



米国マーケット事情

米株価下落継続でも大局的ドル高は継続へ ～ドルサイクルに基づくドル相場の定点観測～

歴史的な高値圏へ上昇したドル ドルサイクルもドル高を示唆

ドルは2022年以降も大局的に底堅い推移が続いてきた。新興国通貨も含むブロードベースのドルの名目実効為替レートは、2022年5月には一時2020年5月以来の水準まで上昇し、歴史的なドル高水準へ到達した。予想外のインフレ圧力を受けたFRB(米連邦準備理事会)のタカ派スタンスへの急速なシフトによる米金利の上昇がその背景にあるが、当方がこれまで紹介してきたドルサイクルから想定される動きとも引き続き整合的となっている。

本誌2021年10月号「ドルは当面強含み推移を継続へ～ドルサイクルから考えるドル相場の見通し」などでは、ドルの名目実効為替レートのサイクル(ドルサイクル)が、米株価指数(S&P500株価指数)を新興国株価指数(MSCI新興国株価指数;現地通貨建て)で割った株価指数比率と高い連動性があることを紹介した。米株価指数と世界景気の動向を敏感に反映しやすい新



公益財団法人 国際通貨研究所
上席研究員
橋本 将司 (はしもと・まさし)

慶應義塾大学卒業後、三菱UFJ銀行に入行。国際通貨研究所研究員、グローバルマーケットリサーチ・シニアアナリスト、経済調査室ニューヨーク駐在などを歴任し、グローバルな為替市場やマクロ経済に加え、米国金融規制など幅広い分野の調査業務に従事。2020年より再び国際通貨研究所へ外向し、為替市場や主要国の金融政策・マクロ経済動向の分析を担当。理論的な観点からの為替市場分析を得意とする。国際通貨研究所ホームページ (<https://www.iima.or.jp>)にも各種レポートを掲載

興国株価指数のどちらが相対的にアウトパフォームしているかが、米国をめぐる国際的な資本フローの動きの代理変数となっており、ドルの動きにも反映されやすいため。

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、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を述べた(図表1)。例えば、両株価指数が上昇しているが、米株価指数がより上昇し株価指数比率が上昇しているときは局面①(リスク選好のドル高)、逆に新興国株価指数がより上昇し株価指数比率が下落しているときは局面②(リ

スク選好のドル安)となる。また、米株価指数は上昇するが新興国株価指数は下落している場合は、局面⑤(米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高)となる。

図表2はドルの名目実効為替レートと株価指数比率の推移を、図表3は米株価指数と新興国株価指数の推移を、それぞれ1994年以降についてドルの局面判断(①～⑥)とともに見たものだ。2021年2月以降ドルサイクルは局面⑤へ転換し、実際ドルも冒頭指摘の通り足元に至るまで上昇基調にある。

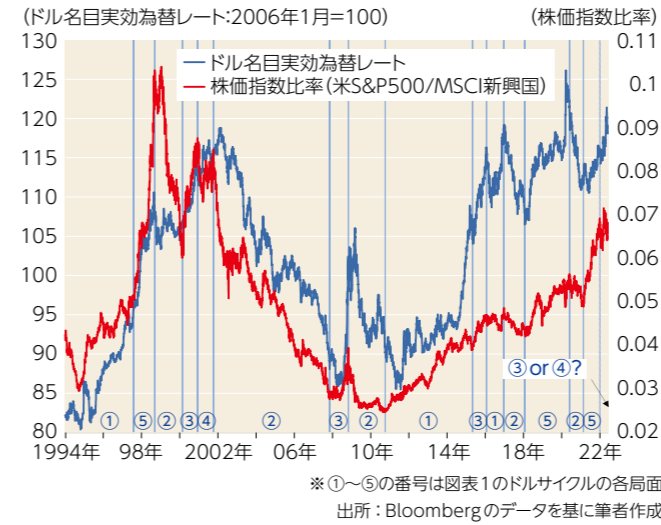
米経済が各種景気支援策の効果により新型コロナウイルスショック後の落ち込みから急速に回復し、米株価指数

■図表1 ドルサイクルの各局面

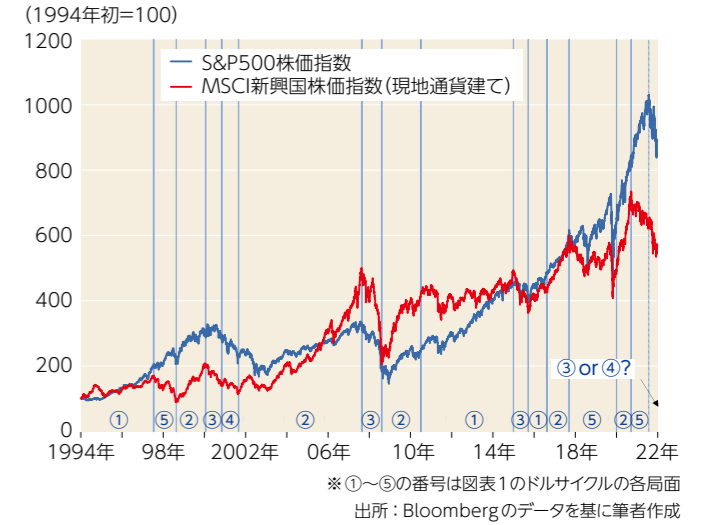
局面	局面①	局面③	局面⑤
株価	米株上昇>新興国株上昇	米株下落<新興国株下落	米株上昇・新興国株下落
株価指数比率	株価指数比率上昇=ドル上昇	株価指数比率上昇=ドル上昇	株価指数比率上昇=ドル上昇
ドル	リスク選好のドル高	リスク回避のドル高	米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高
局面	局面②	局面④	局面⑥
株価	米株上昇<新興国株上昇	米株下落>新興国株下落	米株下落・新興国株上昇
株価指数比率	株価指数比率下落=ドル下落	株価指数比率下落=ドル下落	株価指数比率下落=ドル下落
ドル	リスク選好のドル安	リスク回避のドル安	米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安

※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
出所：筆者作成

■図表2 ドル名目実効為替レートと株価指数比率



■図表3 米株価指数と新興国株価指数



は最高値を更新して上昇が継続。一方、新興国をけん引してきた中国経済が、不動産業界やIT(情報技術)業界への規制強化などにより成長が鈍化してきたことに加え、世界的なインフレ圧力が多くの新興国経済にとって逆風になりやすいとの見方などから、新興国株価指数が下落基調にあったためだ。

米金利低下なら一時的ドル安も 本格的ドル安は起こりにくい背景

こうしたなか、FRBによる急速なタカ派転向がリセッションを招きかねないことが警戒され、米株価指数もこれまでの上昇基調から、2022年初以降はコロナショック以来の下落基調に転じている。本稿執筆時点では、2021年2月に現在の局面⑤が開始された際の水準近辺まで下落する動きも見られている。

現時点では局面⑤における一時的な変動と見なすことも可能な範囲だが、仮に米株価指数の下落基調がさらに続いて局面⑤の開始時点の水準を明確に一定以上割り込むと、結果的に2021年2月からの局面⑤が2022年初で終了し、局面③(リスク回避のドル高)、あるいは局面④(リスク回避のドル安)へ局面転換していたことになる。過去の局面③や④を見ると、いずれも200

営業日程度にわたる本格的な米株価指数の下落局面であり、多くが米景気後退局面やその直前で、FRBは利下げ、あるいは利上げ打ち止めや一時停止で対応していた局面であった。

これに対し、現在の2022年初からの米株価指数下落局面の経過営業日数はまだ100営業日程度に過ぎず、米景気も拡大局面にある。FRBが40年来の高インフレを抑制するために急速な利上げを行う見通しのなか、今後米景気がどのように推移していくか、そして株価指数がそれを反映してさらに下落を継続していくかどうか、ドルサイクルの局面転換の可否もかかっている。

ただし、いずれにしても大局的にドルは引き続き底堅く推移しそうだ。局面⑤が継続しても、局面③に転換してもドル高局面が継続する。図表1の注釈に記述の通り、局面④はドルの方向は明確でないが、過去の事例では上昇していた。今後仮に米景気の後退色が強くなり、株価指数も下落が継続すると、ドルサイクルも局面③か④への転換が確定する。その場合、FRBによる利上げ打ち止め観測が市場で浮上する展開は十分に考えられる。それを織り込んで米10年金利などが低下に転じ金利差がドルに不利な方向へ推移し

た場合、数カ月単位ではドルに下落圧力がかかる展開もあり得よう。

もっとも、ドルは数カ月程度の時間軸では株価指数比率よりも金利差との相関が高い場合があるが、趨勢的には株価指数比率との相関が高い。ドル高サイクルが続く限りは、それに沿ってドルは大局的には底堅く推移し、さらなる高値を更新することもあり得よう。

ドルが大局的な下落サイクルに入る状況として考えられるのは、中国経済を核に新興国を含む米国以外の国の経済が、米経済以上に堅調な拡大を再開し、局面②(リスク選好のドル安)が一定以上の長い期間にわたって発生する場合だ。過去の事例ではリーマン・ショック前の2001年から2007年半ばまでのような状況だ。しかし、現在は世界的なインフレ圧力と金利上昇が、特に新興国へ与える悪影響が懸念される状況で、中国もゼロコロナ政策の影響から景気の先行きは依然不透明だ。

従来、特に新興国経済への支援材料となってきたグローバリゼーションの流れも、経済安全保障の観点などから後退さえしかねない状況だ。息の長い局面②(リスク選好のドル安)は、かつてと比べると起こりにくくなっているとみている。

(記事内容は2022年6月2日時点)