



米国マーケット事情

米景気楽観論とドルサイクルの行方 ～インフレ高止まりなら最終的にリスク回避のドル高へ～

金融引き締め長期化観測浮上 米金利とドルは持ち直し

市場では、2022年秋にFRB(米連邦準備理事会)の利上げペース減速が市場に織り込まれ始め、米10年金利の上昇が同年10月をピークに一服し、これに合わせてドルの名目実効為替レートも下落基調に転じた一方、米国株価指数は持ち直しに転じていた。

もっとも2023年2月以降、1月分米雇用統計を始め、堅調な一部米経済指標が改めて確認されたあたりから、米経済の先行きに対する楽観的な見方が再び台頭した。新型コロナウイルスショック後の構造変化もあって堅調な労働市場や大規模な財政支援策の効果持続など、今回の景気サイクルで特有の要因も後押し。急速なFRBの利上げにもかかわらず、米経済はほとんど落ち込まないというノーランディング論も一部で浮上するに至った。

さらに高止まりする名目賃金上昇率とその影響を受けたサービス関連価格を背景に、インフレ率の下落が想定以



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

上に緩慢になるリスクも警戒され始めた。市場はFRBが少なくとも6月まで利上げを継続するとともに、2023年内は政策金利を概ね据え置き可能性を織り込み始めている。これを受けて2月以降、再び米金利とドルは持ち直し、米国株価指数は下落基調に転じ始めている。

米景気拡大はドル高かドル安か 影の主演は中国経済

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2023年1月号「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

～」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。

ドルは数カ月単位では米金利や米国と他国の金利差との連動性が高いが、1年程度など大局的な時間軸ではこの株価指数比率が体現するドルサイクルと連動性が高い。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までの6つに分類することができる(図表1)。ドル円相場に関しても、ドルサイクルの各局面における推移に一定

■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

※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、上昇する場面が多いとみられる
出所：国際通貨研究所

■図表2 ドル名目実効為替レートと株価指数比率



のパターンがあることを述べた。これに基づくと、図表2、3の通り2022年以降のドルサイクルは、米国株価指数よりも新興国株価指数がより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)。今後仮に米経済がFRBの利上げにもかかわらず、底堅い推移を維持するという楽観シナリオが実現した場合、米金利が上昇するとともに米国株価指数も業績相場の下で上昇を再開。新興国株価指数の上昇もアウトパフォームすれば、ドルサイクル上は2010年代前半などに見られたような前向きなドル高局面(局面①：リスク選好のドル高)に転換し、ドルが引き続き底堅く推移することが示唆される。

2000年代半ば以降、安全通貨としての推移とともに米金利との逆相関が強まった円は、こうした状況では下落する。植田和男日銀新総裁の下でのYCC(長短金利操作)見直しがあれば一定の円安抑制要因となり得るが、ドル高と相まって基本的にドル円相場は再び上昇しやすいとみられる。

この点、中国経済を中心とした米国以外の国の経済がどのように推移するかで、ドルサイクルやドルの方向性も影響を受け得る点には留意する必要がある。

■図表3 米国株価指数と新興国株価指数



ある。2023年1月までに中国当局はゼロコロナ政策を撤廃し、一気に経済再開へと舵を切った。当初警戒された、感染拡大で経済再開がスムーズに進まない事態には至っていないようだ。中国経済の回復が想定よりも上振れる可能性が浮上しており、近隣のアジア諸国を中心に新興国経済にとっても支援材料となろう。

2022年10月頃からの世界的な株価の持ち直しは、米金利を中心としたグローバルな長期金利の上昇一服もさることながら、特に新興国株価指数の反転上昇については、中国経済持ち直しの可能性が浮上したことも少なからず影響している。実際2022年11月以降は、米国株価指数よりも新興国株価指数が上昇して株価指数比率が低下しており、ドルサイクル上では局面②(リスク選好のドル安)に転換したかのような動きも見られている(図表2、3)。仮に本格的に局面②が進捗する場合は、米金利が高止まりする中でも、ドルは下落基調に転じることになる。

ただし、中国経済の回復は、不動産業界の調整や米中対立悪化の影響などの向かい風も相応にあり、まだ慎重にみる必要はあろう。実際、FRBによる金融引き締め長期化観測浮上もあり、新興国株価指数も2023年2月以

降、反発が一服しており、局面②が本格的に進捗するかどうかは予断を許さないと云えよう。

現在は米景気減速前の過渡期か 米景気大幅減速でドル高<円高

米国においても、米3カ月金利と10年金利で見る長短金利差は2022年10月末に逆転し始め、足元では1980年代初頭に見られた水準近辺まで逆転が進んでいる。周知の通り経験則的には長短金利差の逆転が観察されてから、実際に景気後退局面入りするまでには1年～1年半程度の時間差がある。仮に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くるはずで、結局そのような景気拡大の持続性は限定的であろう。

今後米経済の減速感が強まってくれば、グローバルに株価指数の下落基調が強まり、最終的に局面③の下でリスク回避的な意味でドルは底堅く推移しそうだ。その際、米金利が高止まりしている間はドル円相場も高止まりしそうだが、景気減速の進展を織り込み始めて米金利が低下に転じ始めると、円高がドル高を上回り、ドル円相場の下落転換が明確となろう。

(記事内容は2023年3月8日時点)