



FRB利上げペース減速後のドル円相場 ～利上げのドルサイクルとドル円相場への影響～

米10年金利が反落

ドル円相場も急激な上昇が一服

2022年は数十年来の高インフレへの対応のため、FRB(米連邦準備理事会)による急激な利上げが行われてきたが、こうした利上げも終盤にさしかかりつつあるようだ。急上昇してきた米10年金利も、2022年10月後半をピークに頭打ち感が見られてきた。ドル円相場が一時32年ぶりの高値水準となる151円台へ到達するなど、ドルやドル円相場も米金利に合わせて大幅に上昇してきたが、米10年金利の上昇一服に伴って反落しており、急激な上昇に歯止めがかかってきた(図表1)。

ドルの名目実効為替レートの大局的な推移(ドルサイクル)については、これまで本誌2022年10月号「サイクリックを探るドル円相場～ドルサイクルからみるドル円相場の現状と今後～」などで、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と高い連動性があることを紹介してきた。また、米国株価指数と新興国株価指数の上昇・下落の組み合わせとそれによる株価指数比率の方向から、ドルサイクルを局面①～⑥の6つに分類することができる(図表2)。

リスク回避のドル高局面が 高インフレで異例のパターンに

これに基づくと、2022年以降のド



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出向し、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

ルサイクルは、米国株価指数よりも新興国株価指数が下落して株価指数比率が上昇する局面③(リスク回避のドル高)が続いてきた(厳密には局面③と④の境界付近を推移中)。またドル円相場は、局面③のうちドル円相場が上昇する局面③Aにある。この局面③によるドル高サイ

クルは過去に何度か発生している。例えば2008年の局面③では、世界景気が直前までの拡大局面から、金融危機の発生により深刻な後退局面に陥り、FRBは本格的な利下げに転換した。米金利は低下していたが、米国株価指数(そして新興国株価指数も)が企業業績の落ち込みから逆業績相場で下落基調にあり、ドルは局面③の下で上昇していた。

このように局面③は通常、世界景気が直前までの拡大局面から本格的な後退局面に転換しているか、一定以上落ち込んでいる局面だ。FRBは多くの

■図表1 ドルの名目実効為替レートとドル円相場



※グラフ下方の番号はドル円相場の各局面を示す。出所：Bloombergより筆者作成

場合利下げ局面にあるなど米金利も横ばいか低下基調にあり、株価指数も景気後退・減速を反映した逆業績相場で下落する中、ドルが上昇するというのが共通するパターンであった。

このとき円相場は、安全通貨としての推移を強めた2000年代半ば以降についてみると、株価指数が下落するようなリスク回避的な地合いにあること、円の名目実効為替レートと逆相関の関係が強い米金利が下落すること、そして直前までの景気拡大期に進んだ大幅な円安の反動(ポジションの取り崩し)も起こりやすいことなどから、

■図表2 ドルサイクルとドル円相場の各局面

ドルサイクル			円の動き		ドル円相場	
局面①	米国株上昇>新興国株上昇	リスク選好のドル高(株価指数比率上昇)	円安	－	局面①	上昇(ドル高円安)
局面②	米国株上昇<新興国株上昇	リスク選好のドル安(株価指数比率下落)	円安	ドル安>円安	局面②A	下落(ドル安円高)
			円安	ドル安<円安	局面②B	上昇(ドル高円安)
局面③	米国株下落<新興国株下落	リスク回避のドル高(株価指数比率上昇)	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③B	下落(ドル安円高)
局面④	米国株下落>新興国株下落	リスク回避のドル安(株価指数比率下落)	－	－	局面④A	下落(ドル安円高)
			－	－	局面④B	上昇(ドル高円安)
局面⑤	米国株価上昇・新興国株価下落	米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高(株価指数比率上昇)	円安	－	局面⑤A	上昇(ドル高円安)
			円高	ドル高>円高		
			円高	ドル高<円高	局面⑤B	下落(ドル安円高)
局面⑥	米国株価下落・新興国株価上昇	米国リスク回避・新興国リスク選好のドル安(株価指数比率下落)	－	－	局面⑥A	下落(ドル安円高)
			－	－	局面⑥B	上昇(ドル高円安)

※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、むしろ上昇する場合が多いとみられる。

出所：筆者作成

ドル以上に上昇。ドル円相場は下落サイクル(局面③B)となるのが共通するパターンであった。

米金利と円相場の逆相関は、米金利を含む主要国金利が上昇する景気拡大期はリスク選好や日本と諸外国との金利差拡大から円が下落し、逆に米金利などが低下する景気後退期は円が上昇するためと考えられる。

一方、2022年初から足元までの局面③は景気後退局面にあったわけではなく、インフレ率が大幅に上昇したことから、FRBがインフレ退治を最優先に、景気はある程度犠牲にすることも視野に急速な利上げを実施。利上げの影響がまだ完全に浸透していないため世界景気は大幅な落ち込みには至っておらず、金利は上昇基調が高値圏にあり、各種株価指数がこれを受けた逆金融相場により下落する中でドルが上昇してきた。つまり、過去数十年見られていなかった最近のインフレ率の大幅な上昇が、こうした異例の局面③の発生に繋がってきたと言えよう。

円相場も、株価指数の下落よりは米金利の上昇に反応して大きく下落しており、ドル高と円安が相まってドル円相場は大幅に上昇。ドルサイクルの局面③で通常見られてきた局面③B(ドル円相場下落)ではなく、局面③A(ドル円相場上昇)という異例の推移になってきたと整理できる。

ドルは底堅い推移が続きやすい ドル円は上昇一服も下げ渋りか

ドルは大局的には株価指数比率との連動性が高いが、数カ月単位では米金利との連動性が高い場合が多い。当面FRBの利上げペース減速を材料に米金利の弱含みが続けば、相応のドルやドル円相場の下落要因となろう。ただし、FRBは利上げペースを鈍化させつつも当面利上げは続ける見込みであり、米金利やドル・ドル円相場の下落余地は限られよう。

その後は、金融引き締めの影響の顕在化でどの程度世界の景気が減速し、インフレ率が速やかに低下してくるかが焦点となるが、ドルについては底堅い推移が続きやすいとみられる。まず今後インフレが早期に沈静化するほど米景気の後退色が強まる場合、FRBは本格的な利下げに転換しよう。この場合、米金利の低下にもかかわらず、米国株価指数は景気後退・企業業績悪化から逆業績相場的な下落となって局面③が(従来のパターンに戻った上で)さらに継続。ドルは低下する金利と乖離して、リスク回避的に底堅く推移するというのがこれまでの経験則だ。

このとき円相場は、リスク回避地合いの強まりに加え、下落する米金利(円と逆相関)がその押し上げ要因になるとともに、局面③Aの下で進んだ円安の

巻き戻しも想定されて大幅に反発。円高がドル高を上回る局面③Bへ転換してドル円相場は改めて下落に転じよう。

一方、景気減速が比較的緩やかなものとなり、インフレ率が相応の期間高止まってFF(フェデラル・ファンド)金利・米金利も高止まりする場合も、株価指数は低迷すると考えられ、現状の異例の局面③が継続し、ドルは底堅く推移しそうだ。このとき円相場は、米金利が高止まる間は反発が限定的となり、局面③Aが続き、ドル円相場の上昇は一服するが下げ渋り、高止まり傾向となろう。現時点のFOMC(連邦公開市場委員会)参加者のインフレ・FF金利予想などを見ても、引き続きこの高止まりシナリオの可能性が高い。

なお、ドルが下落するケースとしては、米国経済とともに中国経済を中心に米国以外の経済がより顕著に回復し、米国株価指数以上に新興国株価指数が反転上昇して株価指数比率が下落。局面②(リスク選好のドル安)に転換する場合だ。

しかし、中国のゼロコロナ政策緩和の見通しは不透明であるなど、現時点でこうした可能性は小さいようにみえる。2023年は利上げの影響が米景気・インフレ動向に対してどの程度速やかに顕在化してくるかが、ドル円相場の反転下落余地にも繋がってこよう。

(記事内容は2022年12月5日時点)