

## 供給制約で高まる米国期待インフレ率とドルへの影響

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)

### <要旨>

- ドルの名目実効為替レートは、夏場以降も底堅く推移。相対的に堅調な米経済に加え、コロナ感染拡大による供給網の混乱や資源価格の上昇などによるインフレ懸念から、FRBによる金融緩和政策の早期巻き戻し期待が高まっていることが背景。
- 米株価指数は堅調な一方、新興国株価指数は依然上値が重く、株価指数比率でみるドルサイクルは、今年2月からの「米国リスク選好・新興国リスク回避」のドル高局面が継続中で、ドルの上昇はこれと整合的な動き。米10年金利の上昇ピッチの鈍さや、米国期待インフレ率の上昇など一定のドルの上値抑制要因も残存。
- 特に米国期待インフレ率は供給制約によるインフレ圧力などが意識されて直近高値を超えて上昇。通常リスク選好的な状況での米国期待インフレ率の上昇はドル下落材料となるが、スタグフレーション的な状況が世界的に生じる中で、米国期待インフレ率の上昇は、むしろドル上昇材料となり得る。「米国リスク選好・新興国リスク回避」のドル上昇サイクルにある中で、ドルが上昇し易い状況が続きそうだ。

### <本文>

#### 1. 高まる金融緩和政策巻き戻し期待からドルは夏場以降も緩やかに上昇

ドルの名目実効為替レート（以下ドル）<sup>1</sup>は、夏場以降も上下動を交えながら緩やかに上昇している（第1図）。相対的に堅調な米経済に加え、新型コロナウイルスの感染拡大による供給網の混乱や資源価格の上昇などから米国でもインフレ懸念が台頭し、FRB（米連邦準備制度理事会）による金融緩和の早期巻き戻し期待が強まったことが背景だ。9月22、23日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）で参加者による2022年以降の利上げ見通しが引き上げられたことなどから、米10年金利が再び上昇に転じると共に、金融政策の見通しを反映する傾向のある2年金利が急上昇したことも、このところのドルの底堅い推移を支えたとみられる（第1図）。その後10月4日のOPECプラス<sup>2</sup>閣僚級会合で原油の増産加速が見送られたことで、WTI原油先物相場が1バレル80ドルを突破

<sup>1</sup> 本稿では特に断りの無い限りFRB算出のブロードベースのドルの名目実効為替レートを使用。

<sup>2</sup> OPEC（石油輸出国機構）とロシアなどOPEC非加盟の産油国で作る協議体。

して上昇するなど（第2図）、資源価格の上昇を受けた資源国通貨の持ち直しもあって10月以降ドルは一旦下落した。しかし、11月のFOMCが近づくに連れてFRBの利上げ前倒し期待が高まり、ドルは再び反発に転じていた。

第1図:ドル名目実効為替レートと米2年、10年金利



(資料) Bloomberg

第2図:WTI原油先物相場



(資料) Bloomberg

こうした中、11月2、3日開催のFOMCでは、事前にFRBが入念に金融市場に織り込ませていた資産買入策の段階的な巻き戻し（テーパリング）の開始を決定。買い取り額の減額ペースも、米国債が毎月100億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）が同50億ドルと9月FOMCの議事要旨で事実上予告していた内容通り<sup>3</sup>であり、混乱なくイベントを通過した。事前に市場の一部では、インフレ率の高止まりが一過性ではなく一定期間継続することをFRBが認めざるを得なくなりつつあり、利上げのさらなる前倒しに傾くとの見方があった。パウエルFRB議長も、FOMC後の記者会見で直近9月分が前年比+4.4%まで上昇しているインフレ率（PCEデフレーター）のインフレ目標（2%）へ向けての低下がみられるのに、場合によっては2022年第3四半期までかかり得ることや、同年末までにFRBが定める利上げのためのインフレ率と雇用情勢の条件<sup>4</sup>が満たされる（＝利上げを開始する）可能性もあることを認めた。しかし、同時にインフレ率の上振れは、解消時期は後ずれするが基本的にやはり一過性であり、利上げの決定に関しては忍耐強くあり続けるとして、大枠では従来のスタンスを改めて確認した。市場でも利上げ前倒しを見込んだ取引の利益確定の動きがあったことから、利上げ前倒し期待とそれに伴うドル高圧力は一旦後退した<sup>5</sup>。その後11月10日に発表された10月分米消

<sup>3</sup> 現状FRBは米国債を毎月800億ドル、MBSを同400億ドルずつ買い取っているが、11月分はそれぞれ700億ドル、350億ドル、12月分はそれぞれ600億ドル、300億ドルずつの買い取り額へ減額するとした。それ以降も同様の減額ペースを想定しているものの、経済情勢によっては調整される可能性もあるとした。

<sup>4</sup> 利上げのための条件は、インフレ率がPCEデフレーター前年比で2%に到達し、しばらくの間緩やかに2%を上回る軌道にあること、雇用はFOMCが想定する最大雇用の状態と整合的であること。

<sup>5</sup> 11月2日にオーストラリア準備銀行がイールド・ターゲット政策を撤廃したものの、利上げには引き続き慎重な姿勢を示したことに加え、11月4日にイングランド銀行が事前に予想されていた0.15%の利上げを見送った（今後数ヶ月以内の利上げは示唆）。足元の世界的なインフレ圧力に対して、主要国中銀が依然として慎重に対応する姿勢が示され、世界的にインフレ見通しの上方修正と金融引き締めバイアスが強まるとの見方が剥落した側面もあった。

費者物価指数が前年比+6.2%と1990年11月以来の高水準へ上昇すると再びインフレ懸念が高まり、米金利上昇と共にドルは年初来最高値付近まで反発している。

## 2. 株価指数比率からみたドルサイクルの現状

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>6</sup>などで指摘したように、ドルの名目実効為替レートの大局的なサイクル（ドルサイクル）は、米株価指数（米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と連動性が高い（後掲第6図）。また、米株価指数と新興国株価指数の上昇・下落の組み合わせから、第3図の通りドルサイクルを局面①～⑥までの6つに分類することができ、ドルの動きの背景と先行き予想に利用できることも述べた。

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	米株上昇・新興国株下落
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	米株下落・新興国株上昇
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は分類上ドル安サイクルだが、米経済の状況悪化は新興国経済などにも影響を与えやすいため、実際はドルの方向は明確でなく、上昇する場合もあり得る。

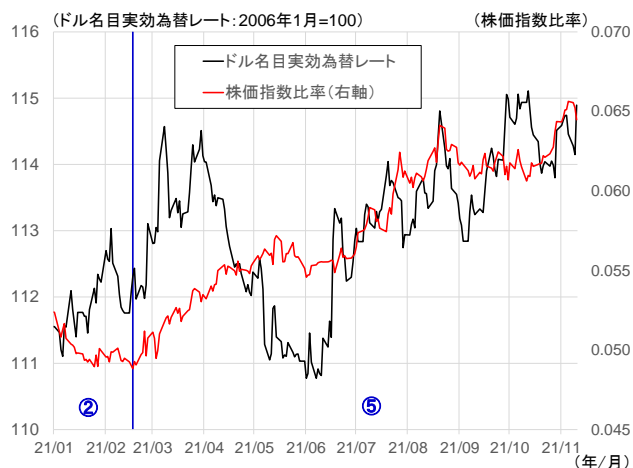
(資料) 国際通貨研究所

2021年9月3日付国際金融トピックス「ドルは上昇サイクル継続で次第に強含みへ～ドルサイクルから考えるドル相場の見通し～」<sup>7</sup>では、ドルサイクルの局面判断は、2021年2月より局面⑤（米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面）にあると指摘したが、依然この流れが続いている（第4図）。足元のドルの底堅い推移はドルサイクルの局面判断とも引き続き整合的だ。株価指数比率の内訳をみると、堅調な回復が続く米経済を反映して米企業業績は引き続き総じて好調であり、米金利上昇を横目に分子の米株価指数は史上最高値を更新しつつ上昇基調が続いている（第5図）。一方、資源価格上昇や電力不足、不動産業界の調整局面入りに加え、習近平政権による「共同富裕政策」による締め付けもあり、ウェイトが高い中国株の冴えない推移の影響などを受け、分母の新興国株価指数は年初から上値の重い推移が続いている。

<sup>6</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」](#)

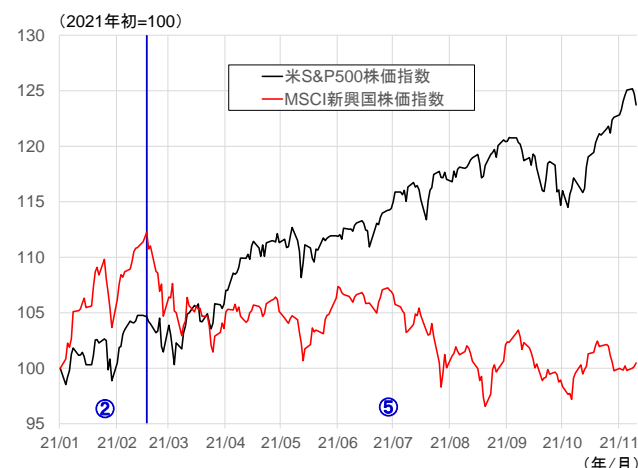
<sup>7</sup> [2021年9月3日付国際金融トピックス「ドルは上昇サイクル継続で次第に強含みへ～ドルサイクルから考えるドル相場の見通し～」](#)

第4図:ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注)グラフ中の番号はドルサイクルの局面判断  
(資料) Bloomberg

第5図:米 S&P500 株価指数と MSCI 新興国株価指数



(注)グラフ中の番号はドルサイクルの局面判断  
(資料) Bloomberg

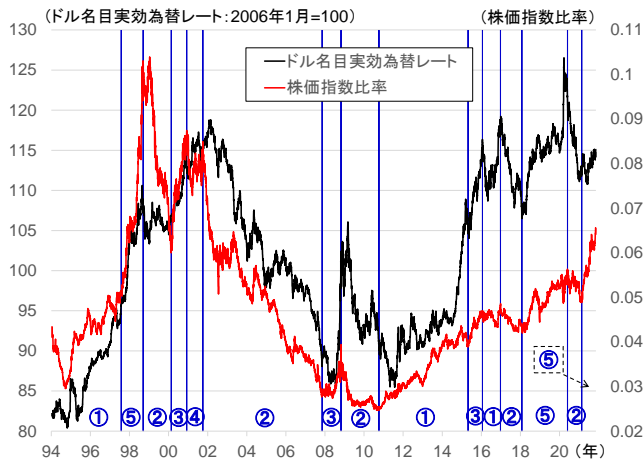
### 3. ドル高サイクルの上値を抑制する要因

もともと、上記国際金融トピックスで指摘したように、「反発ピッチの鈍い米 10 年金利」、「米国期待インフレ率の上昇」、「上値の重い中国株価指数の下での堅調な資源価格」という 3 つの要因から、2021 年以降大局的には局面⑤の下での株価指数比率の上昇の割に、ドルの名目実効為替レートの上値の重い推移が依然続いている（第 6 図）。

まず米 10 年金利は、FRB による利上げ期待により 9 月 FOMC 以降反発に転じたが、その後頭打ちとなり、3 月末につけた年初来高値を更新するには至っていない（前掲第 1 図）。利上げ期待がインフレ率の上振れに対応するものであることから、景気への悪影響が意識されている面があろう。こうした米 10 年金利の推移は依然としてドルの上値の一定の抑制要因になっていると考えられる。

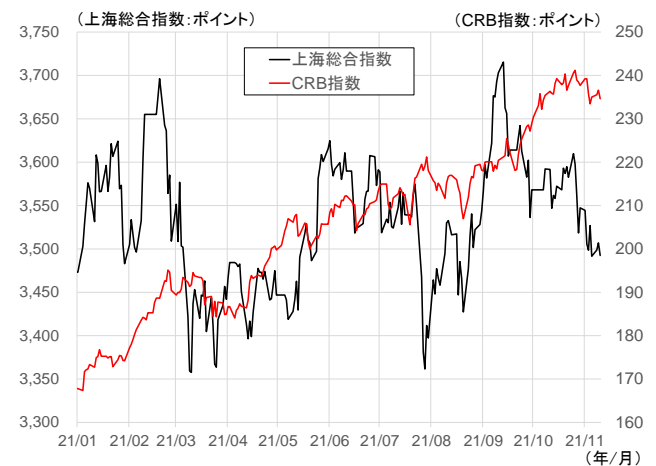
また中国の株価指数は、既述の通り中国経済の先行き不透明感から 2021 年以降上値の重い推移となっている一方、世界の商品市況（CRB 指数）は上昇基調が続いている（第 7 図）。世界的な景気回復・拡大局面では中国の株価指数と商品市況は上昇方向に並走し易いが、足元は両者の間に乖離がみられている。中国の株価指数が国内政策要因で上値の重い中、コロナ危機対応のための各国の大規模な財政・金融政策を受け、グローバルには依然リフレーション圧力が強く、商品市況は上昇。新興国株価指数が低迷して株価指数比率は押し上げられ易い一方、安全な通貨とされるドルが、底堅く推移し易い資源国通貨などに対して上値の重い推移となり、その上昇圧力が一部相殺されているとみられる。米株価指数が上昇し新興国株価指数が下落してドル高が示唆される局面⑤では、商品市況も下落してドルの上昇に寄与することが多いが、足元は商品市況が上昇する異例のケースとなっている。

第 6 図:ドル名目実効為替レートと株価指数比率(1994 年～)



(注)グラフ中の番号はドルサイクルの局面判断  
(資料) Bloomberg

第 7 図:中国上海総合指数とCRB 指数



(資料) Bloomberg

#### 4. 高止まりが続く米国期待インフレ率とドルサイクル

##### (1) 米国期待インフレ率とドルの関係～(再論)

米国期待インフレ率も高止まりが続いており、ドルの上値抑制要因になっているとみられる。2021年7月9日付国際経済金融論考「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)」<sup>8</sup>で指摘した通り、ドルサイクルと米国10年ブレイク・イーブン・インフレ率などでみた米国期待インフレ率は、逆相関の形で相関が高い(第8図)。同論考での指摘の繰り返しになるが、まず理論的に為替レートと期待インフレ率の間には、タイムラグを伴い逆相関で相互に影響を及ぼす関係があると考えられるが、実際には両者がほぼ同時進行的に逆相関で推移していることから、こうした関係を市場が先取りして動いている可能性があるだろう。

しかしより本質的には、主要国の期待インフレ率が上昇する局面では、ドルや円などの安全とされる通貨が下落し、ユーロやカナダ・ドルなどの通貨が上昇する動きがみられることから、期待インフレ率が上昇するような、市場がリスク選好的な地合いではドルが下落。結果的に米国期待インフレ率とドルの逆相関が生じている面がより強いと考えられる。尚、ドルサイクルの局面①(リスク選好のドル高)で、前向きに買われて上昇するドルと、同時に上昇する米国期待インフレ率が順相関になる場合もある。

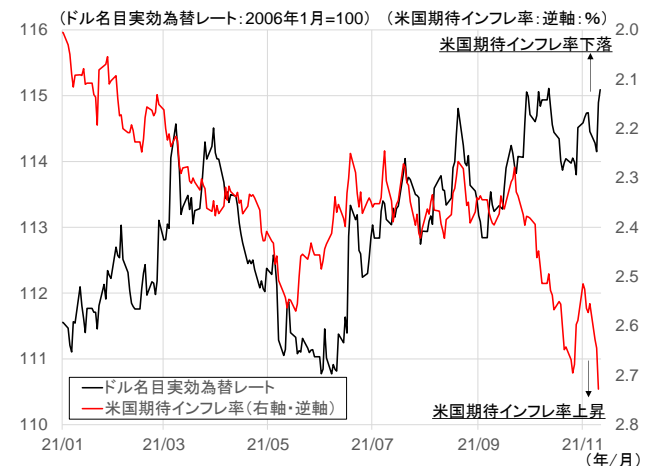
<sup>8</sup> [2021年7月9日付国際経済金融論考「ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証\(その3\)」](#)

第 8 図:ドルと米国期待インフレ率(1994 年～)



(注) 米国期待インフレ率は米国 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率  
(資料) Bloomberg

第 9 図:ドルと米国期待インフレ率(2021 年～)



(注) 米国期待インフレ率は米国 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率  
(資料) Bloomberg

## (2) 最近の米国期待インフレ率の推移

その米国期待インフレ率は、5 月半ばに公表された 4 月 FOMC の議事要旨で、今後テーパリング開始の議論が必要になる可能性への言及があったこともあり、金融緩和の巻き戻しが意識され始めて 5 月半ば頃から上昇が一服していた (第 9 図)。しかし、その後も原油価格を含む商品相場が全般的に上昇を続け、米国でもインフレ率の高止まりが続く中、9 月 FOMC の結果が公表された 9 月 23 日頃から再び急上昇し、5 月につけた直近高値水準を上回った。同 FOMC では 2022 年以降の利上げ見通しが引き上げられるなどしたが、市場ではむしろ FRB が金融緩和巻き戻しのより一層の前倒しを迫られることの蓋然性が高まったとの見方が増えていた可能性がある。それでも 11 月の FOMC で FRB がインフレ率の高止まりはあくまでも一過性との見方を維持し、原油相場や CRB 指数の上昇が 10 月末に一旦頭打ちになっていることもあり、米国期待インフレ率も 10 月末に一旦反落した。しかし、11 月 4 日の OPEC プラス閣僚級会合で、再び原油の増産加速が見送られて原油相場が持ち直し始めると共に、11 月 10 日発表の 10 月分米消費者物価が 31 年ぶりの上昇率を示したことで、米国期待インフレ率は再び上昇して年初来高値水準を更新した。こうした状況はドルの一定の上値抑制要因となり得よう。

## (3) 供給制約下の米国期待インフレ率とドル

但し、米国期待インフレ率とドルが逆相関で推移し易いのは、繰り返しになるが、マクロ経済的な総需要が適度に強く金融市場もリスク選好的な環境にある下で米国期待インフレ率が上昇し、安全な通貨とされるドルが下落し易いためと考えられる。この点、足元のインフレ圧力や米国期待インフレ率の上昇は、供給制約によるものであり、これに対応するために FRB による金融緩和の巻き戻しが大幅に前倒しされた場合は、景気の抑制要因となる恐れがある。その場合、市場がリスク回避的な方向へ推移し、ドルにとっては下落材料ではなくむしろ上昇材料となって行く可能性があることに注意する必要がある。ドルサイクル上は、米株価も明確に下落するような展開となれば局面③ (リスク回避のドル高) に転じることになる。実際、既述の通り 9 月以降米国期待インフレ率が上昇方向にある中で、ドルも上昇傾向にあり、市場が一部そうしたシナリオを

既に織り込み始めている可能性もあろう<sup>9</sup>。

## 5. まとめ～供給制約下の期待インフレ率上昇はドル高材料

コロナ危機による世界的な供給網の混乱が予想以上に長引きつつあり、供給不足によるインフレ圧力が主要国で高まっている。FRB は現時点では米国期待インフレ率は総合的にみて目標の2%水準にアンカーされており、名目賃金と物価のスパイラル的上昇の兆候もみられないため、雇用最大化を目指して忍耐強い金融緩和スタンスを維持するとしているが、インフレ率の上振れが一過性と言える範囲で収束するかはまだ予断を許さない状況だ。ドル相場をみる上では、通常であればリスク選好的な状況での米国期待インフレ率の上昇はドル下落材料だが、深刻な供給制約からスタグフレーション的な状況が世界的に生じる場合の米国期待インフレ率の上昇は、ドル上昇材料になる可能性がある。足元中国経済の先行き不透明感もありドルは局面⑤の上昇サイクルにある中で、ドルの上昇が促され易い環境が続きそうだ。

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, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 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>

<sup>9</sup> 9 月以降のドルの上昇傾向と米国期待インフレ率の上昇は、4 (1) で記述した、局面① (リスク選好のドル高) の下で、前向きなドル高と米国期待インフレ率の上昇が並走する流れに転じつつある可能性も否定できない。しかし、供給制約によるインフレ圧力が懸念されている足元は、リスク回避的な要素を含むドル高と米国期待インフレ率の上昇が併存するシナリオが意識されている蓋然性の方が高いと考えられる。