



米国マーケット事情

# 高インフレで異例の推移となったドル ～景気サイクルとドルサイクルの変動パターン～

## 米経済に依然燃えるインフレ圧力 ドルは下げ止まり、保ち合いへ

ドルの名目実効為替レートは、2022年10月にFRB(米連邦準備理事会)による利上げペース減速を織り込んで米10年金利の上昇が一服すると、それまでの上昇から反落に転じたが、2023年以降は下げ止まり、保ち合い推移に移行した。ここまでの急速な利上げの米経済への影響は徐々に顕在化しつつあるものの、労働市場は依然逼迫しており、インフレ圧力は根強く残っている。市場が年内利下げ見通しの修正を迫られるのに伴い、米金利は持ち直し傾向にあり、こうした状況が足元のドルの底堅さの背景となっている。

このようにドルは米金利と一定の相関があるが、これまで本欄で指摘してきたように、大局的なドルの名目実効為替レートのサイクル(ドルサイクル)は、米国株価指数(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。また、この株価指数比率の分子・分母にあたる両株価指数の上昇・下落の組み合わせからドルサイクルを局面①～⑤に分類し、分析・予測に利用できることも指摘してきた。

このうち主なものをみると、両株価指数が上昇するが、米国株価指数がより上昇して株価指数比率が上昇する場合は、米国(ドル建て資産)に前向きな資金が流入するリスク選好のドル高局面(局面①)、逆に新興国株価指数がより上昇する場合は、米国以外の国々(非



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

ドル建て資産)に前向きな資金が流入するリスク選好のドル安局面(局面②)となる。

また両株価指数が下落するが、新興国株価指数がより下落して株価指数が上昇する場合は、ドル建て資産に消去法的に資金が流入・回帰するリスク回避のドル高局面(局面③)となる。さらに米国株価指数が上昇するが、新興国株価指数が下落して株価指数比率が上昇する場合は、ドル建て資産に前向きかつ消去法的な資金が流入する米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面(局面⑤)となる。

### 景気サイクルの各局面におけるドルの典型的な変動パターン

実は景気サイクルの各局面においてこのドルサイクルの局面には出現パターンがあり、ドルサイクルやドル円相場の推移を分析することができる(図表1)。ここでは景気サイクルを、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。なお、ドル円相場に関しては、円が安全通貨としての推移を強め、米金利との逆相関が強まった

2000年代半ば以降を考察の対象とする。

まず「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するため、ドル円相場は下落する。

「景気回復初期」では、FRBによる利下げの最終局面から金融緩和が維持される時期で、米金利は先々の利上げも視野に、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に上昇局面に転じるとともに、グローバルにリスク資産へ資金が戻りやすくなり、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は基本的に利上げ局面にあり、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景気を主導する場合、ドルサイクルはリスク選好のドル高サイクル(局面①)

となる。円は下落することから、ドル円相場は大幅に上昇しやすくなる。

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。米金利と逆相関の円も下落するが、ドルよりは下落しないため、ドル円相場は下落する。また、米経済が独り勝ち的な状況の場合、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・下落の双方があり得る。

2000年代半ば以降、「景気減速期」(局面③)→「景気回復初期」(局面②)は、金融危機の発生した2008年頃、チャイナ・ショックの発生した2015年頃、そして新型コロナウイルス・ショック後の2020年頃の3回発生。また景気拡大期も、中国を中心に米国以外の地域が景気拡大を主導した2000年代の金融危機前までの時期(局面②)、米景気拡大が世界景気を主導した2010年前半(局面①)、米中通商摩擦などで米景気独り勝ちの様相となった2016年終盤から2020年初頭まで(主に局面⑤)の3回あった。各局面でドルとドル円相場は概ねここで示したパターンに沿った推移となってきた。

### 景気拡大下の株価下落で異例の推移となった為替市場

この点、足元は新型コロナウイルス・パンデミック時の「景気減速期」(局面③)、「景気回復初期」(局面②)を経て、2021年頃から「景気拡大期」に転換。当初は当時のゼロコロナ政策による中国経済の伸び悩みなどから米経済独り勝ち的な状況となり、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(図表2)。

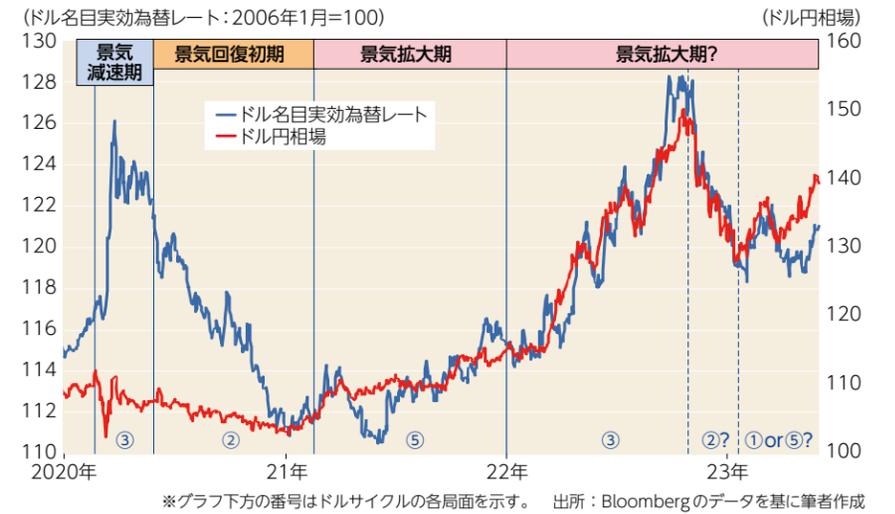
その後2022年以降は異例のインフレ高騰への対応のためのFRBによる急速な利上げを嫌気して米国株価指数

■図表1 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

	景気減速期 (局面③)	景気回復初期 (局面②)	景気拡大期	
ドル	↑	↓	↑	①, ⑤ ②
ドル円	↓	↑	↑	① ② (ドル安 < 円安) ⑤ (ドル高 + 円安) ② (ドル安 > 円安) ⑤ (ドル高 < 円高)

※1 局面①：リスク選好のドル高局面、局面②：リスク選好のドル安局面、局面③：リスク回避のドル高局面、局面⑤：米国リスク選好・新興国リスク回避のドル高局面。尚、局面④は分類上リスク回避のドル安局面となるが、実際には局面③と同じリスク回避のドル高的な動きとなる。※2 局面②では本文で記述の通り、通常はドル安>円安でドル円相場は下落するが、2000年代半ばに円安圧力が強く、ドル安<円安でドル円相場が上昇した例外的なケースがあった。出所：筆者作成

■図表2 ドルの名目実効為替レートとドル円相場(2020年～)



が下落局面に転換。ドルサイクルは景気拡大の下でリスク回避のドル高局面(局面③)に転じるという、従来のパターンからは異例の推移となった。通常局面③では米金利低下でドル高<円高からドル円相場は下落するが、異例の米金利上昇の並走が大幅なドル円相場の上昇(=ドル高+円安)に繋がったのも異例であった。

2022年終盤以降は、米金利上昇一服や中国によるゼロコロナ政策撤廃で局面②のドル安局面のような推移もみられていたが、中国景気の伸び悩みと米経済の底堅さもあり、2023年1月頃からは局面①や⑤のドル高局面のような推移もみられている。仮に今後世界

経済がさらに持ち直しに向かった場合、米国主導となるか(局面①)もしくは⑤でドル高・ドル円上昇)、中国などの主導となるか(局面②でドル安・ドル円下落)でドルやドル円相場の行方も左右されよう。

もっとも、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るとみられる。最終的に景気減速が進行すれば、結果的に直前の景気拡大期の途中から前倒しで発生していた局面③が大局的には継続していたことになり、ドルはリスク回避的に底堅く推移するとともに、米金利も低下してくればドル円相場は下落しよう。(記事内容は2023年6月2日時点)