、円はドル以上に上昇し易いため、ドル円相場は下落する。景気回復初期では、ドルは下落に転じ、円も下落基調になることが多いがドルよりは下落しないため、ドル円相場はドル安主導で下落が続き易い。一方、景気拡大期はその時代ごとのマクロ経済環境によって、ドル、延いてはドル円相場も上昇する場合もあれば下落する場合もあり、変動パターンは分かれることになる。米日金利差は、日本の金利が低位推移であまり変動しないため、米金利の変動と事実上同方向に動き易い。以上の見方に基づくと、ドル円相場は、景気回復初期や景気拡大期で下落(ドル安円高)する場合などに、拡大方向にある米日金利差と逆方向へ推移し易いことがわかる。

4. 最近の景気サイクルとドルサイクル及びドル円相場の関係について

(1) 足元のドルやドル円相場の状況

これまでみて来たように、1990年代半ば以降、景気サイクルの各局面におけるドルサイクルやドル円相場には明確な変動パターンがあることを確認できた。では、こうしたこれまでのパターンに基づくと、最近のドルサイクルやドル円相場はどのような状況にあると評価できるのだろうか？

コロナ・ショック後のFRBによる大規模な金融緩和を受け、米国株価指数は2020年3月に早くも底打ちし、米国経済の堅調な回復を伴い2021年にかけて上昇傾向が継続した。一方、当時の中国当局によるゼロコロナ政策や不動産業界に対する規制強化の影響などから中国経済が伸び悩み、その影響を強く受け易い新興国株価指数は2021年初から下落に転換。ドルサイクルは、既にみたコロナ・ショック後の「景気減速期」(局

面③）・「景気回復初期」（局面②）を経て、「景気拡大期」の下で2021年初頃からは米
国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面（局面⑤）となっていた（第30～33図）。

第30図：ドル実効為替レートと株価指数比率（2020年～）



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第31図：米国株価指数と新興国株価指数（2020年～）



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第32図：米金利・米日金利差・米株価（2020年～）



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

第33図：ドル実効為替レートとドル円（2020年～）



(注)①などの番号はドルサイクル及びドル円相場の局面判断
(資料) Bloomberg

その後、2023年3月8日付国際通貨研レポート「米景気ノーランディング論の浮上とドルサイクル～ドルサイクルに基づくドル及びドル円相場の定点観測～」⁹などでも指摘したように、2022年以降のインフレ率急上昇を受けたFRBによる急激な金利引き

⁹ [2023年3月8日付国際通貨研レポート「米景気ノーランディング論の浮上とドルサイクル～ドルサイクルに基づくドル及びドル円相場の定点観測～」](#)

上げにより米金利も大幅に上昇。これを嫌気したこともあり米国株価指数も 2022 年初から下落に転じた。新興国株価指数は 2021 年初からの下落基調が続いており、ドルサイクルはそれまでの局面⑤から局面③（リスク回避のドル高局面）へと転換しつつドル高サイクルが続く形となった。実際にドルは 2022 年以降も引き続き底堅く推移すると共に、上昇する米金利に逆相関する円相場は下落したため、ドル円相場も大幅に上昇した（局面③A でドル高円安）。

一方、2022 年 10 月頃より、FRB の利上げペースが鈍化するとの見方が台頭して米金利の上昇が一服すると、米国株価指数も下落基調が一服して緩やかな持ち直しがみられている。同年 11 月頃からは中国がゼロコロナ政策を撤廃する方向へ向かい始め、中国経済の回復期待が高まったこともあり、新興国株価指数がより大きく持ち直し、ドルサイクルは局面②のドル安サイクルに転換したかのような動きとなっている。実際にドルもこれに合わせて下落に転じると共に、ドル円相場も同様に下落に転じている（局面②A でドル安円高？）。

これまで見て来たように、1990 年代半ば頃に世界的にインフレ率が安定し始めて以降、景気拡大期では、FRB が景気をオーバーキルしない範囲で金融緩和の解除や金融引き締めを行い、米金利と共に米国株価指数も上昇、ドルサイクルは局面①、②、あるいは⑤のいずれかのみ発生していた。一方、景気減速期には局面③と④が発生して来た。

この点、今回の局面③が開始された 2022 年初時点では、米 ISM 製造業・非製造業景気指数が 60 を超える高水準で推移していたように、米景気はまだ堅調な拡大局面にあった。しかし、今回 FRB は数十年來の急上昇となったインフレ率の早急な引き下げを最優先に景気のオーバーキルも辞さない覚悟で急速な利上げを実施。これを嫌気した米国株価指数が景気堅調にも拘わらず下落に転じ、ドルサイクルは局面③に転換した。

その後こうした急激な利上げの米国経済への影響は顕在化しつつあり、例えば、ISM 製造業景気指数は直近 2023 年 4 月分で好不況の分岐点である 50 を割り込むまで悪化するなど、減速感が強まる方向にはある。一方、米労働市場は依然逼迫しており、個人消費も底堅さを維持するなど、米景気指標は斑模様となっている。結果的には、これまでのところ今回の 2022 年初以降の局面③は、深度の浅い景気減速期に発生した 2015 年頃の局面③に類似しつつあるようにもみえるが、まだ今後の展開は予断を許さない。

因みに、2015 年当時は FRB が利上げ開始を窺いつつ最終的に 1 回・0.25%だけ利上げを実施しただけであり、米金利は緩やかな低下地合いにあったため、これと逆相関の円が上昇し、ドル高<円高となって局面③での典型的なパターンに沿ってドル円相場は緩やかに下落していた（局面③B）。一方、今回はインフレ抑制のための急激な利上げ局

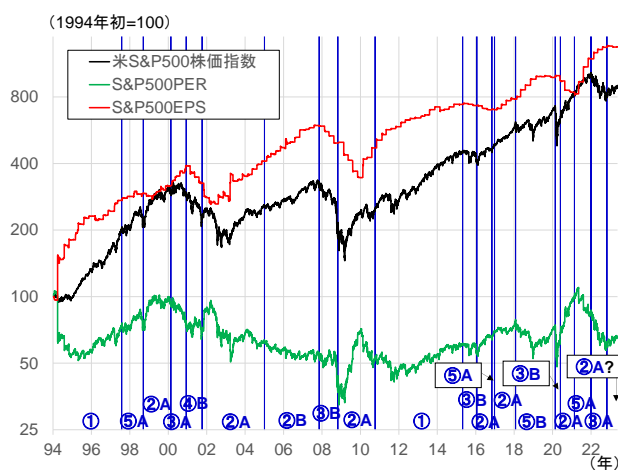
面となり、米金利が大幅に上昇したため、円も大きく下落し、ドル高と相俟ってドル円相場は大幅に上昇（局面③A）しており、2000年代半ば以降の局面③のパターンと比較すると異例の推移となっている。

（2）米国株価指数のEPSとPERへの要因分解による検証

こうした異例の株価指数の動きの背景をみるために、米S&P500株価指数を実績ベースの一株当たり利益（EPS）と株価収益率（PER）に要因分解してその推移をみると（1994年初=100として指数化）、通常景気拡大期は増加基調のEPSが株価指数上昇の主因となって来た（第34図）。また景気減速期は、2015年の浅い景気減速期も含めてEPSとPERの双方が低下して株価指数の低下要因となって来た。EPSは景気回復初期頃まで減少基調が続くが、FRBの金融緩和による米金利低下を受けてPERは景気回復初期に早々に上昇に転じ、EPSが回復に転じるまでの間、株価指数の景気回復初期からの反転上昇を支える形となって来た。

これに対し、足元は、まずコロナ・ショック後の大幅な金融緩和を受けて、PERが2020年3月頃から2021年半ばにかけて過去最高水準相当まで急上昇し、同時期の米国株価指数急回復の主因となった。2021年半ば頃には米金利の持ち直しを受けてPERは低下に転じたが、同時に企業業績が回復に向かってEPSが堅調な上昇を開始し、株価指数は2021年末まで上昇が続いた。その後も米金利の上昇とPERの低下が続く中、EPSの回復も次第に鈍化し、株価指数も2022年から反落に転じた構図となっている。

第34図：米S&P500株価指数とEPSとPER



(注) 1994年初=100とする対数目盛
(資料) Bloomberg

(3) 景気サイクルとの関係からみるドルとドル円相場の今後

このように、今回のドルサイクルの局面③出現の背景となった 2022 年初以降の米国株価指数の下落は、従来の景気減速期にみられて来たような EPS の大幅な下落を伴っておらず、主に PER の低下によるものとなっている。

もっとも、EPS は 2023 年以降緩やかに減少し始めており、今後 FRB による利上げの景気への影響がより顕在化すれば、EPS はこれまでの景気減速期と同様に減少基調が明確化して来る可能性がある。本格的な景気減速期に入り、EPS の減少を伴い米国株価指数が改めて下落すれば、ドルサイクルは 2022 年初からの局面③が継続していたことになろう。ドルは、今後一定期間は米金利の低下に連動して下落し易いとみられるが、景気減速が一定以上進行すると、局面③に沿った底堅い推移を回復すると予想される。景気減速でインフレも沈静化に向かい、FRB による利下げを織り込んで米金利が一定以上低下して来れば、ドルが上昇しても円がそれ以上に上昇し、ドル円相場は下落するとみられる（局面③B）。この場合、2022 年初からのドルサイクルの局面③は、結果的に今回の異例のインフレ率上昇への FRB などの対応に伴い、景気減速期に先立つ景気拡大期の途中から前倒しで発生していた位置付けとなろう。足元の局面②のような推移は、前倒しで発生していた局面③の中での一時的な揺り戻しに過ぎなかったことになる。実際、1 月末以降、特に新興国株価指数の上値が重くなり始めているようにみえる。

一方、仮に米景気が依然として底堅く推移し、EPS が大幅な落ち込みを経ずに回復に向かう場合は、米国株価指数も上昇基調を再開することになる。2015 年頃の局面③と同様に、2022 年以降も深度の浅い局面③が発生し、2022 年 10 月以降は景気回復初期に相当する局面②が続いていたとみることができるとも考えられる。その後は景気拡大期が続けば、ドルサイクルは局面①、②、⑤のいずれかへ転換して行こう。

この時、中国経済の堅調な回復などを背景に新興国株価指数が米国株価指数をアウトパフォームする流れとなれば、景気拡大局面における局面②が本格的に進みドルはさらに下落しよう。こうしたリスク選好地合いでは円も下落基調となるが、ドルの下落が上回り易いため、ドル円相場は緩やかに下落しよう（局面②A でドル安円高）。逆に中国経済の回復が捗々しく無く、米国経済主導の世界景気拡大となる場合は、局面①あるいは⑤となり、ドルは底堅く推移しよう。ドル円相場は局面①なら再度上昇を窺う展開となる。局面⑤の場合も、米金利上昇を伴えばドル円相場は上昇基調となろう（局面⑤A でドル高円安）。但し、堅調な景気とインフレの速やかな沈静化を同時に達成するのは相当にナローパスであると考えられる。米景気が目先底堅く推移してもインフレが沈静化しなければ、FRB はその抑制を最優先に景気を減速させようとして来るはずで、結局

インフレの安定を伴わない景気拡大の持続性は限定的である可能性が高い。

今後とも米国を中心とした景気動向の行方と共に、異例の水準へ高騰したインフレ率の沈静化が実現し、これまで通りの景気サイクルとドルサイクルの変動パターンが維持されて行くかが注目されよう。

5. まとめ～景気サイクルに基づくよりの確な為替レートの方向性の把握へ

本稿では、米国を中心とした景気サイクルの各局面におけるドルサイクルの変動パターンについて、実際の過去の市場の動きも含めて検証した。その結果、ドル及びドル円相場には、「景気減速期」、「景気回復初期」、「景気拡大期」に応じて、本稿 24 ページの第 28、29 図で整理されているような変動パターンがあると整理することができた。こうした整理によって、米国を中心とした景気サイクルの各局面における、ドルやドル円相場の今後の大局的な方向性を、よりの確に把握することが可能となろう。

この点、2022 年以降の大幅なドル高円安の背景には、まだ景気が堅調であったにも拘わらず、ドルサイクルがリスク回避のドル高局面（局面③）へ転換するという異例の状況があった。その根底にあった異例のインフレ高騰がどの程度速やかに沈静化して行くかが、今後のドルやドル円相場を含む為替レートの行方に加え、本稿でみて来た景気サイクルとドルサイクルの関係にとっても重要となろう。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。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 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>